

TC
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT TEORİSİ BİLİM DALI

FİNANSAL KRİZ TEORİLERİ
VE
TÜRKİYE EKONOMİSİNDE 1990 SONRASI
FİNANSAL KRİZLERİN EKONOMETRİK ANALİZİ

DOKTORA TEZİ

Hazırlayan: H.Levent Dalyancı

İSTANBUL, 2010

**TC
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT TEORİSİ BİLİM DALI**

**FINANSAL KRİZ TEORİLERİ
VE
TÜRKİYE EKONOMİSİNDE 1990 SONRASI
FINANSAL KRİZLERİN EKONOMETRİK ANALİZİ**

DOKTORA TEZİ

Hazırlayan: H.Levent Dalyancı

Danışman: Prof.Dr. Suat OKTAR

İSTANBUL, 2010

Marmara Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

Tez Onay Belgesi

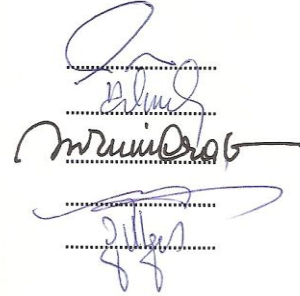
İKTİSAT Anabilim Dalı İKTİSAT TEORİSİ Bilim Dalı Doktora öğrencisi
HÜSNÜ LEVENT DALYANCI'nın FİNANSAL KRİZ TEORİLERİ VE TÜRKİYE
EKONOMİSİNDE 1990 SONRASI FİNANSAL KRİZLERİN EKONOMETRİK ANALİZİ adlı
tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun 07.05.2010 tarih ve 2010-8/22 sayılı
kararıyla oluşturulan jüri tarafından oybirliğiyle onaylanması ile Doktora Tezi olarak kabul
edilmiştir.

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

İmzası

Tez Savunma Tarihi : 24.6.2010

- 1) Tez Danışmanı : PROF. DR. SUAT OKTAR
2) Jüri Üyesi : PROF. DR. RONA TURANLI
3) Jüri Üyesi : PROF. DR. MEHMET EMİN ARAT
4) Jüri Üyesi : PROF. DR. AHMET İNCEKARA
5) Jüri Üyesi : PROF. DR. GÜLDEN ÜLGİN



ÖZET

Finansal krizler genelde dünya ekonomisinde, özelde ise gelişmekte olan ülkelerde 1990 sonrasında en önemli iktisadi sorunların başında gelmektedir. Gelişmekte olan ülkeler, iktisadi kalkınma süreçlerinde ciddi oranda finansman açıklarına sahiptir. Gelişmekte olan ülkelerin finansman sıkıntılarını çözmeye yönelik pek çok yaklaşım geliştirilmiştir. Bu yaklaşımlardan birisi de, McKinnon-Shaw (1973) tarafından geliştirilen, gelişmekte olan ülkelere, finansal piyasalar üzerindeki baskıların kaldırılarak, iç ve dış finansal serbestleşmenin geliştirilmesi yaklaşımıdır. Ne var ki, gelişmekte olan ülkelere finansal krizlerin ortaya çıkma dinamiklerine baktığımızda, bir yandan gelişmekte olan ülkelerin sahip olduğu yapısal ekonomik sorunlar ve kırılgan finansal sistem, diğer yandan finansal serbestleşmeyle ortaya çıkan sağlıksız ve yıkıcı finansman koşulları bir araya geldiğinde, gelişmekte olan ülkelere finansal krizlerin ortaya çıkma olasılığı yükselmekte ve en küçük bir sosyo-ekonomi-politik sorun finansal krizleri bu ülkelere tetikleyebilmektedir. Türkiye ekonomisi de iktisadi kalkınma sürecinde yukarıda bahsedilen finansman açığı, yapısal sorunlar ve sağlıksız iç-dış finansman koşulları altında, sürekli finansal krizlere açık haldedir. Bu sebeple özellikle 1990'dan günümüze sık sık finansal krizlere maruz kalmaktadır.

Bu bağlamda tezin temel amacı, finansal kriz teorilerini, dünya ekonomisi ve Türkiye ekonomisinde 1990 sonrası ortaya çıkan finansal krizlerin temel sebep ve sonuçları bağlamında incelemek, Türkiye ekonomisinde finansal krizleri Probit model yardımıyla modellemek, finansal krizlerin öngörülmesi ve önlenmesine yönelik politika önerileri geliştirmektir. Türkiye ekonomisi, dünya ekonomisinde önemli ve yükselen bir iktisadi potansiyele sahip olsa da iktisadi yapıdaki zayıflıklar, dış risklerle birleşerek, Türkiye ekonomisinin kırılganlığını artırarak, sıklıkla finansal krizlere maruz bırakmaktadır. Sonuç olarak, Türkiye ekonomisinin yapısal sorunlarının aşılmasında, küresel rekabet gücünün artırılmasında ve en önemlisi gelecek finansal krizlerin önlenmesinde, küresel teknolojik rekabet gücünün artırılması, finansman, ara malı ve teknoloji açısından dışa bağımlılığın azaltılması, ticari ve finansal serbestleşmenin etkin bir şekilde yönetilmesi, finansal sistemdeki zayıflıkların azaltılarak, finansal sistemin, kurumsal etkinlik ve gelişmişliğinin sağlanması, para, faiz, döviz kuru ve maliye politikalarında etkinliğin artırılması, ekonomi politika tasarımlarındaki en önemli faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Krizler, Gelişmekte Olan Ülkeler, Türkiye Ekonomisi

ABSTRACT

Financial crises in the world economy, especially in the developing countries have been one of the most important economic problems since 1990s. Developing countries in their economic development processes suffer from very important financial problems. There have been developed several approaches to solve the financial problems of developing countries. One of them is developed by McKinnon-Shaw (1973), in order to eliminate financial problems and to increase financial sources in domestic and foreign markets for developing countries by allowing international and domestic financial liberalization. However, when analysing the dynamics of financial crises, critical factors for financial crisis in developing countries which are the structural economic problems and fragile financial and economic structures and the unstable short-term financial capital flows are always exposed the developing countries to financial crises by the reason of small socio-economic-political problems. Turkish economy in her economic development processes has been the similar economic structure and problems mentioned above like other developing countries. For this reason, Turkish economy has always been exposed to financial crises especially since 1990s.

In this context, main aim of the thesis is to investigate the theories of the financial crises by considering the reasons and consequences of the financial crises in the world economy and Turkish economy since 1990s, to model Turkish financial crises after 1990s by using a Probit model and to develop economic policy recommendations to forecast and to prevent financial crises in Turkish economy. Although Turkish economy has a great economic development potential in the world economy, the deficiencies in the economic structure combining with external risks increase the fragilities of the economy, which frequently expose financial crises. As a result, increasing global technological competitiveness, reducing dependency in terms finance, raw materials, semi-finished products and technology, managing trade and financial openness efficiently, increasing institutional efficiency and development in the financial system by decreasing deficiencies, increasing efficiency monetary, fiscal, exchange rate and interest rate policies are the most important factors in the economic policy design processes in order to eliminate the structural economic problems, to increase the global competitiveness and especially, to prevent financial crises in the future in Turkish economy.

Key Words: Financial Crises, Developing Countries, Turkish Economy

İÇİNDEKİLER

ÖZET	ii
ABSTRACT	iii
TABLolar LİSTESİ.....	viii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	ix
KISALTMALAR.....	xii
1.GİRİŞ.....	1
2.FİNANSAL KRİZLER VE FİNANSAL KRİZLERİ AÇIKLAMAYA YÖNELİK YAKLAŞIMLAR	3
2.1. REEL VE FİNANSAL SEKTÖRDE KRİZLER VE TANIMLAR	3
2.2. FİNANSAL KRİZLERE YOL AÇAN FAKTÖRLER	8
2.2.1. İktisadi Sistemde Konjonktürel Dalgalanmaların Etkisi.....	8
2.2.2. Yapısal Ekonomik Sorunlar ve Finansman Açıkları.....	9
2.2.3. Sağıksız Finansal Serbestleşme ve Sermaye Akımları	10
2.2.4. Kamu ve Özel Kesimde Sağıksız Borçlanma ve Yatırımlar	11
2.2.5. İktisat (Para-Kur-Maliye) Politikalarında Başarısızlıklar	11
2.2.6. Asimetrik Enformasyon, Ahlakı Bozulma, Ters Seçim.....	12
2.2.7. Yıkıcı Spekölasyonlar ve Manipölasyonlar	12
2.2.8. Finansal İstikrarsızlık, Finansal Balonlar	13
2.2.9. Reel ve Finansal Sektör Bilançolarının Bozulması	13
2.2.10. Kritik İktisadi Değişkenlerde Dengeden Sapmalar	14
2.2.11.Belirsizlik ve Yatırımcı Psikolojisinde Bozulma	14
2.2.12. Kurumsal ve Politik Faktörler.....	14
2.3. FİNANSAL KRİZLERİN OLUŞUMU VE FİNANSAL KRİZ TÜRLERİ	15
2.3.1. Finansal Krizlerin Gelişme Aşamaları.....	15
2.3.1.1. Döviz Krizi Öncesi Aşama	15

2.3.1.2. Döviz Krizi Aşaması	16
2.3.1.3. Finansal Kriz Aşaması	16
2.3.2. Finansal Kriz Türleri.....	17
2.3.2.1. Para (Döviz) Krizleri ve Açıklayıcı Modeller	18
2.3.2.1.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri	19
2.3.2.1.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri.....	34
2.3.2.1.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri.....	36
2.3.2.2. Bankacılık Krizleri ve Amprik Literatür	38
2.3.2.3. Dış Borç Krizleri ve Amprik Literatür	41
2.3.2.4. Sistemik Finansal Krizler ve Amprik Literatür	42
2.4. FİNANSAL KRİZLERİ AÇIKLAMAYA YÖNELİK YAKLAŞIMLAR.....	44
2.4.1.Monetarist Yaklaşım	46
2.4.2.Aşırı Borçluluk-Finansal İstikrarsızlık Yaklaşımı	48
2.4.3. Rasyonel Beklentiler Yaklaşım	51
2.4.4. Belirsizlik Yaklaşımı	52
2.4.5. Asimetrik Enformasyon ve Aracılık Maliyetleri Yaklaşım	53
2.4.6. Kredi Tayınması Yaklaşımı	57
2.5. FİNANSAL KRİZLERLE İLGİLİ KONJONKTÜR TEORİLERİ	58
2.5.1. K.Marx ve Finansal Kriz.....	58
2.5.2. T.Veblen ve Finansal Kriz.....	59
2.5.3. W. C. Mithcell ve Finansal Kriz	59
3. DÜNYA EKONOMİSİ VE TÜRKİYE EKONOMİSİNDE 1990 SONRASI FİNANSAL KRİZLER SEBEPLERİ VE SONUÇLARI..	61
3.1. DÜNYA EKONOMİSİNDE 1990 SONRASI SEÇİLMİŞ KRİZLER	61
3.1.1. 1992-93 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) Krizi	61
3.1.2. 1994-95 Meksika Krizinin Temel Sebepleri ve Sonuçları	63
3.1.3. 1997-98 Asya ve Rusya Krizinin Temel Sebepleri ve Sonuçları..	69
3.1.3.1.Asya Krizinin Sebepleri ve Sonuçları	69
3.1.3.2.Rusya Krizinin Sebepleri ve Sonuçları.....	78
3.1.4. 2008 Küresel Finansal Krizinin Sebepleri ve Sonuçları.....	83

3.2. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE 1990 SONRASI SEÇİLMİŞ KRİZLER.....	113
3.2.1. 1994 Krizinin Sebepleri ve Sonuçları.....	113
3.2.2. 2000-2001 Krizinin Sebepleri ve Sonuçları.....	122
3.2.3. 2008-2009 Küresel Krizinin Türkiye Ekonomisine Etkileri	146
3.2.4. Türkiye Ekonomisi 1990 Sonrası Krizlerinin Karşılaştırılması .	156
4.FİNANSAL KRİZLERİN EKONOMİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ, ÖNGÜRÜLMESİ VE FİNANSAL KRİZLERİN ÖNLENMESİNE YÖNELİK POLİTİKALAR	165
4.1. FİNANSAL KRİZLERİN EKONOMİ ÜZERİNE ETKİLERİ.....	165
4.1.1. Finansal Kurumlar Üzerine Etkileri	165
4.1.1.1. Finansal Kurumların Karlılığına Etkileri.....	165
4.1.1.2. Bankacılık Sektörüne Etkileri	166
4.1.1.3. Kurumsal Yapı ve Süreçlere Etkisi.....	166
4.1.1.4. Finansman Politikalarına Etkileri	167
4.1.2. Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkileri.....	167
4.1.2.1. Reel Döviz Kuru ve Faiz Oranı Üzerindeki Etkileri	167
4.1.2.2. Kredi Koşulları Üzerindeki Etkileri	168
4.1.2.3. Borsa Endeksleri Üzerindeki Etkileri.....	168
4.1.2.4. Cari Açık Üzerindeki Etkileri	169
4.1.2.5. Beklentiler Üzerindeki Etkileri	169
4.1.2.6. Sanayi Üretimi Üzerindeki Etkileri	170
4.1.2.7. GSYİH Üzerindeki Etkileri	170
4.1.2.8. Dış Ticaret Üzerindeki Etkileri	170
4.1.2.9. İstihdam Üzerindeki Etkileri.....	171
4.1.2.10. Yurt Dışı Finansmana Etkileri.....	171
4.1.2.11. Diğer Etkileri	171
4.1.3. İktisat Politikaları Üzerindeki Etkileri	172
4.1.3.1. Para Politikaları Üzerindeki Etkileri.....	172
4.1.3.2. Kur Politikaları Üzerindeki Etkileri.....	172
4.1.3.3. Maliye Politikaları Üzerindeki Etkileri.....	173

4.2. FİNANSAL KRİZLERİN ÖNCÜ GÖSTERGELERİ	173
4.2.1. Cari İşlemler Dengesi ve Kamu Bütçe Açığı	174
4.2.2. Döviz Kuru, Faiz Oranları ve Resmi Rezervler	174
4.2.3. Uluslararası Risk Endeksleri	174
4.2.4. Borsa Endeksleri, Altın Fiyatları ve Yatırımcı Beklentileri	175
4.2.5. Kurumsal Karlarda ve Bilançolarda Bozulma	175
4.3.FİNANSAL KRİZLERİN ÖNLENMESİNE YÖNELİK POLİTİKALAR	175
4.3.1.Finansal Sektörün Etkin Tasarımı, Denetimi ve Gözetimi	176
4.3.1.1. Sağduyulu Davranışların Yükseltilmesi	177
4.3.1.2. Risk Yönetiminin Etkinleştirilmesi.....	177
4.3.1.3. Büyük Kurumların Batmasının EtkinYönetilmesi	178
4.3.1.4. Düzenleyici/Denetleyici Kurumların Güçlü Olması.....	178
4.3.1.5. Düzenleyici/Denetleyici Kurumların Bağımsız Olması..	178
4.3.1.6. Denetleyici Kurumların Hesap Verebilir Olması.....	179
4.3.1.7. Kredi Verme Sürecinin Etkinleştirilmesi.....	179
4.3.2. Muhasebe Standartlar ve Raporlamada Etkinlik.....	179
4.3.3. Hukuki Düzenleme ve Süreçlerde Etkinlik	180
4.3.4. Piyasa Temelli Disiplinin Teşvik Edilmesi.....	180
4.3.5. Yabancı Banka Yatırımlarının Teşvik Edilmesi	181
4.3.6. Finansal Serbestleşme ve Sermaye Hareketlerinin Düzenlenmesi.....	181
4.3.7. Finansal Sektörde Özelleştirme	182
4.3.8. Dış Borç Yükü, Cari Açık ve Bütçe Açığının Dengelenmesi.....	182
4.3.9. Büyük Kurumların Batmasına İzin Verilmesi	183
4.3.10. Para Politikası, Döviz Kuru Etkinliği ve Fiyat İstikrarı	184
5.TÜRKİYE EKONOMİSİNDE 1990 SONRASI FİNANSAL KRİZLERİN PROBİT MODEL YAKLAŞIMIYLA EKONOMETRİK ANALİZİ.....	185
5.1. MODELİN İKTİSADİ VE EKONOMETRİK YAPISI.....	185
5.2. PROBİT MODELİN UYGULAMASI VE SONUÇLARIN DEĞERLENDİRİLMESİ .	196
6.SONUÇ VE POLİTİKA ÖNERİLERİ	204
7. KAYNAKÇA	209

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo-2.3.2.2.1 Birinci Ve İkinci Nesil Döviz Krizi Modeller Arasındaki Fark	36
Tablo-3.1.3.1 Doğu-Asya Ülkelerinde Makroekonomik ve Finansal Göstergeler ve Kırılganlık Düzeyleri.....	75
Tablo-3.1.3.2 Doğu Asya Ülkelerinde Seçilmiş Makroekonomik Göstergeler (%) ve Kırılganlıklar	76
Tablo-3.1.3.2.1 Rusya Krizinin Ortaya Çıkış Sürecinde Temel Olaylar	79
Tablo-3.2.1.1 Türkiye Ekonomisi 1994 Krizinde Cari İşlemler Dengesi Kalemleri (Mlyn\$).....	121
Tablo-3.2.1.2 Türkiye Ekonomisi 1994 Krizinde Sermaye Hareketleri, Rezervler ve Net-Hata Noksan Kalemleri (Mlyn\$).....	116
Tablo-3.2.2. 1 Türkiye Ekonomisi 2000/2001 Krizinde Cari İşlemler Dengesi Kalemleri	130
Tablo-3.2.2.2 Türkiye Ekonomisi 2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri, Rezervler Ve Net-Hata Noksan Kalemleri (Mlyn\$)	130
Tablo-3.2.3.1 Türkiye Ekonomisi 2008/2009 Krizinde Cari İşlemler Dengesi Kalemleri (Mlyn\$).	150
Tablo-3.2.3.2 Türkiye Ekonomisi 2008/2009 Krizinde Sermaye Hareketleri, Rezervler ve Net Hata Noksan Kalemleri(Mlyn\$).....	150
Tablo-3.2.4.1 Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Seçilmiş Kriz Dönemleri	156
Tablo-3.2.4.2 Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Kriz Dönemlerinde Daralma Yapısı	156
Tablo-3.2.4.3 Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Kriz Dönemlerinde Ödemeler Dengesi.....	157
Tablo-3.2.4.4 Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Seçilmiş Kriz Dönemlerinde Reel Ekonomik Göstergeler	157
Tablo-3.2.4.5 Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Seçilmiş Kriz Dönemlerinde Nominal Ekonomik Göstergeler	158
Tablo-3.2.4.6 Türkiye Ekonomisinde Seçilmiş Kriz Dönemlerinde Temel Ekonomik Göstergeler	158
Tablo-3.2.4.7 Dünya Ekonomisi Seçilmiş Kriz Dönemleri Ekonomik Göstergeler	160
Tablo-5.2.1 Sanayi Üretimi ADF Durağanlık Test Sonucu	196
Tablo-5.2.2 Bileşik Öncü Gösterge ADF Durağanlık Test Sonucu	197
Tablo-5.2.3 Reel Efektif Döviz Kuru ADF Durağanlık Test Sonucu	198
Tablo-5.2.4 İmkb-100 ADF Durağanlık Test Sonucu	199
Tablo-5.2.5 Cari İşlemler Dengesi Açığı ADF Durağanlık Test Sonucu	200
Tablo-5.2.6 ABD Doları (Tl/\$) ADF Durağanlık Test Sonucu	201
Tablo-5.2.7 Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizin Probit Model ile Tahmin Sonucu	202

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil-2.3.2.1.1.1 Sabit Ve Dalgali Kur Rejiminde π 'deki Değişimin Etkileri	21
Şekil-2.3.2.1.1.2 Dalgali Kur Rejiminde Dinamik Denge Durumu	24
Şekil-2.3.2.1.1.3 Sabit Döviz Kuru Rejiminde Dinamik Denge Durumu	26
Şekil-2.3.2.1.1.4 Dalgali Kur Rejimine Geçişte Beklenmedik Sermaye Kazançları	28
Şekil-2.3.2.1.1.5 Spekülatif Atakla Döviz Rezervlerinin Tükenmesi	30
Şekil-2.3.2.1.1.6 Döviz Krizine Yaklaşım	31
Şekil-2.3.2.1.1.7 Döviz Rezervleri, Para Arzı ve Döviz Kuru Seyri	33
Şekil-2.3.2.1.1.8 İkinci Nesil Para Krizlerinde Kendini Besleyen Tutarsızlık Dinamizmi.....	34
Şekil-2.3.2.2.1 Bankacılık Krizi Yaşayan Ülkelerin Yüzde Dağılımı	40
Şekil-2.3.2.4.1 Sistemik Finansal Krizlerin Oluşumu Ve Gelişimi	43
Şekil-2.4.1.1 ABD Ekonomisi İçin Para Arzı Ve Gelir (Smh) (Hareketli Standart Sapma,%).....	47
Şekil-2.4.5.1 Sanayileşmiş Ülkelerde Finansal İstikrarsızlığın Yayılması.....	55
Şekil-2.4.5.2 Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Finansal İstikrarsızlığın Yayılması	56
Şekil-2.4.6.1 Felaket Körlüğü “Disaster Myopia”	57
Şekil-3.1.2.1 Meksika 1994-95 Finansal Krizinin Oluşum Mekanizması	66
Şekil-3.1.2.2 Meksika 1994-95 Finansal Krizinde Dolar Kuru	67
Şekil-3.1.2.3 Meksika 1994-95 Finansal Krizinde Enflasyon Oranı	68
Şekil-3.1.2.4 Meksika 1994-95 Finansal Krizinde Portföy Yatırımları	68
Şekil-3.1.2.5 Meksika 1994-95 Finansal Krizinde GSYİH (%)	73
Şekil-3.1.3.1 Sermaye Ve Finansman Hesabı Dengesinin GSYİH'ya Oranı (%).....	71
Şekil-3.1.3.2 Reel GSYİH Büyümesi (%).....	72
Şekil-3.1.3.3 Reel Efektif Döviz Kuru (1997.01=100).....	72
Şekil-3.1.3.4 Özel Sektöre Yönelik Kredi Büyümesi	73
Şekil-3.1.3.5 Nominal Döviz Kurları (Yerli Para/\$).....	73
Şekil-3.1.3.6 Özel Sektöre Reel Kredi Büyümesi (%)	74
Şekil-3.1.3.2.1 Rusya Ekonomisinde Ticaret Dengesi (USD,Mlyn\$).....	80
Şekil-3.1.3.2.2 Rusya Ekonomisi Enflasyon-Tüfe (%)	81
Şekil-3.1.3.2.3 Rusya Ekonomisi Döviz Kuru (Ruble/\$)	81
Şekil-3.1.3.2.4 Rusya Ekonomisi Ödünç Verme Faizi (%)	82
Şekil-3.1.3.2.5 Rusya Ekonomisi Borsa Endeksi (Günlük, 1995, 1 Eylül=100).....	82
Şekil-3.1.3.2.6 Rusya Ekonomisi Reel GSYİH Büyümesi (Yıllık,%)	83
Şekil-3.1.4.1 ABD Ekonomisinde 19.yy 20.yy Başında Finansal Krizlerin Oluşum Mekanizması ..	86
Şekil-3.1.4.2 Mortgage Kredi Krizinin Likidite Krizine Dönüşüm Süreci	90
Şekil-3.1.4.3 Mortgage Piyasasının İşleyişi	92
Şekil-3.1.4.4 Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymetleştirme Sürecinin İşleyişi	93
Şekil-3.1.4. 5 Subprime Mortgage Kredileri Risk Haritası	94
Şekil-3.1.4. 6 ABD Merkez Bankası Politika Faiz Oranları (%)	97
Şekil-3.1.4.7 ABD Gayrimenkul Piyasası Performansı (Yıllık, %).....	98

Şekil-3.1.4.8 Özel Sektöre Açılan Banka Kredilerinin Oranı (Yıllık,%)	98
Şekil-3.1.4.9 Seçilmiş Ülkelerin Kredi İflas Takas (Cds) Spreadleri (Baz Puan)	99
Şekil-3.1.4.10 Cds Piyasa Büyüklükleri (2001 – 2008, Trilyon ABD Doları).....	99
Şekil-3.1.4.11 ABD’de Toplam Hanehalkı Ve Mortgage Kredileri	100
Şekil-3.1.4.12 ABD Konut Kredisi Borcu Ve Konut Yatırımlar	100
Şekil-3.1.4.13 ABD Cari İşlemler Dengesi (% ,Yıllık).....	106
Şekil-3.1.4.14 ABD Reel Döviz Kuru (2004,01=100).....	106
Şekil-3.1.4.15 Nominal ABD Varlık Fiyatları Ve Reel Faiz Oranları.....	107
Şekil-3.1.4.16 Politika Faiz Oranları.....	107
Şekil-3.1.4.17 Reel GSYİH Yıllık Büyüme Oranları.....	108
Şekil-3.1.4.18 ABD Faiz Oranlarının Dönem Yapısı.....	108
Şekil-3.1.4.19 Küresel Cari İşlemler Dengesi (Milyar Us \$......	109
Şekil-3.1.4.20 Küresel Cari İşlemler Dengesi (Milyar Us \$).....	109
Şekil-3.1.4.21 Seçilmiş Asya Ülkelerinin Reel Döviz Kurları.....	110
Şekil-3.1.4.22 Seçilmiş Asya Ülkelerinin Reel Döviz Kurları.....	110
Şekil-3.1.4.23 Uzun Dönem Faiz Oranları.....	111
Şekil-3.1.4.24 Uzun Dönem Faiz Oranları.....	111
Şekil-3.1.4.25 Seçilmiş Euro Bölgeleri Cari İşlemler Dengesi.....	112
Şekil-3.1.4.26 Seçilmiş Euro Bölgeleri Cari İşlemler Dengesi.....	112
Şekil-3.1.4.27 ABD, Almanya Ve Japonya Sanayi Üretimi (Yıllık,%).....	114
Şekil-3.1.4.28 Nafta, Oecd, Avrupa Ve Oecd+Büyük Ekonomi Sanayi Üretim Düzeyleri.....	115
Şekil-3.1.4.29 Dünya Ekonomisi Ticaret Göstergeleri (Yıllık,%).....	116
Şekil-3.1.4.30 Küresel Krizin Gelişmiş Ve Gelişmekte Olan Ülkeler Gsyih Büyüme Oranlarına Etkileri.....	117
Şekil-3.2.1.1 Türkiye Ekonomisi Cari İşlemler Ve Dış Ticaret Dengesi (Mlyn,\$).....	117
Şekil-3.2.1.2 Türkiye Ekonomisi Cari Açık/GSYİH ve Rezerv/Dış Borç Göstergeleri.....	118
Şekil-3.2.1.3 Türkiye Ekonomisi Kamu Kesimi Borçlanma Yapısı (%’De Gsyih)	119
Şekil-3.2.1.4 Türkiye Ekonomisi GSYİH Büyümesi (Yıllık,%) Ve Resesyon Dönemleri	120
Şekil-3.2.1.5 Türkiye Ekonomisi Üretim Göstergeleri (Yıllık%) Ve Resesyon Dönemleri.....	121
Şekil-3.2.2.1 Türkiye Ekonomisi Cari İşlemler Açığı Ve Dış Ticaret Dengesi (Mlyn \$)	131
Şekil-3.2.2.2. Türkiye Ekonomisi Doğrudan, Portföy Ve Diğer Yatırımlar (Mlyn \$)	132
Şekil-3.2.2.3. Türkiye Ekonomisi Rezerv Varlıklar Ve Net Hata Noksan Kalemleri (Mlyn \$).....	133
Şekil-3.2.2.4. Türkiye Ekonomisi Döviz Kurları Ve Altın (Yıllık, %)	134
Şekil-3.2.2.5. Türkiye Ekonomisi İMKB-100 Ve İnterbank Faiz Oranları (Yıllık, % Değişim).....	135
Şekil-3.2.2.6. Türkiye Ekonomisi Dış Borç Göstergeleri (Yıllık, %)	136
Şekil-3.2.2.7. Türkiye Ekonomisi Kamu Kesimi İç Borç Kalemleri (Yıllık, %)	137
Şekil-3.2.2.8. Türkiye Ekonomisi İmalat Sanayiinde Çalışanlar (Yıllık, %)	138
Şekil-3.2.2.9. Türkiye Ekonomisi Kamu Kesimi Borçlanma Yapısı (%’De Gsyih)	139
Şekil-3.2.2. 10. Türkiye Ekonomisi Yurt İçi Kredi Hacmi (%’De Gsyih).....	140
Şekil-3.2.2.11. Türkiye Ekonomisi Para Arzı, Enflasyon Ve GSYİH Büyüme Oranları (%)	141
Şekil-3.2.2.12. Türkiye Ekonomisi Dış Borç Riski Göstergeleri (%).....	142
Şekil-3.2.2.13. Türkiye Ekonomisi İhracat Ve İthalat Değer Endeksleri (2000=100)	143
Şekil-3.2.2.14. Türkiye Ekonomisi Üretim Göstergeleri (Yıllık,%) Ve Resesyon Dönemleri.....	144
Şekil-3.2.2.15. Türkiye Ekonomisi GSYİH (Yıllık,%) Ve Resesyon Dönemleri.....	145

Şekil-3.2.3.1 Gelişmekte Olan Ülkeler Ve Türkiye Risk Primleri	147
Şekil-3.2.3.2 Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkeler Ve Türkiye İçin Finansal Stres Endeksleri	148
Şekil-3.2.3.3 Türkiye Ekonomisi Cari İşlemler Ve Yabancı Finansal Yatırımlar (Mlyn,\$)	149
Şekil-3.2.3.4 Türkiye Ekonomisi Finansal Göstergeleri (Yıllık,%)	151
Şekil-3.2.3.5 Türkiye Ekonomisi Dış Ticaret Ve Cari İşlemler Dengesi (Yıllık,%)	152
Şekil-3.2.3.6 Türkiye Ekonomisi Resesyon Dönemleri Ve Gsyih (Yıllık,%).....	153
Şekil-3.2.3.7 Türkiye Ekonomisi Resesyon Dönemleri Ve Kritik Göstergeler (Yıllık,%)	154
Şekil-3.2.3.8 Türkiye Ekonomisi GSYİH Ve Sektörel Kalemler (Yıllık,%)	155
Şekil-3.2.4. 1 Dünya Ekonomisi ve Türkiye Ekonomisi Seçilmiş Kriz Dönemleri Seçilmiş Ekonomik Göstergeler	165
Şekil-3.2.4. 2 Türkiye Ekonomisi Seçilmiş Kriz Dönemleri Ekonomik Göstergeler (Yıllık %).....	167
Şekil-3.2.4. 3 Türkiye Ekonomisi Seçilmiş Kriz Dönemleri ve Ekonomik Göstergeler (Yıllık %).....	168
Şekil-3.2.4. 4 Türkiye Ekonomisi Seçilmiş Kriz Dönemleri Ekonomik Göstergeler (Yıllık %).....	169
Şekil-3.2.4. 5 Türkiye Ekonomisi Resesyon Dönemleri ve GSYİH.....	170
Şekil-5.2.1 Türkiye Ekonomisinde GSYİH (%Yıllık) Ve Resesyon Dönemleri.....	187
Şekil-5.2.2 Türkiye Ekonomisinde Reel Efektif Döviz Kuru (%Yıllık) Ve Resesyon Dönemleri ...	188
Şekil-5.2.3 Türkiye Ekonomisinde Bileşik Öncü Gösterge (%Yıllık) Ve Resesyon Dönemleri	189
Şekil-5.2.4 Türkiye Ekonomisinde Sanayi Üretimi (%Yıllık) Ve Resesyon Dönemleri.....	190
Şekil-5.2.5 Türkiye Ekonomisinde İMKB-100 (%Yıllık) Ve Resesyon Dönemleri	191
Şekil-5.2.6 Türkiye Ekonomisinde Seçilmiş Ekonomik Göstergeler Resesyon Dönemleri.....	192
Şekil-5.2.7 Türkiye Ekonomisinde ABD Dolar Kuru(Tl/\$, %Yıllık) Ve Resesyon Dönemleri	193
Şekil-5.2.8 Türkiye Ekonomisinde Cari İşlemler Dengesi (Mlyn\$) Ve Resesyon Dönemleri	194
Şekil-5.2.9 Türkiye Ekonomisinde Net Uluslararası Rezervler (Yıllık%) Ve Resesyon Dönemleri	195
Şekil-5.2.10 Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizin Probit Model ile Tahmin Sonucu.....	203

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birlesik Devletleri
ADF	Augmented Dickey-Fuller Test, Genişletilmiş Dickey-Fuller Testi
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
CDO	Collateralized Debt Obligations-Teminatlandırılmış Borç Yükümlölükleri
CDS	Credit Default Swap-Kredi Temerrüt Swapları
CİD	Cari İşlemler Dengesi
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
ECU	European Currency Unit, Avrupa Para Birimi,
EMBI	Emerging Market Bond Index, Yükselen Piyasalar Tahvil Endeksi
EMS	European Monetary System, Avrupa Para Sistemi
FED	Federal Reserve Bank - ABD Merkez Bankası
GSYİH	Gayri Safi Yurt İç Hâsıla.
IMF	International Monetary Fund - Uluslararası Para Fonu
IMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development – Ekonomik İşbirliği Ve Kalkınma Teşkilatı
TBB	Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TDK	Türk Dil Kurumu
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
VIX	Volatility Index-Volatilite Endeksi

1.GİRİŞ

Dünya ekonomisinde kapitalizmle birlikte güçlenen küreselleşme ve rekabet yapısı, ülkeler bazında ve dünya ekonomisi genelinde birçok fırsat ve tehditleri beraberinde getirmektedir. Bu tehditlerden birisi de, başta küreselleşme sürecine entegre olmaya çalışan ülkeler olmak üzere kapitalist sistemin küreselleşen merkez ve çevre çarklarında görülen finansal ve ekonomik krizlerdir. Krizler kaynağı ne olursa olsun, ülkeler ve dünya ekonomisi üzerinde sosyal, ekonomik ve siyasi olarak önemli sonuçları olmaktadır. Bu çerçevede krizlerin türlerine göre sebepleri, yayılma mekanizmaları ve yarattıkları sonuçların incelenerek modellenmesi ve tekrar oluşumlarının engellenmesi için uygun politika tasarımlarının yapılması hem ülke ekonomileri hem de dünya ekonomisi için son derece önemlidir.

Bu bağlamda tezin temel amacı, finansal kriz teorilerini, dünya ekonomisi ve Türkiye ekonomisinde 1990 sonrası ortaya çıkan finansal krizlerin temel sebep ve sonuçları bağlamında incelemek, Türkiye ekonomisinde finansal krizleri Probit model yardımıyla modellemek, finansal krizlerin öngörülmesi ve önlenmesine yönelik politika önerileri geliştirmektir.

Bu sebeple tezin ikinci bölümünde, finansal krizlerin tanımlanması, sınıflanması, finansal krizlere yol açan faktörler, birinci, ikinci ve üçüncü nesil döviz krizi modelleri ve finansal krizleri açıklamaya yönelik yaklaşımlardan monetarist yaklaşım, aşırı borçluluk-f finansal istikrarsızlık hipotezi, rasyonel beklentiler yaklaşımı, belirsizlik yaklaşımı, asimetrik enformasyon ve aracılık maliyetleri yaklaşımı, kredi tayinlaması yaklaşımı incelenmiştir. Diğer yandan, finansal krizlerin iktisadi konjonktür teorileri ilişkisi bağlamında, Marx, Veblen ve Mitchell'in geliştirdikleri yaklaşımlar analiz edilmiştir.

Tezin üçüncü bölümünde, dünya ve Türkiye ekonomisinde 1990 sonrası seçilmiş finansal krizler sebepleri ve sonuçlarıyla incelenmiştir. Bu çerçevede, Avrupa döviz kuru mekanizması (ERM) krizi, Meksika krizi Asya ve Rusya krizi, 2008-2009 küresel finansal krizlerinin sebepleri, sonuçları, krizin yayılma mekanizmaları, etkileri ve krizden çıkış için uygulanan politikalar çerçevesinde incelenmiştir. Diğer yandan, Türkiye ekonomisinde 1990 sonrası 1994, 2000-2001 ve 2008-2009 küresel finansal krizlerinin sebepleri ve sonuçları, krizin Türkiye ekonomisini etkileme kanalları, krizin

finansal ve reel sektör üzerine etkileri, Türkiye’de küresel krize karşı uygulanan politikalar ve etkinlikleri, Türkiye ekonomisi temel dengeleri ve göstergeleri bağlamında incelenmiştir.

Tezin dördüncü bölümünde, finansal krizlerin ekonomi üzerindeki etkileri, öngürülmesi ve finansal krizlerin önlenmesine yönelik politikalar incelenmiştir. Bu çerçevede, finansal krizlerin ekonomi üzerine etkilerinde, finansal kurumlar üzerine, finansal kurumların karlılığına, bankacılık sektörüne, kurumsal yapı ve süreçlere, finansman politikalarına etkileri analiz edilmiştir. Makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkileri, reel döviz kuru ve faiz oranı, kredi koşulları, borsa endeksleri, cari açık, beklentiler, sanayi üretimi, GSYİH, dış ticaret, istihdam, yurt dışı finansmana etkileri çerçevesinde incelenmiştir. İktisat politikaları üzerindeki etkileri, para politikaları, kur politikaları, maliye politikaları çerçevesinde incelenmiştir. Finansal krizlerin öncü göstergeleri çerçevesinde cari işlemler dengesi ve kamu bütçe açığı, döviz kuru, faiz oranları ve resmi rezervler, uluslararası risk endeksleri, borsa endeksleri, altın fiyatları ve yatırımcı beklentileri, kurumsal karlarda ve bilançolarda bozulma çerçevesinde incelenmiştir. Finansal krizlerin önlenmesine yönelik politikalar çerçevesinde, finansal sektörün etkin tasarımı, denetimi ve gözetimi, sağduyulu davranışların yükseltilmesi, risk yönetiminin etkinleştirilmesi, büyük kurumların batmasının etkin yönetilmesi, düzenleyici/denetleyici kurumların güçlü olması, düzenleyici/denetleyici kurumların bağımsız olması, denetleyici kurumların hesap verebilir olması, kredi verme sürecinin etkinleştirilmesi, muhasebe standartları ve raporlamada etkinlik, hukuki düzenleme ve süreçlerde etkinlik, piyasa temelli disiplinin teşvik edilmesi, yabancı banka yatırımlarının teşvik edilmesi, finansal serbestleşme ve sermaye hareketlerinin düzenlenmesi, finansal sektörde özelleştirme, dış borç yükü, cari açık ve bütçe açığının dengelenmesi, büyük kurumların batmasına izin verilmesi, para politikası, döviz kuru etkinliği ve fiyat istikrarı çerçevesinde incelenmiştir.

Tezin ekonometrik analiz uygulamasında, Türkiye ekonomisinde 1990 sonrası finansal krizlerin probit model yaklaşımıyla ekonometrik analizi yapılarak, ekonometrik model sonuçları değerlendirilmiş, krizlerin önlenmesinde politika önerileri sunulmuştur.

2.FİNANSAL KRİZLER ve FİNANSAL KRİZLERİ AÇIKLAMAYA YÖNELİK YAKLAŞIMLAR

2.1. Reel ve Finansal Sektörde Krizler ve Tanımlar

Tezin ana teması iktisadi sistemde finansal kriz olması sebebiyle, öncelikle kriz kavramı üzerine temel tanımlara yer verilecektir. Kriz kelimesinin, sözlük anlamlarına baktığımızda, Compact Oxford English Dictionary'¹a göre, Yunanca'da "krisis" 'decision=karar', krinein'dan 'decide=karar verme' anlamlarına gelen kriz, "önemli bir zorluk ve tehlike dönemi" olarak tanımlamaktadır. Türk Dil Kurumu (TDK)², krizin genel anlamlarından birisi, "buhran", "Bir ülkede veya ülkeler arasında, toplumun veya bir kuruluşun yaşamında görülen güç dönem, bunalım, buhran" olarak tanımlamaktadır. Aktan'ın (2004)³ krizle ilgili görüşleri şu şekildedir:

"Kriz, önceden bilinmeyen ya da öngörülemeyen bazı gelişmelerin makro düzeyde devlet; mikro düzeyde ise firmaları ciddi olarak etkileyecek sonuçlar ortaya çıkarmasıdır. Sadece ani ve beklenmedik bir anda ortaya çıkan olumsuz gelişmeleri kriz olarak adlandırmak doğrudur. Yoksa normal süreç içerisinde ortaya çıkan her sorun kriz demek değildir. Kriz, bu açıdan beklenmedik biçimde ortaya çıkan "ciddi bir sorun" olarak düşünülmelidir. Rutin gelişmeler ve sorunlar "kriz" değildir. Krizin en önemli özelliği önceden tahmin edilemeyen ya da bilinmeyen bir anda ortaya çıkmasıdır. Krizin bir diğer önemli özelliği, kişiler ve organizasyonlar için hem bir tehlike ve tehdit oluşturmaları, hem de yeni fırsatlar yaratmasıdır. Bu anlamda kriz, genellikle düşünüldüğü gibi tamamen "negatif" karakter taşıyan bir kavram değildir. Krizler, kısa ya da uzun süreli olabilirler. Krizlerin organizasyonlar üzerindeki etkisinin kısa ya da uzun sürmesi, organizasyonun krize karşı koyabilecek tedbirleri zamanında almasına ve uygulamasına bağlıdır. Nihayet, krizlerin bir diğer özelliği bir bulaşıcı hastalık gibi yayılma etkisi göstermesidir. Herhangi bir organizasyonda ortaya çıkan bir kriz diğer sektörleri de etkisi altına alabilir. Ya da bir organizasyonda yaşanan krizler, bu organizasyonla ilişki içerisinde olan diğer organizasyonları da krize sokabilir."

Uygur (2001)⁴un ifade ettiği gibi finansal kriz konusunda şu görüş genel kabul görür; krizin ortamı ve göstergeleri vardır ama krizin kesin olarak olacağını söylemek ve hele krizin zamanını öngörmek mümkün değildir. Dornbusch'un deyiimiyle, "Kriz ancak patladığında görülür." Zaten krizin kesin olduğu ve ne zaman olacağı

¹Compact Oxford English Dictionary, "crisis", http://www.askoxford.com/concise_oed/crisis?view, Erişim Tarihi: Eylül-2009

² Türk Dil Kurumu, "Krizi" <http://tdkterim.gov.tr/bts/?kategori=verilst&kelime=kriz&ayn=tam>, Erişim Tarihi: Kasım-2009,

³ Aktan, C.Can (2004) "Ekonomik Kriz" , Yeni Türkiye Dergisi, www.canaktan.org/yonetim/kriz-yonetim/genel-olarak.htm, Erişim Tarihi: Kasım-2009

⁴ Uygur, Ercan. (2001) "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri" Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 2001/1,<http://www.tek.org.tr>, Erişim Tarihi: Kasım-2009

öngörülebilse, gerekli önlemler alınır, kriz önlenir, yani kriz olmaz. Ayrıca bilinir ki, finansal krizdeki baskı ve gerginlik, güvensizlik ve panikten kaynaklanır.

Tüm sistemler, süreçler ve organizmaların kendi varoluş süreçleri ve amaçlarına uygun bir şekilde çalışmaları ideal durum olmasına karşın, bu sistemler, süreçler ve organizmalar işleyiş koşulları bazen beklenmedik olumsuz etkilenmelere maruz kalabilir. Bu durumda, sistemler, süreçler ve organizmaların işleyişlerinde bir krize/bunalıma girdiği kabul edilir. Krizlerin kaynağı, sistemler, süreçler ve organizmaları etkileme süreçleri ve sonuçları farklılıklar arzedebilir.

Dünyadaki tüm alanlardaki sistemler, organizmalar gibi, iktisadi sistemler ve ekonomilerin de bireylerin ve toplumların refahına katkı sağlayacak şekilde işlemeleri ideal bir durum olmasına karşın, gerçek yaşamda iktisadi sistemler ve ekonomilerin işleyişinde beklenmedik ve sistemin işleyişini önemli ölçüde olumsuz etkileyecek durumlarla karşılaşılabilir. Genel kriz tanımından hareketle, iktisadi sistem ve alt bileşenlerinde ortaya çıkan krizi şu şekilde tanımlayabiliriz:

İktisadi sistem veya alt bileşenlerinin işleyişinde beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan ve sistemin işleyişini önemli ölçüde olumsuz etkileyen durum.

İktisadi krizin kaynağı çok çeşitli sebeplere bağlı olabileceği gibi, iktisadi sistemin herhangi bir alt bileşeninden başlayıp genel sisteme yayılabilir veya sınırlı kalabilir. Diğer yandan kriz, sistemdeki aksakların farkedilmesi ve sistemin daha güçlü hale getirilmesi gerektiğini göstermesi açısından da bir yenilenme fırsatı olarak da görülebilir.

İktisadi sorunların çözümüne yönelik olarak farklı iktisadi sistemler geliştirilmiştir. Analizimizde kapitalist sistem ve karma ekonomik sistemi yansıtan, piyasa ekonomisindeki iktisadi ve finansal krizlerin incelenmesine odaklanılacaktır. Piyasa ekonomisinde, piyasaları çeşitli kriterlere göre alt sistemlere ayırabiliriz. Bu ayrımlardan birisi, piyasa ekonomisinin, reel ve finansal sektör olarak ikiye ayrılmasıdır. Reel sektör, toplumsal refahı iyileştirmek için gerekli olan reel mal ve hizmetlerin üretimini gerçekleştirirken, finansal sektör, reel sektörün faaliyetlerini sürdürebilmesi için gerekli olan finansal kaynakların tedarikine ve arz edilmesine yardımcı olur. Bu alt sistemlerinde toplumsal refahı artıracak şekilde çalışması ideal durum olurken, bu alt sistemlerde de beklenmedik ve sistemin işleyişini önemli ölçüde etkileyecek durumlarla karşılaşılabilir. Bu durumda reel ve/veya finansal sektörde

krizden söz edebiliriz. O halde reel sektörde krizi, reel sektör faaliyetlerinin işleyişini beklenmedik ve önemli ölçüde olumsuz etkileyen bir durum olarak tanımlayabiliriz. Aynı şekilde, finansal sektörde krizi, finansal sektör faaliyetlerinin işleyişini beklenmedik ve önemli ölçüde olumsuz etkileyen bir durum olarak tanımlayabiliriz. Bu bölümde temel amacımız, finansal krizlerle ilgili teorilere girmeden önce, reel ve finansal sektördeki krizlerin kavramsal düzeyde tanımlanması, sınıflanması ve genel hatlarıyla sebeplerinin ortaya çıkarılması ve yayılma mekanizmalarının incelenmesidir.

Piyasa Ekonomisinde Reel Sektörde Ekonomik Kriz

Piyasa ekonomisinde daha önce belirtildiği gibi reel sektörün temel amacı, bireysel ve toplumsal refahı iyileştirmek için gerekli olan reel mal ve hizmetlerin üretimini sağlamaktır. Reel sektörün işlemesine etki eden temel faaliyetler, mal ve hizmetlerin üretimi, kaynakların dağılımı, üretime katılan faktörlerin üretimdeki paylarının bölüşümü ve üretilen mal ve hizmetlerin tüketimidir.

Reel sektör faaliyetleri içerisinde, üretim faaliyeti, kaynak dağılımı faaliyeti, bölüşüm ve tüketim faaliyetleri kendi içlerinde ve birbirleriyle olan etkileşimde etkin bir şekilde çalışmaları halinde sistemde sorun olmaz. Ancak bu faaliyetlerden herhangi birini önemli derecede etkileyecek beklenmedik bir olumsuzluk meydana gelirse ve diğer faaliyetleri olumsuz etkilerse bu durumda reel sektör krize girer. Üretim, kaynak dağılımı, bölüşüm ve tüketim faaliyetlerinde önemli sorunlar çıkar ve toplumsal refah olumsuz etkilenir. Dolayısıyla, daha önce tanımladığımız gibi, reel sektörde krizi, reel sektör faaliyetlerinin işleyişini beklenmedik ve önemli ölçüde olumsuz etkileyen bir durum olarak tanımlayabiliriz.

Reel sektör faaliyetlerini krize sürükleyecek sebepler, çalışmanın iktisadi konjonktür teorileri kısmında genel hatlarıyla incelenecektir. Ancak beklenmedik, maliyet, teknoloji, finansman, doğal afet vb faktörlerden kaynaklanan şoklar arz cephesinde bir şok/kriz yaratabilecek iken, iktisadi birimlerin iktisadi kararlarındaki yanlışlıklar kaynak dağılımında olumsuz etkilere yol açabilir. Diğer yandan iktisadi birimler arasındaki dengesiz güç dağılımı iktisadi kazançların bölüşümünde, gelir dağılımında ciddi olumsuz etkiler yaratabilir ve son olarak toplam talepte çeşitli sebeplerden dolayı beklenmedik daralmalar meydana gelebilir. Tüm bu temel faaliyet

alanlarında ortaya çıkabilecek şoklar diğer faaliyetleri olumsuz etkileyebilir ve reel sektörü krize sokabilir.

Reel sektördeki krizler ve finansal sektördeki krizler karşılıklı olarak birbirlerini etkiler ve bir yerde herhangi bir sebeple başlayan kriz diğer sektöre önemli ölçüde sirayet eder ve tekrar diğer sektörü olumsuz etkileyerek karşılıklı etkileşimle derinlik kazanırlar.

Piyasa Ekonomisinde Finansal Sektörde Kriz

Finansal sektörün iktisadi sistemde temel işlevi, reel sektör faaliyetleri için gerekli olan finansmanı sağlamaktır. Bu sebeple finansal sektör, tüm kurumları, kuralları ve araçlarıyla reel sektör birimleri için finansman sağlama işlevine sahiptir. Ancak finansal sektördeki oyuncuların da temel amacı kendi kazançlarını maksimum etmek olması sebebiyle, yüksek rekabet ortamında faaliyet gösterirler. Bu sebeple, finansal sektör, reel sektörü finanse etmek için küresel ekonomi genelinde yoğun bir rekabet ortamında faaliyet gösterir. Ne var ki, finansal sektördeki iktisadi birimler, finansal yatırım karar süreçlerinde, küresel makroekonomik dengelerin dinamiklerini ve geleceğini her zaman ideal bir şekilde tahmin edemez. Diğer yandan iktisadi birimler arasında, aşırı kazanç hırsıyla, yüksek risklerin üstlenilmesi, ahlaki sapmaların, manipülasyonların ve aşırı spekülasyonların oluşması vb faktörlerin ortaya çıkması finansal sektörün işleyiş mekanizmalarını olumsuz etkileyerek finansal sistemde krizlere yol açabilir. Bu bağlamda, finansal sektörde kriz, finansal sektör faaliyetlerinin işleyişini, beklenmedik ve önemli ölçüde olumsuz etkileyecek durumların ortaya çıkması olarak tanımlanabilir. Finansal krizlerin kaynağı, finansal sektördeki, oyuncular, kurumlar, kurallar ve araçlar olabileceği gibi, reel sektör faaliyetlerinde karlardaki daralmalar da finansal sektör krizlerinin kaynağı olabilmektedir.

Finansal kriz ile ilgili literatürde yapılan tanımlar, temelde finansal sistemin temel işlevi olan reel sektöre fon sağlama işlevini yitirmesi üzerine odaklanmaktadır. Literatürdeki temel tanımlar aşağıdaki gibi özetlenebilir:

Micheal Bordo (1987)⁵, finansal krizi, beklentilerde bir değişim, bazı finansal kurumların iflasından duyulan korku, gayrimenkul veya likit olmayan varlıkların paraya çevrilme teşebbüsü vs. olarak tanımlamıştır.

Sundararajan ve Balino (1991)⁶, krizi, çok sayıda finansal kurumun borçlarının, varlıklarının piyasa değerlerini aşırı derecede aştığı, iflaslar ve portföy kaymalarının olduğu, bazı finansal kurumların çöktüğü, devlet müdahalesinin zorunlu olduğu bir durum olarak tanımlamaktadır.

Davis (1995)⁷, krizi, kredi dağılımının veya ödemelerin yapılmasının mümkün olmadığı, finansal sistemdeki büyük çöküş olarak tanımlamaktadır.

Schwartz (1995)⁸, finansal krizi, herhangi bir fiyattan ödemelerinin yapılmayacağı korkusuna dayandığını, nakit bulmak için, aşırı kamu müdahalesinin ortaya çıktığı, bankacılık sistemindeki rezerv sıkışıklığının ortaya çıktığı, bankaların verdiği kredileri geri çağırıp yeni kredileri vermediği ve varlıklarını sattığı bir durum olarak tanımlamıştır.

Mishkin (1996)⁹ asimetrik enformasyon teorisi çerçevesinde finansal krizi tanımlamıştır. Bu tanıma göre finansal kriz:

“Finansal piyasalarda, ters seçim ve ahlaki bozulma problemlerinin daha da artması sebebiyle, finansal piyasaların, fonları, en üretken yatırım fırsatları için etkin bir şekilde dağıtamadığı, doğrusal olmayan bozulmalardır.” Mishkin’e göre, finansal kriz, finansal piyasaların etkin bir şekilde işlevini yerine getirmesini engelleyerek, iktisadi faaliyetlerde keskin bir daralmaya yol açar.

Kindlerberger¹⁰ (2000), finansal krizleri, içerisinde etki-hacim ve küresel açıdan önemli derecede finansal krizlerin olduğu, iktisadi dalgalanmaların zirve dönemleriyle ilişkili olduğunu vurgulamıştır.

⁵ Bordo, M. (1987), “Financial Crises: Lessons Form History” 5. Uluslararası Garden Finans Konferansında sunulan tebliğ, aktaran Kindleberger, Charles P. (2000) Cinnet, Panik ve Çöküş Mali Krizler Tarihi, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, s.9

⁶ Sundararajan, V. And Balino, T. JT. (1991) Banking Crises: Cases and Issues, Washington DC: IMF. , aktaran Gup, Benton E. , (1998) Bank Failures in The Major Trading Countries Of The World: Causes And Remedies, Greenwood Publishing Group, s.7

⁷ Davis, E. P. (1995), Debt, Financial Fragility and Systemic Risk, revised and expanded edition, New york: Oxfor Univ. Press. aktaran Gup, Benton E. , (1998) Bank Failures in The Major Trading Countries Of The World: Causes And Remedies, Greenwood Publishing Group, s.117

⁸ Schwartz, A. (1995), “Systemic Risk and the Macroeconomy” in Kaufman, G.G. (ed) Research in financial Services, 7.19-30, Greenwich, JAI press aktaran Gup, Benton E. , (1998) Bank Failures in The Major Trading Countries Of The World: Causes And Remedies, Greenwood Publishing Group, s.7

⁹ Mishkin, Frederic S.(1996), “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective”, NBER Working Paper No. 5600, s.17

Kindlerberger (2000), Raymond Goldsmith'in tanımına bağılı olarak, finansal krizi, güzel bir kadına benzeterek, tanımlanması zordur ancak karşılaşıncı anlırsınız, şeklinde ifade etmiştir.¹¹ Devamında ise, finansal krizi, "finansal göstergelerin tümünün ya da çoğunun –kısa vadeli faizler ve varlıkların (hisse senedi, gayrimenkul, arsa) fiyatları, ticari iflaslar finansal kurumların başarısızlıkları–keskin, kısa ultra- döngüsel şekilde bozulmasıdır" şeklinde tanımlamıştır. Kindlerberger tanımda döviz problemlerini zorunlu olarak dışarda bıraktığını da vurgulamıştır.

Üşür (2009)¹², iktisadi kriz teorilerinin büyük bir kısmının "kriz" diye nitelenen olgunun belki sentaksını verebildiğini, ama gramerini verme noktasında şüpheli olduğunu belirtmiştir.

2.2. Finansal Krizlere Yol Açan Faktörler

Finansal krizlerin oluşmasında, pek çok faktör sözkonusudur. Bu faktörler, ülke ekonomisi veya küresel ekonomiden kaynaklanabildiği gibi, finansal sektör ve reel sektörden de kaynaklanabilir. Diğer yandan finansal krizlerin ortaya çıkmasında iktisadi sistemin içinde bulunduğu konjonktür, iktisadi oyuncuların davranışları, tercihleri, risk yönetimleri, ahlaki yapıları, iktisadi değişkenler arasındaki ilişkilerin dengesi, belirsizlik, spekülasyonlar, manipülasyonlar, kurumsal, politik faktörler ve ekonomi politikalarının yönetim ve koordinasyon başarısı gibi pek çok faktör sözkonusu olabilmektedir.

2.2.1. İktisadi Sistemde Konjonktürel Dalgalanmaların Etkisi

İktisadi sistemdeki faaliyetler dalgalanma gösterebilir. Bu dalgalanmalar, iktisadi büyümenin aşamalarına göre sınıflanabilir. Bu sınıflamada, ekonominin genişleme dönemi, bir zirveden, geçerek gerileme dönemi, gerilemeden durgunluğa geçiş, durgunlukta bir dip yaptıktan sonra ise tekrar toparlanmaya geçiş olarak sınıflanabilir. Bu dalgalanmalar tüm sistemi etkilediği için finansal sektörü de fazlasıyla etkileyecektir.

¹⁰ Kindleberger, Charles P. (2000) Cınnet, Panik ve Çöküş Mali Krizler Tarihi, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, s.6

¹¹Kindleberger, s.9

¹² Üşür, İşıya. "Kriz Bir "Kavram" Açıklama Notu" Mülkiyeliler Birliği Dergisi • Cilt: XXIII • Sayı: 214, 2009

Schwert (1989)¹³, ABD ekonomisinde, 1834-1987 dönemi için, hisse senetlerinin oynaklığının resesyon ve finansal kriz dönemlerinde arttığını ortaya koymuştur. İktisadi faaliyetlerin gerileme dönemlerinde hem reel sektör hem de finansal sektörde kar oranlarının azalması sebebiyle finansal krizlerin ortaya çıkma olasılığı daha da artmaktadır. Aynı şekilde iktisadi faaliyetlerin, konjonktürün zirve yaptığı dönemlerde finansal fiyat göstergelerinde balonların oluşması ve bu fiyat balonlarının patlama olasılığının artması sebebiyle finansal krizlerde artış eğilimi sözkonusu olacaktır.

Kaminsky-Reinhart (1999)¹⁴, bankacılık krizi ve döviz krizlerinin, ekonominin resesyona girdiği dönemlerde ortaya çıkabildiğini belirtmiştir. Resesyonların ise, döviz kurundaki aşırı değerlenmenin eşlik ettiği, kredi ve sermaye girişleri tarafından ateşlenen iktisadi faaliyetlerin zirve dönemini takiben ortaya çıktığını ifade etmişlerdir.

Aziz, Caramazza ve Salgado (2000)¹⁵ kriz öncesi ekonomilerin aşırı ısınmış bir aktivite düzeyinde olduğunu gözlemişlerdir. Genişleyici para politikası, güçlü yurtiçi kredi büyümesi, aşırı değerlenmiş döviz kuru ve çok durumda da yüksek enflasyon durumunun sözkonusu olduğunu belirtmiştir. Ekonominin artan bir finansal kırılganlık sergilediği, yükümlülüklerin arttığı, varlık fiyatlarının düştüğü, uluslararası rezervlerin azaldığı, bazı durumlarda dünya faiz oranlarının arttığı, dış ticaret hadlerinin bozulduğu ve sonuç olarak ekonominin krizlere açık hale geldiğini vurgulamışlardır.

2.2.2. Yapısal Ekonomik Sorunlar ve Finansman Açıkları

Gelişmekte olan ülkelerin iktisadi kalkınmayı sağlayabilmelerinde karşılaştıkları en önemli sorunların başında finansman yetersizliği gelmektedir. Gerek kamu kesimi gerekse özel kesimde fon açığının olması gerekse de döviz açığına bağlı olarak ortaya çıkan cari açık, sürekli bir kırılganlık kaynağı olarak kendini devam ettirmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin karşılaştığı bu finansman açığı, bu ülkelerin yurtdışında finansal kaynak sağlamalarını zorunlu hale getirmektedir. Ancak ülkelerin sahip oldukları temel yapısal ekonomik sorunlar sebebiyle uzun vadeli ve düşük maliyetli

¹³ Schwert (1989), Business Cycles, Financial Crises and Stock Volatility” NBER, Wp. No: 2957

¹⁴ Kaminsky, Graciela L. and M. Reinhart, Carmen. (1999), “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-Of-Payments Problems” The American Economic Review, Vol. 89, No. 3 pp. 473-500

¹⁵ Aziz, Caramazza ve Salgado (2000), “ Currency Crisis: In Search of Common Elements” IMF working paper, wp/00/67

kredi bulmaları mümkün olmamaktadır. Bu sebeple gelişmekte olan ülkeler, i ve dış finansal serbestleşmeye giderek, kısa vadeli, yüksek oynaklığa sahip sağlıksız kısa vadeli bir finansman yapısı ile finansman ihtiyaçlarını karşılamaktadırlar. Bu durumda bir yanda hem sağlıksız bir yapı sergileyen, küresel kısa süreli sermaye ile borç verenler diğer yanda, gelişmekte olan ülkelerdeki, hükümetlerin ve özel sektörün sağlıksız borçlanma yapısı, yapısal ekonomik sorunlar ve iktisat politikası hatalarıyla birleşince finansal krizlerin tetiğine basılmış olmaktadır.

2.2.3. Sağlıksız Finansal Serbestleşme ve Sermaye Akımları

Özellikle gelişmekte olan ülkelerin kalkınma süreçlerinde yurtiçi finansal kaynak yetersizliği ve baskı altına alınmış finansal sistem sebebiyle yurtiçi tasarruflarının düşük düzeyde kalmasına çözüm olarak McKinnon-Shaw (1973)¹⁶ tarafından gelişmekte olan ülkelerin yurtiçi ve yurtdışı yatırımcılar açısından finansal piyasaların serbestleştirilmesi önerilmiştir. Finansal serbestleşme, gelişmekte olan ülkelerin ihtiyaç duyduğu finansal kaynak ihtiyacını sağlama amacı açısından önemli olmasına karşın, bir yandan gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerine göre yapısal sorunları diğer yandan ise uluslararası sermaye hareketlerinin dengesiz, kısa süreli ve sağlıksız bir finansman imkânı sunması, finansal krizlerin ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Bu sebeple finansal serbestleşme sürecinin ekonominin yapısal sorunlarının çözümüne paralel olarak sağlıklı şekillendirmek, hem borç verenler hem de borç alanların sağlıklı bir finansman dengesinde olmalarını ve sürdürmelerini sağlamak, finansal istikrarsızlıkların ve finansal krizlerin önlenmesinde önemli bir role sahiptir. Aksi halde finansal istikrarsızlıklar ve finansal krizlerden kurtulmak mümkün olmayacaktır.

Mishkin (1999)¹⁷ ülkelerde finansal istikrarsızlığa yol açan faktörler içerisinde, finansal sektördeki oynaklık ve sermaye hareketlerinin önemli rolleri olsa da ülkelerin yapısal sorunlarının finansal istikrarsızlığın artmasına daha fazla etki ettiğini bu yüzden, gelişmekte olan ülkelerde, hükümetlerin sermaye hareketleri ve finansal sistemdeki

¹⁶McKinnon, Ronald I. (1973), “Money and Capital in Economic Development”, Washington. The Brookings Institution.

Shaw, E. (1973), “Financial Deepening in Economic Development”, New York. Oxford University Press.

¹⁷Mishkin, F.S. (1998), International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability. National Bureau of Economic Research Working Paper. 6390. s.18

oyunluktan daha fazla, ekonomideki yapısal sorunları çözmeye odaklanmalarının, finansal oynaklığa ise daha uygun politikalar üretmelerinin daha yerinde olacağını belirtmiştir.

2.2.4. Kamu ve Özel Kesimde Sağlıksız Borçlanma ve Yatırımlar

Daha önceki başlıklarda tartışıldığı gibi, özellikle gelişmekte olan ülkelerde hem kamu kesimi hem de özel kesimin finansman açığı süreklilik arz etmektedir. Bu durumda bir yandan finansman koşullarındaki kısa vadeli, yüksek maliyetli ve oynaklık arzeden sağlıksız, dengesiz yapı, diğer yandan ise bu koşullar altında borçlanmayı yapan gelişmekte olan ülkelerdeki kamu kesimi ve özel kesim kurumlarının bu finansal sermaye ile verimsiz, getirisi düşük, vade yapısı uyumsuz, ülkenin yapısal ve iktisat politikalarıyla ve küresel rekabet koşullarından uzak yatırımları, büyük ölçekli sağlıksız finansman ile birlikte sağlıksız yatırım girdabına dönüştüğünde finansal istikrarsızlık ve finansal krizler kaçınılmaz olmaktadır. Bu süreçte taraflar arasındaki asimetrik enformasyon, ahlaki tehlike ve ters seçim süreçleri ve eksik risk değerlemeleri, finansal istikrarsızlıkları, yatırımlardaki zararları ve finansal krizleri artırmaktadır.

2.2.5. İktisat (Para-Kur-Maliye) Politikalarında Başarısızlıklar

İktisadi sistemin işleyişinde gerek kamu gerekse de özel sektörün önemli rolleri söz konusudur. İktisat politikalarının, ekonominin sahip olduğu dinamiklere uygun olarak tasarlanması, yürütülmesi ve iktisadi oyuncuların beklentilerinin sağlıklı şekillendirilmesi, başta para politikası¹⁸ olmak üzere iktisat politikalarının başarısı, etkinliği ve güvenilirliği ve kredibilitesi açısından son derece önemlidir. Özellikle günümüzde finansal ve iktisadi krizlerin engellenmesi ve sona erdirilmesinde çok büyük role sahip olan, para politikası, döviz kuru politikası, maliye politikasının etkin tasarımı, uygulayıcı kurumların ve otoritelerin kredibilitesi yatırımcı güveni ve beklentileri açısından büyük öneme sahiptir. Özellikle, gelişmekte olan ülkelerin yapısal sorunları, kamu kesimi bütçe açığı, cari işlemler açığı, özel kesim finansman açığı

¹⁸ Para politikaları etkinlikleri için bkz.

Oktar, Suat. (1996), Merkez Bankalarının Bağımsızlığı, İstanbul: Bilim Teknik Yay.

Oktar, Suat (1998), Kuramda Ve Uygulamada Para Kurulu, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi, 1. Basım

Oktar, Suat., (1998), Enflasyon Hedeflemesi: Para Politikasının Güvenilirliği Ve Fiyat İstikrarı, İstanbul: Bilim Teknik Yay.

koşulları altında uygulanan iktisat politikaları sürdürülemez bir yapı arz etmektedir. Bu durum, finansal istikrarsızlıklar ve finansal krizlerin en önemli tetikleyicilerinin başında gelmektedir. Bu sebeple bu politikalar ne kadar etkin tasarlanır ve başarılı bir şekilde uygulanırsa, uygulayıcı kurumlar ne kadar nitelikli, şeffaf ve güvenilir olursa iktisadi politikaları ve iktisadi sistem o kadar başarılı olacaktır.

Diğer yandan politikaların eksik ve yanlış tasarımları ve uygulanması, yatırımcıların güvenleri ve beklentilerinin sağlıklı yönetilememesi, politika ve kurumların kredibilitesini olumsuz etkileyerek, finansal ve iktisadi krizlerin ortaya çıkması, derinleşmesi, yayılması ve uzunluğu açısından olumsuz etkiler yaratacaktır. Bu sebeple iktisat politikaları, uygulayıcı kurumların kalitesi ve başarısı iktisadi sistemin sağlıklı, etkin ve güçlü çalışmasına imkân verecektir.

2.2.6. Asimetrik Enformasyon, Ahlaki Bozulma, Ters Seçim

Asimetrik enformasyon¹⁹, iktisadi birimler arasındaki bilginin eşit olmayacak şekilde dağılmasıdır. Taraflar arasında bu eşitsiz bilgi dağılımı, iktisadi karar alma süreçlerinde yanlışlara yol açabilmektedir. Aynı şekilde, iktisadi birimlerin iş ahlakındaki bozulmalar taraflar arasında ters seçimlere yol açarak kaynak dağılımında Etkinsizliklere ve piyasada güven bunalımına yol açabilmektedir. Finansal sistemde de taraflar arasında, asimetrik enformasyon, ahlaki tehlike ve ters seçim sorunlarının sözkonusu olması, kaynak dağılımında, beklentiler ve güven açısından bozulmalar, finansal piyasalardan hareketle, ekonomi geneline yayılarak krizlere yola açabilecektir.

2.2.7. Yıkıcı Spekülasyonlar ve Manipülasyonlar

İktisadi faaliyetler içerisinde, iktisadi birimler kazanç fırsatlarını değerlendirmek için çabalamaktadır. Ne var ki, bazı durumlarda bireysel, çıkar uğruna yapılan riskli ve hileli işlemler, makroekonomi bazında büyük krizlere yol açabilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin kırılgan finansal sistemleri, iktisat politikaları, faiz ve kur politikaları üzerine küresel oyuncuların büyük ölçekli yıkıcı spekülasyonlar ve manipülasyonlar yapması, sadece bu ülkelerin krize girmesine yol açmakla kalmıyor, aynı zamanda küresel yayılma/bulaşma etkileriyle de küresel bir kriz haline

¹⁹ Mishkin, F.S. (1996), agm, s.38–43.

dönüşebiliyor. Bu sebeple, iktisadi birimlerin yıkıcı spekülasyon ve manipülasyonlardan uzak durmaları uzun dönemde kendi çıkarları ve genel ekonomi açısından daha kazançlı olacaktır. Aksi halde kısa dönemde yapılacak yıkıcı, hileli kazançlar, uzun dönemde aşırı zararlara yol açacak finansal krizlerin tohumları olabilmektedir. Bu bağlamda iktisadi birimlerin yapıcı spekülasyonlarla, verimsiz yapıları ortadan kaldırırken, uygulayacakları iktisadi kararları, kısa ve uzun dönemde evrensel iş ahlakıyla örtüşmelidir.

2.2.8. Finansal İstikrarsızlık, Finansal Balonlar

İktisadi sistemde, istikrar tüm iktisadi birimlerin gelecek planları ve iktisadi kararları açısından son derece önemlidir. Ancak iktisadi sistemde ortaya çıkan istikrarsızlıklar, iktisadi birimlerin beklentilerini olumsuz etkileyerek uzun vadeli yüksek katma değerli reel yatırımları engelleyerek, kısa vadeli spekülatif yatırımlara yönelmelerine yol açarak ekonomide yapay fiyat balonlarının oluşmasına imkan verecek ve finansal krizlerin temel sebebi olabilecektir. Bu sebeple, hem iktisadi ve siyasi istikrar hem de reel katma değer odaklı yatırımlar, yapay finansal fiyat balonlarından kaynaklanan kazançlara göre tüm iktisadi birimlerin uzun vadeli iktisadi kazançları için daha büyük bir öneme sahiptir.

2.2.9. Reel ve Finansal Sektör Bilançolarının Bozulması

Piyasa ekonomisinde iktisadi birimlerin temel amacı kendi çıkarlarını ve kazançlarını artırmaktır. Bu amaca ulaşmak için, iktisadi birimler diğer iktisadi birimlerle hem rekabet hem de işbirliği içerisinde bulunmaktadır. İktisadi birimler, işbirliği yaptığı birimlerin, rakiplerin ve diğer iktisadi birimlerin iktisadi yapılarını izlemek zorundadır. Bu izlemenin de yapılabileceği en temel yer, firmaların mali tablolarıdır. Ne var ki, bu mali tablolarda kötüleşme eğilimleri sistematik bir hal alması durumunda iktisadi birimlerin beklentileri bozularak, güvensizlik ve risk artacak, iktisadi birimlerin iktisadi faaliyetleri azalarak bir iktisadi krizin tetiklenmesi ortaya çıkabilecektir. Bu sebeple, hem reel hem de finansal sektörde faaliyet gösteren firmaların mali tablolarının iktisadi gücü hem iktisadi faaliyetlerdeki gerilemenin bir sonucu hem de sonrasında ortaya çıkabilecek finansal krizlerin bir sebebi

olabilmektedir. Özellikle bankacılık sektöründe mali tabloların bozulması finansal krizleri tetikleyen en önemli faktörlerin başında gelmektedir. Mali tablolarla ilgili önemli bir diğer nokta mali tabloların standartlarının, doğruluğunun ve şeffaflığının sağlanmasıdır.

2.2.10. Kritik İktisadi Değişkenlerde Dengeden Sapmalar

İktisadi faaliyetlerin genel gidişatını gösteren temel makroekonomik değişkenler, iktisadi birimlere ekonominin genel gidişatına dair ipuçları verecektir. İktisadi faaliyetlerin en önemli göstergelerinin başında, faiz oranları, döviz kurları, borsa endeksleri, cari işlemler dengesi, resmi rezerv dengesi, döviz açık pozisyonu gibi göstergeler gelmektedir. Bu göstergelerdeki önemli bozulmalar, iktisadi birimlerin beklentilerinin bozulmasına yol açarak artan bir finansal krize yol açabilecektir.

2.2.11. Belirsizlik ve Yatırımcı Psikolojisinde Bozulma

İktisadi birimler, iktisadi kararlarını oluştururken, karar-zaman ufkunun koşullarının belirli olmasını arzu ederler. Belirsizlik ise yatırımcı kararlarının, vade yapısını ve etkinliğini olumsuz etkiler. Diğer yandan, yatırımcı beklenti ve psikolojisi yatırımların yoğunluğunu ve etkinliğini belirleyecektir. Bu yüzden yatırımcı beklenti ve psikolojisinde ortaya çıkacak bozulmalar ekonomi geneline yayıldığında sürü psikolojisinden hareketle finansal sistem ve ekonomi genelinde krizlere yol açabilecektir.

2.2.12. Kurumsal ve Politik Faktörler

İktisadi faaliyetlerin gerçekleşmesi ve iktisadi sistemin işlemesi sürecinde, iktisadi sistemin temel bileşenleri olan kurumsal ve siyasi faktörlerin rolü büyüktür. Bu kurumsal ve politik faktörlerin niteliği ve etkinliği ne kadar yüksek olursa, sistemin işleyişi ve iktisadi faaliyetlerin etkinliği de daha yüksek olacaktır.

Özellikle iktisadi sistemde önemli rolü olan, ekonomi, finans, hukuk, siyaset ve bürokrasi alanındaki kurumsal yapılar, bunların işleyiş yapıları ve bunların hepsinden oluşan reel ve finansal iş ikliminin kalitesi ne kadar yüksek olursa, iktisadi birimlerin kararları, kaynak dağılımı daha etkin olacaktır. Diğer yandan yukarıda belirtilen

kurumsal ve politik yapıların kalitesi ve niteliği ne kadar yetersiz ve bozuk olursa, sistemde kitlesel yanlışlıkların yapılma olasılığı, sistemin sorunlarla başedebilme kalitesinde zayıflık yüksek olacağı için sistemde finansal ve küresel krizlerin ortaya çıkma olasılığı da o kadar yüksek olacaktır.

2.3. Finansal Krizlerin Oluşumu ve Finansal Kriz Türleri

2.3.1. Finansal Krizlerin Gelişme Aşamaları

Finansal krizlerin ortaya çıkma ve yayılma süreçleri, zamana, ekonominin içinde bulunduğu koşullara, iktisadi konjonktüre, kurumsal ve politik yapılara, iktisadi birimlerin tercihlerine vb pek çok faktöre bağlı olarak meydana gelmekte ve ekonomi geneline yayılma göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin oluşum evreleri çok çeşitli ve farklı aşamalar izleyebilmektedir. Mishkin (2001)²⁰, gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin gelişme aşamalarını şu şekilde sınıflamıştır:

- a.Finansal ve Reel Sektör Firmalarının Bilançolarında Bozulma,
- b.Döviz/Para Krizi
- c.Finansal Kriz

İlk aşamada finansal ve reel sektör firmalarının bilançolarında bozulmalar baş gösterir. Bu durum, döviz krizi oluşmasına yol açar. Döviz krizi finansal ve reel sektör firmalarının bilançolarında daha da derin bozulmalara yol açarak finansal krizin oluşmasına sebep olur.

2.3.1.1. Döviz Krizi Öncesi Aşama

Mishkin (2001)'e göre finansal krizlerin temel başlangıcı, bir yandan, yurtiçi ve yurtdışı finansal serbestleşmeye bağlı olarak, uluslararası kısa vadeli finansal sermaye akımları tarafından ortaya çıkan aşırı-ölçüsüz basiretsiz ve yüksek riskli fonlamanın ortaya çıkmasıdır. Düzenleme, izleme ve denetleme mekanizmalarının yetersizliği sebebiyle alınan kredilerin ödenmesinde karşılaşılan sorunlar, reel ve finansal sektör

²⁰ Mishkin, Frederic S. (2001), agm. s.8

bilançolarında bozulmalara yol açmaktadır. Reel ve finansal sektör bilançolarındaki bozulmalar ve kredilerin geri dönüşlerinde yaşanan sorunlar, bankacılık sektöründe krize yol açabilmektedir. Diğer yandan, hükümetlerin, yabancı finansal sermayeye cazip kazanç sunabilmek için sabit döviz kuru izlemesi döviz krizi risklerini artırmaktadır. Sürdürülemeyen mikro ve makroekonomik dengelerin sonuna yaklaşıldığında ise döviz krizlerine buradan ise finansal krize düşülmektedir.

Mishkin (2001)'e göre, alınan yüksek ölçekteki kredilerin, asimetrik enformasyon ve ahlaki tehlike sorunlarına bağlı olarak ters seçimlere yol açması, kredilerin verimsiz ve başarısız yatırım alanlarında kullanılması, belirsizlikteki artış, borsalardaki ve varlık fiyatlarındaki düşüş, ekonomi genelinde bir finansal krizin oluşumundan önceki son aşamadır.

2.3.1.2. Döviz Krizi Aşaması

Mishkin (2001)²¹'e göre, reel ve finansal sektör bilançolarında bozulmalar, ikinci aşama olan döviz krizi için temel faktördür. Merkez bankaları, zayıf bankacılık sistemi sebebiyle ulusal paranın değerini korumak için faizleri yükseltir, ne var ki bu durum bankaların bilançolarını daha da olumsuz etkiler. Diğer yandan, spekülâtörler, merkez bankalarının döviz kurunu korumaları için yeterli gücü olmadığını gördüklerinde spekülâtif ataklar yaparak döviz kurunu ve merkez bankalarının rezervlerini olumsuz etkilerler. Bu durumda bir döviz krizi ortaya çıkmış olur.

2.3.1.3. Finansal Kriz Aşaması

Mishkin (2001)'e göre, yukarıdaki süreçlere bağlı olarak döviz krizine maruz kalan bir ekonomide ortaya çıkan zincirleme diğer sorunlar, ülkeyi ekonomi geneline yayılan bir finansal krize sürükleyebilecektir. Bu sürecin temel mekanizmasında, spekülâtif ataklarla ortaya çıkan döviz krizi, bir yandan döviz yükümlülükleri olan reel ve finansal sektör firmalarını ödeme güçlüğü sorununa götürür, devamında reel ve finansal sektör bilançolarında bozulmalar büyük ölçekteki bankacılık krizlerini tetikler.

Bu aşamada uluslararası piyasalarda kredibilitesi kaybolan ve risk primi yükselen ülkeye yönelik finansman koşulları kötüleşir. Finansman maliyetlerinde artış

²¹ Mishkin, Frederic S. (2001), agm. s.10

ortaya çıkar. Bu durum likidite sorununa yol açarak finansal sistemin fonlama faaliyetlerinin iflasına yol açar. Diğer yandan dış finansman ve ithalat fiyatlarındaki enflasyonist beklentileri yükselterek, faiz oranlarında, finansman-kredi koşullarında ve ödemeler dengesindeki sorunları daha da artırır. Bu durumda ülke genelinde finansal sistemin fonlama işlevini yapamayacak hale geldiği bu yüzden reel sektör faaliyetlerinin de aksadığı ve ülkenin resesyona doğru yol aldığı bir iktisadi daralma süreci ortaya çıkar.

2.3.2. Finansal Kriz Türleri

Finansal krizlerin türlere ayrılması ise, finansal sistemi oluşturan temel kurumlar, temel değişkenler ve temel ilişkilerdeki bozulmalara bağlı olarak tanımlanmaktadır. Bu çerçevede finansal krizler dört grupta incelenmektedir²²:

- a)Döviz/Para Krizi (Currency Crisis):** Bir ülke parasına yapılan bir spekülasyon saldırısına bağlı olarak, ülke parasında önemli ölçüde resmi otoritenin devalüasyona gitmek zorunda kaldığı veya ülke parasının önemli ölçüde değer kaybettiği (sharp depreciation) veya ülkenin büyük ölçekli uluslararası rezervleriyle veya faizlerde keskin bir artışla parasını savunmaya çalıştığı krizlerdir.
- b)Bankacılık Krizi (Banking Crisis) :** Batma noktasına gelen veya gelme olasılığı olan bankaların, yükümlülüklerini/borçlarını, çevirme özelliklerini kaybettiği veya devletin büyük ölçekli müdahalelerle destek vermek zorunda kaldığı bir durumdur.
- c)Sistemik Finansal Krizler (Systemic Financial Crises) :** Finansal piyasaların, etkin bir şekilde işlevlerini yerine getiremeyecek şekilde ciddi bozulmalara maruz kaldığı ve sonucunda da reel ekonomiye büyük ölçekli zarar verdiği bir durumdur. Bir sistemik kriz, döviz krizini içerebilir, ancak bir döviz krizi tek başına, ödemeler dengesine zarar vermeyebilir. Bu sebeple döviz krizi, sistemik finansal krize eşdeğer değildir.

²² IMF (1998) “Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability” in Financial Crises: Causes And Indicators, World Economic And Financial Surveys World Economic Outlook, s.74-75

d)Dış Borç Krizi: Bir ülkenin, özel veya kamu sektörü borçlarını ödeyememesi durumudur.

Finansal krizlerin yukarda belirtilen bu türleri, birlikte veya karşılıklı etkileşim halinde birbirlerini tetikleyerek ortaya çıkabilir. Finansal sisteme, ekonomi geneline ve hatta küresel ekonomi geneline farklı mekanizmalar aracılığıyla yayılabilir.

2.3.2.1. Para (Döviz) Krizleri ve Açıklayıcı Modeller

IMF (1998)'in tanımladığı gibi, para krizi (currency crisis), bir ülke parasına yapılan bir spekülasyon saldırısına bağlı olarak, ülke parasında önemli ölçüde resmi otoritenin devalüasyona gitmek zorunda kaldığı veya ülke parasının önemli ölçüde değer kaybettiği (sharp depreciation) veya ülkenin büyük ölçekli uluslararası rezervleriyle veya faizlerin keskin bir artışla parasını savunmaya çalıştığı krizlerdir.

Kaminsky (2006)²³, 1970'den itibaren bir finansal krizler furyası başlayarak, gelişmekte olan ülkeler ve gelişmiş ülkelerde önemli iktisadi sorunlar yarattığını, bu krizlere bağlı olarak, spekülasyon atakları temelinde çeşitli teoriler geliştirildiğini belirtmiştir. Döviz krizi modelleri gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan döviz kurunda meydana gelen kırılmaları açıklamaya yönelik geliştirilmiş modellerdir. Gelişmekte olan ülkelerdeki krizlerin zamana, ülke koşullarına göre farklılıklar arzemesi, bunları açıklamaya yönelik modellerin de farklılaşmasına yol açmıştır. Diğer bir ifadeyle, tüm döviz krizlerini açıklamayı tek başına başarabilen bir model henüz geliştirilememiştir. Geliştirilen modeller üç grupta incelenmektedir. Bunlar:

- a) Birinci Nesil Döviz Krizi Modelleri
- b) İkinci Nesil Döviz Krizi Modelleri
- c) Üçüncü Nesil Döviz Krizi Modelleri

Krugman (2003)²⁴, döviz kuru krizlerinin merkezinde yer alan spekülasyon atakların, 1971'de Bretton Woods Sistem'ini, 1973'de Smithsonian Sistemini çökerttiğini belirtmiştir. Gelişmiş ekonomiler için ise, sabit döviz kuru sistemi durumunda sabit döviz kuru krizlerinin tekrar oluşabileceğini belirtmiştir. 1980'lerde

²³ Kaminsky, Graciela L. (2006) "Currency crises: Are they all the same?" Journal of International Money and Finance 25 503 e527

²⁴ Krugman, P. (2003), Economic Policy in the International Economy: Essays in Honor of Assaf Razin. Cambridge University Press.s.1-10

Latin Amerika'daki sabit döviz kuru sistemlerinin, spekülative ataklara hedef olması ve borç krizleriyle sonuçlanması, 1992-1993'de Avrupa Para Sistemi'nin sabit kuruna spekülative atakların krize yol açması, 1997-1998'de Asya'daki aşağı yukarı sabit olan döviz kurlarına yapılan spekülative atakların krizlere yol açması, sabit döviz kuru sistemlerinin, spekülativeörler için ne kadar cazip ve ekonomiler için ise ne kadar tehlikeli olduğunu göstermiştir. Şimdi bu modelleri yakından incelemeye başlayalım.

2.3.2.1.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri

Birinci nesil döviz krizi modelleri, Krugman (1979)²⁵ tarafından, -Salant ve Henderson (1978)²⁶'in altın gibi sınırlı arzı olan ve stokları hızla tükenen malların sabit fiyat altında tutulması durumunda spekülative atağa maruz kalarak fiyatının artacağı modelini- sınırlı döviz rezervine ve para arzı ile finanse edilen bütçe açığına sahip bir ekonomide, sabit döviz kuru rejiminin sürdürülemediği, spekülative ataklara maruz kalarak, sabit döviz kuru sisteminin terkedilerek döviz krizinin ortaya çıkacağı şeklinde modellenmiştir.

Razin (2003)²⁷, birinci nesil döviz krizi modellerinde, bütçe açığının olduğu bir ekonomide, sabit döviz kuru uygulanırken, bütçe açığının, para basarak finanse edilmesinin, merkez bankalarının döviz rezervlerinin tükenmesine yol açtığını, buna bağlı olarak spekülative ataklarla, rezervlerin tükenmesi sebebiyle sabit döviz kurunun desteklenemediğinin anlaşılması üzerine, hükümet tarafında sabit döviz kurunun terkedildiği bir durum olarak tanımlamıştır. Böyle bir ekonomi politikasının krize giden sonucunun ve zamanlamasının tahmin edilebileceğini, bu durumun tutarsız iktisadi politikalarının kaçınılmaz sonucu olduğunu vurgulamıştır. Bu kriz yapısının Bretton Woods sistemi dönemi için geçerli olduğunu vurgulamıştır.

Kaminsky (2006)²⁸, birinci nesil döviz krizi modellerinin, krizin parasal ve mali sebepleri üzerine odaklandığını, bu grup modellerin daha çok, 1960'lı ve 1970'li yıllarda Latin Amerika'da ortaya çıkan krizleri açıklamak için geliştirildiğini

²⁵ Krugman, P. (1979), "A Model of Balance of Payment Crises," Journal of Money, Credit and Banking 11: s.311-325.

²⁶ Salant, S., Henderson, D. (1978), "Market Anticipation of Government Policy and the Price of Gold," Journal of Political Economy 86: 627-648.

²⁷ Razin, Assaf. (2003), "Introduction" in Economic Policy in the International Economy: Essays in Honor of Assaf Razin. editedd by Helpman, Elhanan. and Sadka, Efraim. Cambridge University Press.

²⁸Kaminsky, Graciela L. (2006) Kaminsky, Graciela L. (2006) "Currency Crises: Are They All The Same?" Journal Of International Money And Finance 25 s.503-527

belirtmiştir. Birinci nesil döviz krizi modelleri, basit bir senaryoya göre, krizin ortaya çıktığı ülkedeki döviz krizini açıklamaya yönelik geliştirilmiş modellerdir.

Krugman (1979)²⁹ ödemeler dengesi krizi modelinin temel yapısı şu şekildedir³⁰:

Modelin temel iki özelliği,

Yerli paraya talep, döviz kuruna bağlıdır.

Döviz kuru, yurtiçi para piyasası dengesini sağlar.

Krugman (1979), tek mal üretim ihracat yapan küçük bir ülke ekonomisini varsaymış, malın fiyatı dünya pazarında belirlenmekte ve satın alma gücü paritesi geçerlidir. Bu durumda,

$P = sP^*$	(1)
------------	-----

P: Yurtiçi Fiyat Seviyesi,

P*: Yurtdışı Fiyat Seviyesi

s: Döviz Kuru,

Krugman (1979), $P^*=1$ şeklinde sabit kabul edilebileceğini belirtmiştir. Diğer bir ifadeyle, yurtiçi fiyat seviyesi, döviz kuru tarafından belirlenmektedir.

Krugman (1979), ekonomin tam esnek fiyat sistemi altında ve tam istihdam düzeyinde çalıştığını kabul etmiştir. Modelde, ödemeler dengesine de denk ticaret dengesi, çıktı düzeyi ve harcama düzeyi arasındaki farka eşittir.

$B = Y - G - C(Y - T, W), \quad C_1, C_1 > 0$	(2)
---	-----

B: Reel Ticaret Dengesi; G: Reel Kamu Harcaması,

T: Reel Vergi, W: Reel Özel Servet

Varlık piyasalarında, yatırımcıların iki yatırım seçeneği vardır, bunlar yerli para ve yabancı para,

Yerleşiklerin toplam serveti, M: yerli para ve F: yabancı para arasında dağılmaktadır. Yabancıların, yerli para tutmadığı kabul edilmektedir.

²⁹ Krugman, P (1979), agm. s.311–325.

³⁰ Krugman, P (1979), agm. s.311–325, Kouri (1976) modelinin ufak düzeltilmiş bir hali olduğunu vurgulamıştır.

Detaylı bilgi için bkz.: Kouri, P.J.K. (1976) “ The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short Run and in the Long Run: A monetary approach.” Scandinavian Journal of Economics, 78, 280-304

$$W = M/P + F$$

(3)

Yerleşiklerin portföy dağılımı:

$$M / P = L(\pi) \cdot W \quad L_1 < 0$$

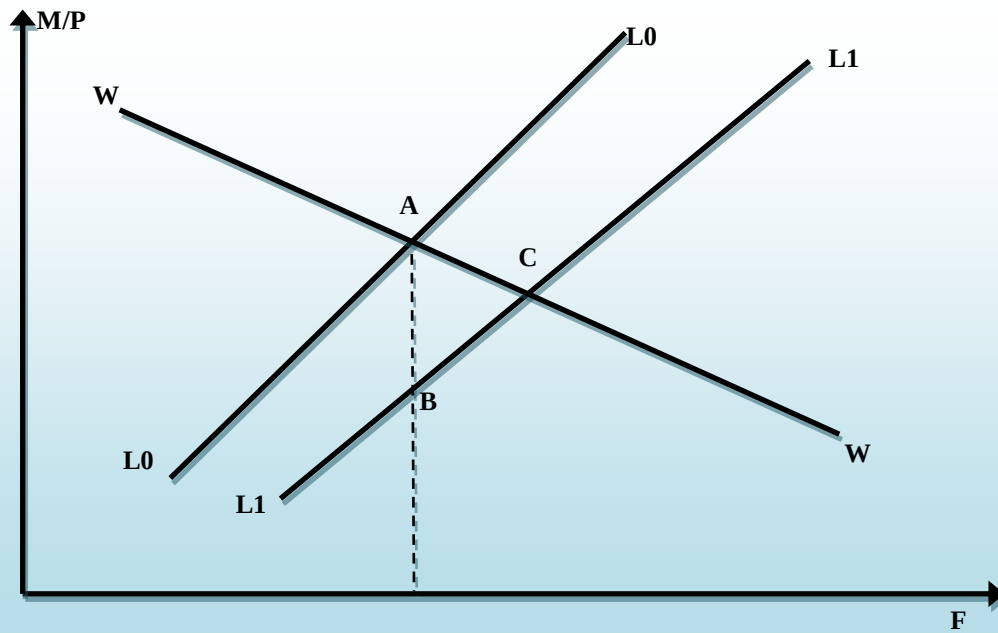
(4)

π : beklenen enflasyon oranı, aynı zamanda döviz kurundaki aşınma oranıdır .

Krugman (1979), çalışmasında iki döviz kuru rejimi kabul etmiştir. İlki, dalgalı kur rejimi ve diğeri ise sabit döviz kuru rejimidir. Sabit ve dalgalı kur rejiminde kısa dönem denge analizi Şekil-2.3.2.1.1.1'deki gibi verilmiştir. Pozitif eğimli, L0 eğrisi, denklem-4'teki, portföy dengesi koşulunu göstermektedir.

Herhangi bir, π düzeyinde, elde tutulan döviz miktarını artırmak, tutulan reel yerli para miktarının artmasını takip edecektir. Negatif eğimli, W, eğrisi, denklem-3'teki servet kısıtını göstermektedir. Yabancı para portföyünü artırabilmek için yerli paradan vazgeçmek gerekmektedir.³¹

Şekil-2.3.2.1.1.1 Sabit ve Dalgalı Kur Rejiminde π 'deki Değişimin Etkileri



Krugman, P. 1979. "A Model of Balance of Payment Crises," Journal of Money, Credit and Banking 11: 311-325. s.314

³¹ Krugman, P (1979), agm. s.311-325

Dalgalı kur rejiminde, ne hükümet ne de yabancılar, döviz karşılığı, yerli para satın alamadıkları için, yerleşikler için, portföy dengelerinin bileşimini değiştirmek mümkün değildir. Eğer yerleşikler portföy dengesini değiştirmek isterlerse, bu durum döviz kurunu değil fiyat düzeyini değiştirecektir. π 'nin yükseldiği varsayıldığında, bu durum yerli paranın tutulması daha az cazip hale getirecek ve Şekil-2.3.2.1.1.1'de görüldüğü gibi, portföy dengesi L0'dan L1'e kayacaktır. Ancak yabancı para portföyü değiştirilemediğinden P artarak, denge, A'dan C'ye değil, A'dan B'ye kayacaktır.

Eğer hükümetin döviz rezervi sözkonusu ise, π 'nin yükselmesi halinde, iktisadi birimler, yerli parayı, yabancı parayla değiştireceklerdir. Bu durumda portföy dengesi L0'dan L1'e kayacaktır ve denge A'dan C'ye kayacaktır.

Hükümetin rezerve değişimi ise,

$$\Delta R = -\Delta F = \Delta M / P$$

Dalgalı kur rejiminde, beklentilerdeki değişim, kısa dönemde, döviz kurundaki değişimi yansıtır. Diğer yandan sabit döviz kuru rejiminde ise, hükümetin rezervlerindeki değişimi yansıtır³².

•Dalgalı Kur Rejiminde Dinamik Denge Analizi

Hükümetin, sabit döviz kuru izlemediğinde, döviz kuru üç sebeple değişebilir. Yerli para miktarında değişim, özel kişilerin yabancı para tutumundaki değişim, beklenen enflasyon oranındaki değişim. Bu durumları sırasıyla incelersek, ilk durumda, para arzı düzeyi, kamu finansman gereksinimine göre belirlenecektir. Bütçe açığı tamamen, para basılarak finanse edilmektedir.

Para stokundaki büyüme oranı:

$$\dot{M}/P = G - T$$

(5)

Eğer bütçe açığı para arzının belirli bir oranı olarak kabul edilirse, para arzındaki artış oranı:

³² Krugman, P (1979), agm. s.311–325

$$\dot{M}/P = m \text{ olursa, Bütçe açığı: } G - T = gm ; g:\text{sabit} \quad (6)$$

$$\dot{m} = \dot{M}/P - (M/P)(\dot{P}/P), \quad \dot{m} = \left(g - (\dot{P}/P) \right) m$$

Bu durumda elde tutulan yabancı para miktarı, ticarete konu alan mallara bağlı olarak artırılabilmesi varsayılmaktadır. Bu durumda yabancı para miktarı birikim oranı, cari işlemler dengesine eşit olacaktır.

$$\dot{F} = B = Y - G - C(Y - T, W) \quad (7)$$

Beklenen enflasyon oranının, spekülörler tarafından tam olarak tahmin edildiği varsayılmaktadır.

$$\pi = \dot{P}/P \quad (8)$$

Sistemi bir bütün olarak analiz edebilmek için, $\dot{P}/P$ 'nin elimine edilmesi ve geleceğin tam öngörüldüğü varsayımı altında, bu fonksiyon, reel balans, yabancı para talebi ve enflasyon arasındaki ilişkiyi verir:

$$\dot{P}/P = \pi(m/F), \quad \pi_1 < 0 \quad (9)$$

Denklem-9'un kısmi türevi, yerleşiklerin yabancı para taleplerinin ancak enflasyonun düşmesi halinde olacağı yönündedir, m ve F durum değişkenleri olması halinde dinamik sistem dengesi aşağıdaki şekildedir³³:

$$\dot{m} = \left[g - \pi(m/F) \right] m$$

$$\dot{F} = B = Y - G - C(Y - T, m + W) \quad (10)$$

Şekil-2.3.2.1.1. 2'de dalgalı kur rejiminde dinamik davranışın temsili patikasını göstermektedir. Bu durumda, dinamik sistem hakkında iki nokta önem arz etmektedir. İlki, yerleşiklerin portföy dengesini biliyorsak, döviz kuru belirsizdir, m ve F' in veri bir değerinde herhangi bir başlangıç fiyatı için, (m,F)' in bir başlangıç pozisyonuna sahibizdir ve bu ekonomi için gidilecek patikadır.

İkinci nokta, sistem, bıçak sırtı bir denge izler, eğer sistem için başlangıç döviz kuru belirlenmezse, bu durumda sistem durağan durum dengesinden uzaklaşacaktır. Bu durumda, bu zorlukları aşmak için doğal bir çözüm yolu, yatırımcıların

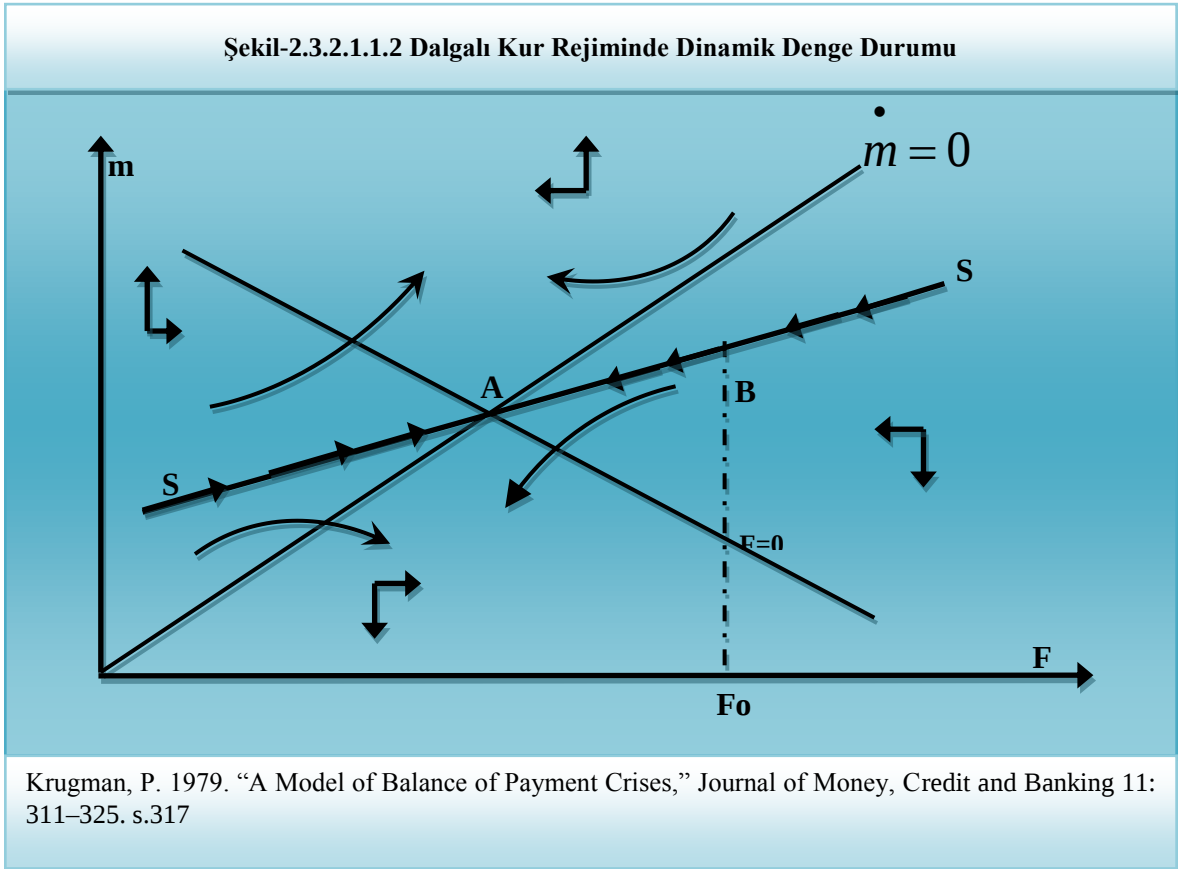
³³ Krugman, P (1979), agm. s.311-325

spekölasyonların sonsuza kadar süremeyeceğini bilmeleri ve sistemin durağan durum dengesine yaklaştıracak bir döviz kurunun belirlenmesi olacaktır.

Şekil-2.3.2.1.1. 2’de, ekonominin daima SABS patikasında daima istikrarlı bir durumda olacağı varsayılır. Yabancı paranın başlangıç talebi, F_0 ise, fiyat seviyesi, reel yerli para arzını m_0 olana kadar ayarlayacaktır. Bu durumda, ekonominin başlangıç dengesi B’den A’ya doğru yakınsama gösterecektir. Reel para arzı, yabancı para stoku ile aynı yönde ilişkilidir ve yerli para stokundan bağımsızdır. Diğer şartlar sabitken, fiyat seviyesi, para arzıyla pozitif oransal ve F’le de negatif ilişkilidir:

$$P = M.G(F) \quad G_1 < 0 \quad (11)$$

Denklem-11, Şekil-2.3.2.1.1. 2’deki SABS istikrar patikasının denklemidir.³⁴



³⁴ Krugman, P (1979), agm. s.311–325

•Sabit Kur Rejiminde Dinamik Denge Analizi

Sabit döviz kuru rejiminde, hükümetin R kadar döviz rezervi olduğu varsayalım. Hükümet bu döviz rezervini, döviz kurunun istikrarını sağlamak için kullansın. Bunun anlamı fiyat seviyesinin $\bar{P}$ 'de istikrarlı kılmaya eşdeğerdir. Bu durumda ekonominin gidiş patikası nasıl olacaktır. Şimdi bunu analiz edelim. Öncelikle özel sektör ve kamu sektöründe bütçe kısıtı durumunu inceleyelim. Özel sektörün varlık sahibi olabilmesi ancak, gelirinde daha az harcarsa mümkün olacaktır. Özel sektörün tasarruf yapısı,

$$S = Y - G - C(Y - T, W) \quad (12)$$

şeklinde olsun. Bütçe kısıtı, fiyat seviyesi sabitken, Denklem-13'teki gibidir.

$$\dot{W} = \dot{M}/\bar{P} + \dot{F} \quad (13)$$

Diğer yandan, özel tasarruf, özel servetin bir fonksiyonu olup, $\partial S/\partial W = -C_2 < 0$ 'dır. Denklem-13, servetin diferansiyel denklemidir ve $\partial S/\partial W < 0$ olduğu için istikrarlıdır. Bu durumda, özel tasarruf, yabancı para ve yerli para arasında nasıl dağılacaktır. Bu Denklem-4'te yerine portföy dengesi koşuluna bağlı olarak belirlenecektir. Yatırımcılar, hükümetin fiyat seviyesini, sabitleyebileceğine inandıkları sürece, $\pi = 0$ olacak, servet ve para talebi arasında istikrarlı bir ilişki olacaktır. Eğer ki, servette bir değişim olursa, bu değişimin, L kadar yerli para ya ve $(1-L)$ kadar yabancı paraya ayrılacaktır. Bu durumda,

$$\dot{M}/\bar{P} = LS \quad \text{ve} \quad \dot{F} = (1-L)S \quad (14)$$

olacaktır.

Bu durumda, hükümet, bütçe açığını, $(G - T)$, ya yeni para basarak finanse edecek, ya da döviz rezervlerinden **(R)** kullanacaktır.

Bu durumda, hükümetin bütçe kısıtı, Denklem-15'teki gibi olacaktır³⁵

$$\dot{M}/\bar{P} + \dot{F} = G - T = g.(M / P) \quad (15)$$

³⁵ Krugman, P (1979), agm. s.311-325

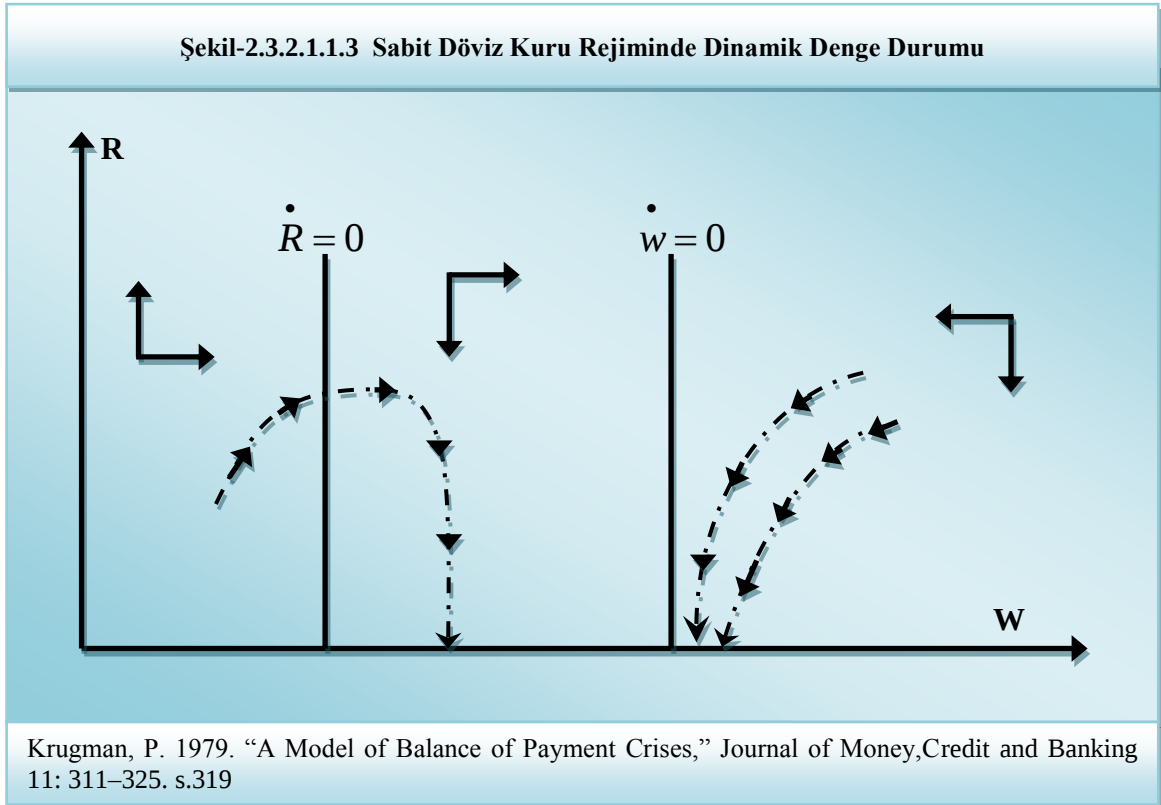
Bu durumda, hükümet döviz kurunu sabitlemeyi sürdürmek isterse, bütçe açığının finansmanı üzerinde kontrolü kalmayacaktır. Hükümet, özel sektörün tutmak istediğinden fazla yerli para basarsa, bu durumda özel sektör, yerli parayla, döviz rezervi alacaktır. Sonuç olarak, hükümetin, bütçe açığının, yerli para basıp, döviz rezervini tüketerek finanse etmesinin derecesi, özel sektörün ilave yerli para talebine bağlı olacaktır.

$$\dot{R} = -(G - T) + LS \quad (16)$$

Bu durumda, döviz rezervinin kaybı, dış ticaret dengesiyle birebir bağlantılı olmayacak ve Denklem-17'deki ilişki geçerli olacaktır.

$$\dot{R} = LB - (1 - L)(G - T) \quad (17)$$

Denklem-17'de sonuç, B (reel ticaret dengesi)'den, eksik ya da fazla olabilecektir.



Zamanla, hem hükümetin hem de özel sektörün serveti, hem de hükümetin rezervleri değişecektir³⁶. Şekil-2.3.2.1.1.3'de bunların zamana göre nasıl değiştiği gösterilmektedir. Hükümet bütçe açığını sürdürdükçe, döviz rezervini, özel tasarruflar sıfır olsa bile kaybetmeye devam edecektir.

Bu durumda, Şekil-2.3.2.1.1.3'den de görülebileceği gibi, bütçe açığı varolduğu sürece başlangıç döviz rezervleri ne kadar büyük olursa olsun, sabit döviz kuru sürdürülemeyecektir. Eğer bütçe dengede ise, bu durumda $\dot{R} = 0$ ve $\dot{W} = 0$ doğruları çakışacaktır. Bu durumda, eğer başlangıç döviz rezervleri yeterince fazla ise, ekonomi için bir denge düzeyine ulaşmak mümkün olacaktır. Ekonomi, belirli bir döviz rezervi ile dengeye ulaşabilirse, bu model, fiyat-türleri akım mekanizmasının özel bir durumu olacaktır. Döviz kurunun sonsuza kadar sabit tutmak mümkün olmadığı için, sabit döviz kuru rejimi, ani bir ödemeler dengesi kriziyle çökecektir.

•Ödemeler Dengesi Krizinin Anatomisi

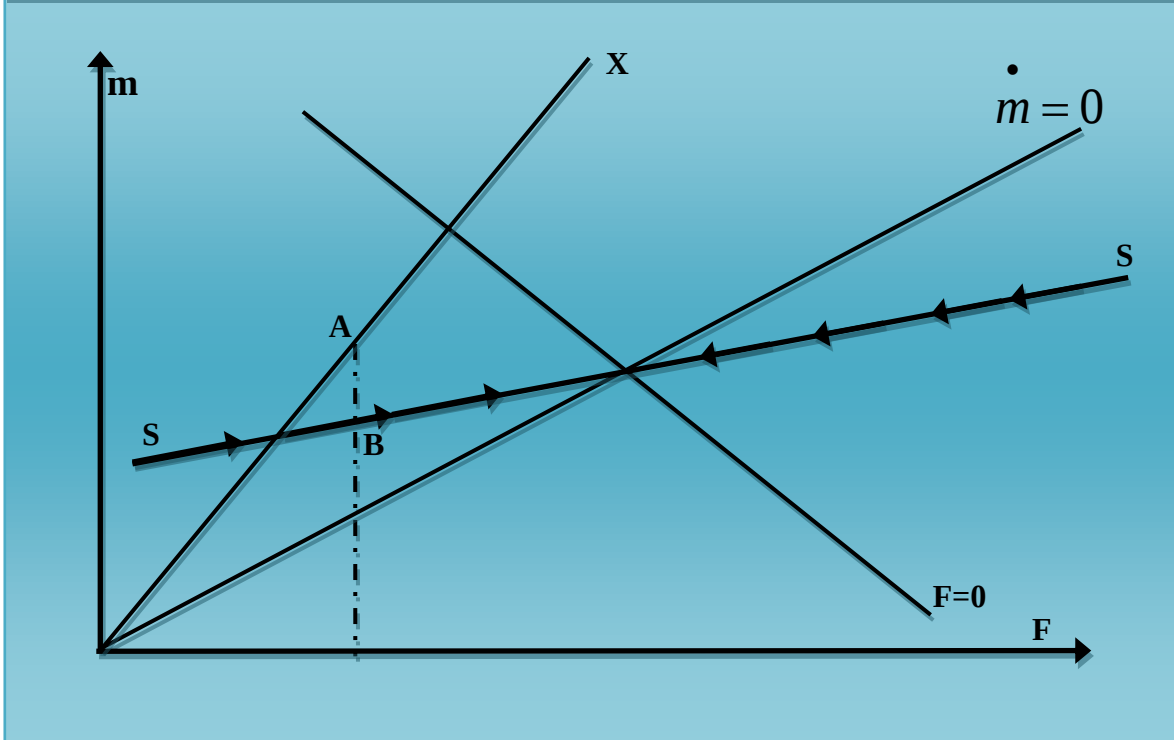
Önceki bölümde, bütçe açığı ve ödemeler dengesi sorununu rezervlerini kullanarak kapatmaya çalışan bir ekonominin, sabit döviz kuru altında bir süre sonra spekülâtörlerin saldırısına maruz kalarak, sabit döviz kurunu terketmek zorunda kalacağı ortaya konmuştu. Bu durumda ortaya çıkacak, döviz krizi hükümetin rezervleri bitmeden patlak verecektir.

Spekülâtörlerin, sabit döviz kurunun ne zaman sona ereceğini tahmin edemedikleri varsayıldığında, hükümetin elinde döviz rezervi olduğu sürece, yerli para arzı, yerleşik yatırımcıların, $M / \bar{P} = L(\pi) W$; $\pi = 0$ yapısına bağlı, portföy dengelerine bağlı olarak belirlenecektir. Döviz rezervi tükenince, portföy dengesi, para arzı yerine fiyat seviyesini belirleyecektir. Fiyat seviyesi iki sebeple derhal yükselecektir. İlki, yerleşik yatırımcılar, tasarruf etmediklerinde, yerli para ve yabancı para taleplerini azaltacaklardır. Diğer yandan hükümet, bütçe açığına sahipse bu durumda, nominal para arzı artacaktır. Fiyat seviyesi artmaya başlayınca, enflasyon

³⁶ Krugman, P (1979), agm. s.311–325

beklentileri ve tahminleri güncellenecektir. Enflasyon (π) arttıkça, yerli para talebi azalacaktır ve fiyat seviyesi sıçrama gösterecektir³⁷.

Şekil-2.3.2.1.1.4 Dalgalı Kur Rejimine Geçişte Beklenmedik Sermaye Kazançları



Krugman, P. 1979. "A Model of Balance of Payment Crises," Journal of Money, Credit and Banking 11: 311–325. s.317

Şekil-2.3.2.1.1.4’de, OX doğrusu, sabit döviz kuru rejimi altında, özel servet değiştiğinde, portföy dengesinin genişleme patikası göstermektedir. OX, $\dot{m} = 0$ ’dan daha diktir. Çünkü, $\pi = 0$ durumunda portföy dengesinde yerli para tutma eğilimi, $m=0$ ’la paralel olarak, $\pi = g$, durumundan daha fazladır. Döviz rezervi tükendiğinde, sistem A noktasına ulaşır. Sabit döviz kuru terkedilip, dalgalı kur rejimine geçildiğinde, reel balanslar sıçrama gösterir ve sistem istikrarlı patikası SS doğrusu üzerine geçer. Nominal para arzı herhangi bir anda sabit olduğu için, bu geçiş fiyat seviyesinde bir sıçrama gösterir. Krugman (1979), bu geçiş sürecinde, döviz rezervi tükendiği anda, ekonominin dengesinin, SS ve OX eksenlerinin kesişiminin sağ bölgesinde A

³⁷ Krugman, P (1979), agm. s.311–325

noktasında olduğunu varsaymıştır. Aksi halde, bu durumda, rezervler tükendiğinde, kur yükselmek yerine düşüşe geçecektir. Fakat başlangıçta özel servetin yeterince yüksek olması durumunda, ekonominin bu noktada olacağının kolaylıkla gösterilebileceğini belirtmiştir³⁸. Spekülasyon olmaması durumunda, rezervlerin tükenmesi, her zaman fiyat seviyesinde bir sıçrama yaratacaktır, bu da beklenmedik sermaye kayıplarına yol açacaktır. Fakat böyle bir sermaye kaybını olacağını beklemezler. Çünkü bu duruma düşmekten kendilerini korurlar. Özellikle, rezervler tükenmeden, yerli parayı yabancı parayla değiştirerek, bir spekülâtör, sonsuz kazanç sağlayabilir. Tüm spekülâtörlerin aynı şekilde düşünmesi ve hükümetin rezervlerinin tükenme olasılığı, spekülâtörler arasında bir an önce yerli parayı yabancı parayla değiştirme saldırısına yol açar. Sürecin gidişatını doğru tahmin eden spekülâtörler, spekülâtif ataklarla, sermaye kaybına düşmeden, hükümetin rezervlerini tüketirler.

Bu durum, hükümet açısından, rezervlerinin likidasyonu anlamına geliriken, yerleşik yatırımcılar açısından, portföy dengesinin yerli paradan, yabancı paraya geçişidir. Spekülâtif ataktan önce, portföy dengesinin M, F şeklinde dağıldığını kabul edelim. Spekülâtif atak sonrası, portföy dengesi denklem-17'deki gibi olup, M* ve F* şeklindedir.

$$M^*/\bar{P} = M^*/\bar{P} \quad \text{ve} \quad F^* = F + R \quad (18)$$

Spekülâtif atağın hemen sonrası, ekonomi dalgalı kur rejimine geçecektir. Kriz sonrasında, fiyat seviyesi P*, portföy dengesine göre belirlenecektir. Bu durumda, P*:

$$P^* = M^* G(F^*) \quad \text{veya} \quad P^*/\bar{P} = (M^*/\bar{P}) G(F^*) = (M/\bar{P} - R) G(F + R) \quad (19)$$

şeklinde değişim gösterecektir.

Krugman (1979)'a göre, beklenmedik sermaye kaybının olmayacağı durumda, spekülâtif atak, fiyat seviyesinde bir değişim yaratmaz, ve $P^* = \bar{P}$ veya $P^*/\bar{P} = 1$ değerini alır. Bu koşul, ödemeler dengesi krizi olduğunda belirleyici olur. $(M/\bar{P})$ ve F, sabit döviz kuru rejiminde, özel servetin fonksiyonudurlar. $P^*/\bar{P} = 1$, R ve W açısında örtük fonksiyon olarak denklem-20'deki gi yazılabilir.

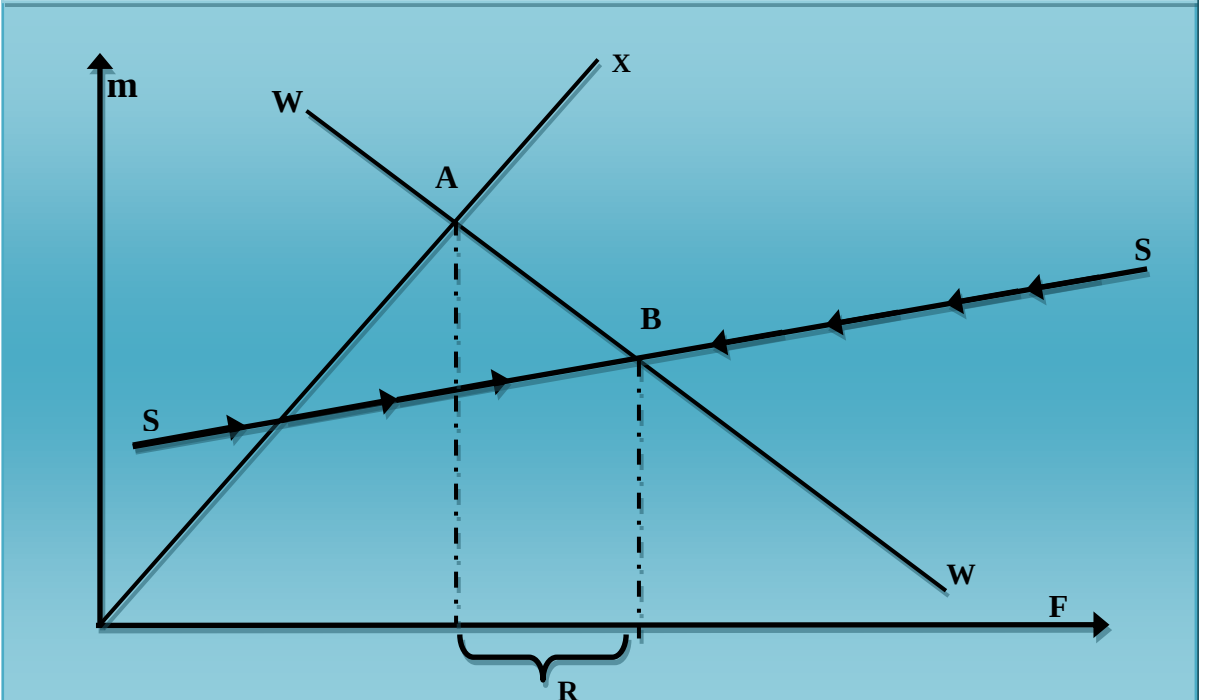
³⁸ Krugm Krugman, P (1979), agm. s.311–325

$$1 = [L(0)W - R]G[W - L(0)W + R] \quad (20)$$

Denklem-20, W,R uzaylarında bir eşik değer tanımlar. Sabit döviz kuru altında, W ve R, eşik değerleriyle kesişene kadar zamana göre değişim gösterir. Daha sonra, aniden bir ödemeler dengesi krizi ortaya çıkar ve bu hükümetin kalan döviz rezervlerini tüketerek, dalgalı kur rejimine geçişi gerekli kılar.

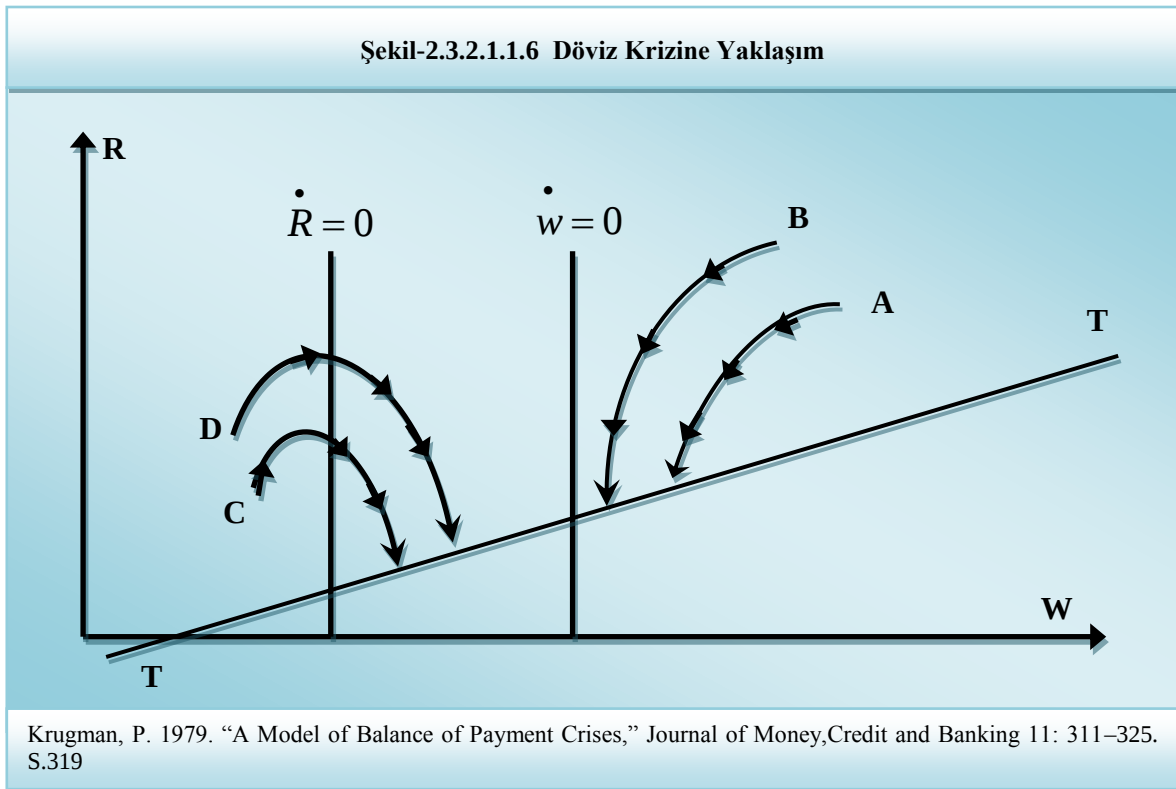
Şekil-2.3.2.1.1.5'te, döviz krizinde ne olduğunu göstermektedir. Spekülatif ataktan hemen önce ekonomi, sabit döviz kuru rejiminde ve OX genişleme patikasıdadır. Spekülatif ataktan hemen sonra, istikrarlı dalgalı kur rejimini temsil eden SS patikasına geçiş olur. Spekülatif ataktan hemen önce, özel varlık tutanlar, A noktasındadır. Spekülatif atakla birlikte, yatırımcılar, portföy dengesini yeniden kurarlar. Bu durumda, denge, A noktasından, sabit servet doğrusunu gösteren WW doğrusu üzerindeki B noktasındaki dengeye geçilir. Elde tutulan yabancı para miktarındaki artış, hükümetin rezervlerinin el değiştirmesiyle mümkün olabilir.

Şekil-2.3.2.1.1.5 Spekülatif Atakla Döviz Rezervlerinin Tükenmesi



Krugman, P. 1979. "A Model of Balance of Payment Crises," Journal of Money, Credit and Banking 11: 311-325. s.322

Döviz krizine yaklaşım, Şekil-2.3.2.1.1.6’da incelenmiştir. Denklem-20’deki eşik değeri, Şekil-2.3.2.1.1.6, TT eğrisi ile temsil edilmektedir. Bu eğri pozitif eğimli olup, yatay eksenini kesmektedir. W , düzeyi R ’den bağımsızdır. Bu, durumda krizin ortaya çıkma zamanının uzunluğu, başlangıç döviz rezervine bağlıdır. Krizin oluşum zamanı, farklı patikalardaki gidiş patikaları incelenerek ortaya konulabilir.



Sonuç olarak, Krugman (1979), çalışmasında, basit bir makroekonomik model ve oldukça sınırlayıcı varsayımlar altında, sabit döviz kuru altında, ödemeler dengesi problemini, rezervlerini tüketerek çözmeye çalışan bir ekonominin, sürdürülemeyecek

dengelerinin, spekülörlerin saldırısıyla, nasıl bir ödemeler dengesi ve döviz krizine dönüştüğünü ortaya koymuştur.³⁹

Flood and Garber (1984)⁴⁰, Krugman (1979) çalışmasında, sabit döviz kuru rejiminde, çöküş zamanını tam olarak ortaya koyamadığı için, keyfi spekülatif atak olması durumunda bile, bir lineer modelle çözümün olabileceğini ortaya koymuşlardır.

Agenor, Bhandari ve Flood (1991) ödemeler dengesi krizlerinin, dışsal şoklardan ziyade, tutarsız para ve kur politikalarına bağlı olarak ortaya çıkan spekülatif ataklarla başlatıldığı ve tamamen öngörülebildiği, dış borçlanma ve sermaye kontrollerinin, temel dengelerde iyileşme sağlanmadan sadece sabit döviz kuru sisteminin çöküşünü geciktirebildiğini ortaya koyan ve farklı politika uzantılarının da göz önünde bulundurulduğu bir model ortaya koymuştur.

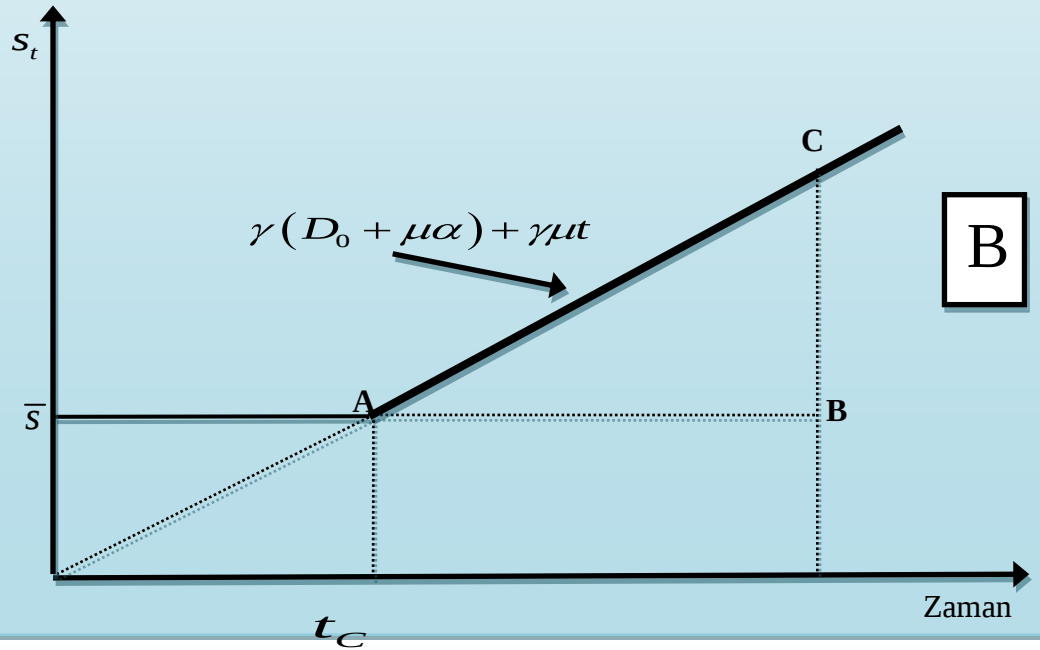
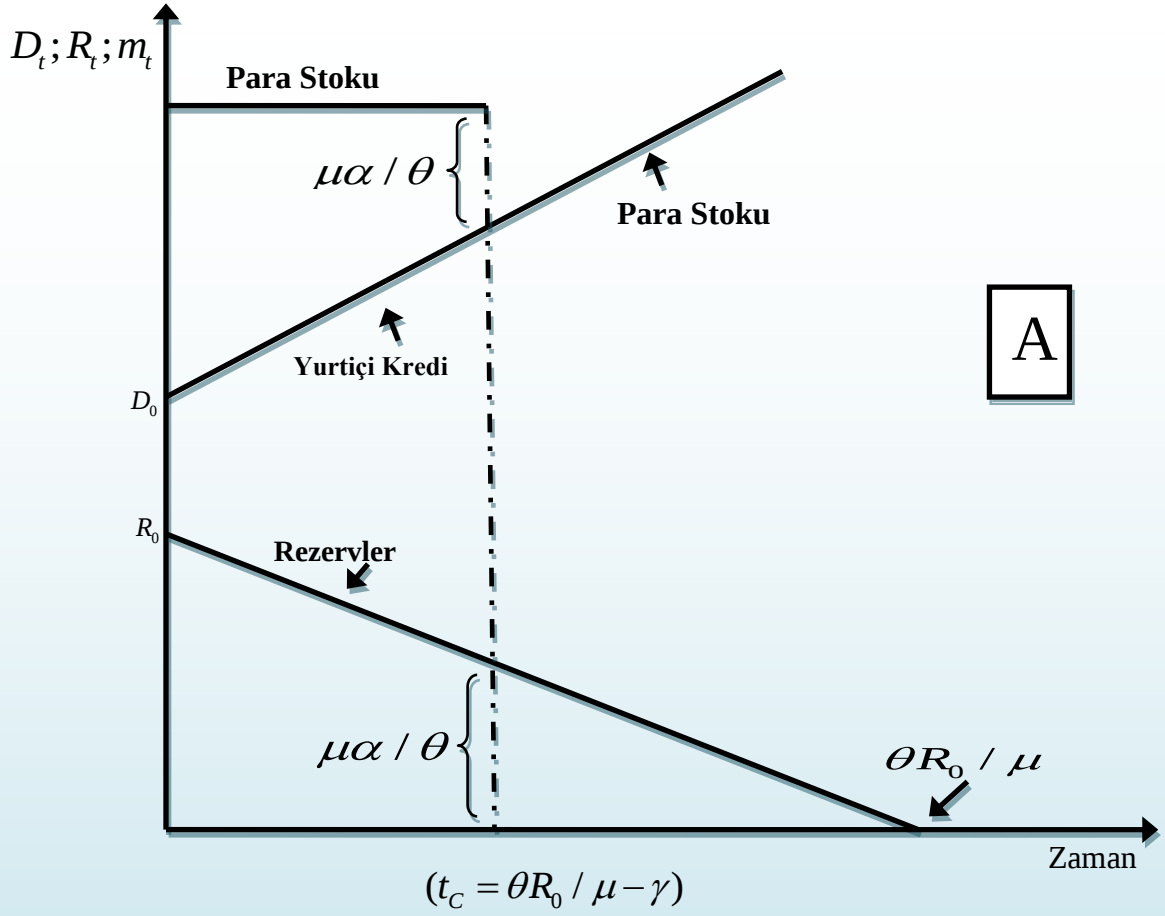
Şekil-2.3.2.1.1.7-A'da rejim değişimi sürecinde, döviz rezervleri, yurtiçi kredi hacmi ve para stoku arasındaki ilişki yapısı, Şekil-2.3.2.1.1.7-B'de ise, modelde fiyat seviyesini de temsil eden döviz kuru davranışı verilmiştir. t_C , kriz öncesi, para stoku sabittir, fakat para stokunun bileşenleri değişkenlik göstermektedir. Çünkü yurtiçi kredi hacmi, μ oranında, artarken, rezervler, μ / θ oranında azalma gösterir. Rejim değişimi öncesinde, bir spekülatif atak ortaya çıkar, bu durumda, döviz rezervleri ve para stoku, $\mu\alpha / \theta$ oranında azalır. Döviz rezervleri, spekülatif atakla t_C anında tükendikten sonra, kriz sonrası rejimde, para stoku, yurtiçi kredi stokuna eşittir. Şekil-2.3.2.1.1.7-B'de, kriz sonrası dönemde, döviz kuru, $\bar{S}$ düzeyinde seyrederek AB patikasında seyreder, döviz kuru, doğal kriz süreciyle uyumlu olarak, BC'de, bir sıçrama gösterir.

Spekülasyonla birlikte, A'daki dengeden uzaklaşma başlar. Bu süreçte, döviz kurunda bir sıçrama olmaz. Bu süreçte, döviz rezervlerinin, sıfıra yaklaştığını anlayan spekülörler, sermaye kaybından sakınırlar.

³⁹ Krugman, P (1979), agm. s.311–325

⁴⁰ Flood, R. and Garber, P. (1984) "Collapsing exchange rate regimes: some linear examples", Journal of International Economics 17,1-13

Şekil-2.3.2.1.1.7 Döviz Rezervleri, Para Arzı ve Döviz Kuru Seyri



Kaynak: Pierre-Richard Agenor, Jagdeep S. Bhandari, Robert P. Flood (1991) "Speculative Attacks and Models of Balance-of-Payments Crises" NBER Working Paper No. 3919

2.3.2.1.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri

Birinci nesil döviz krizi modelleri, 1980’lerdeki özellikle Latin Amerika’daki borç krizleri ve istikrar politikaları uygulamalarının başarısızlığını açıklamaya çalışsalar da, 1990’lı yıllarda başlayan özellikle Avrupa Para Sistemindeki, EMS (European Monetary System), krizi açıklamakta yetersiz kalmıştır. Diğer yandan birinci nesil modellerde, resmi otoritelerin politika seçeneklerine, döviz krizlerinde cari açıktan kaynaklanan sorunlara yeterince yer verilmediği için eleştirilere maruz kalmıştır. Bu sebeple özellikle, Avrupa Para Sistemindeki krizi açıklamak için, ikinci nesil döviz krizi modelleri geliştirilmiştir. Obstfeld (1984,1994)⁴¹, Avrupa Para Sistemi’nde, 1992-1993, krizini anlamada, birinci nesil döviz krizi modellerinin yetersiz kaldığını vurgulamıştır. Bu modellerin bir yandan, resmi otoritelerin politika seçeneklerini diğer yandan piyasa beklentilerinin kendisini besleme özelliğine yeterince yer vermediğini vurgulamıştır.



Obstfeld (1994), krizlere yol açan süreçlerde, hükümetlerin, kısıtları ve tercihlerinin, piyasa beklentilerine bağlı olduğunu, piyasa beklentilerinin ise hükümetin,

⁴¹Obstfeld, Maurice. (1984), “Balance-of-Payments Crises and Devaluation” Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 16, No. 2 ,s.208-217

Obstfeld, Maurice. (1994), “The Logic of Currency Crises” NBER Working Paper No. 4640

politika kısıtları ve tercihlerinin sürdürülebilirliğine yönelik güven ve beklentilere bağlı olduğunu bu sebeple, eğer hükümet politikalarına yönelik olumsuz beklentiler oluşursa bu durumun krizi yaratacak olumsuzluk potansiyelini içsel mekanizmalarla tetikleyerek krizin ortaya çıkabileceğini vurgulamıştır. Bu krizin, ekonominin temel dengelerinden bağımsız olabileceğini de vurgulamıştır. Obstfeld (1994)⁴²'e göre, eğer piyasa beklentileri devalüasyon olacağı yönündeyse, bu durumda, piyasa faizleri yükselir ve devalüasyon için bir ortam oluşur. Benzer şekilde, devalüasyon beklentileri, ücret taleplerinin yükselmesine ve diğer değişkenlerin karşılıklı olarak birbirlerini etkileyerek en sonunda başlangıçtaki beklentilerin herhangi bir rassal zamanda kendisini doğrumasına yol açabilir. Diğer yandan, özel iktisadi birimlerin beklentilerinin, farklı alanlar üzerinde yoğunlaşması, bir den fazla dengenin ortaya çıkmasına da yol açabilecektir. Obstfeld (1986, 1996)⁴³, ödemeler dengesi krizlerinde, spekülasyon atak eğilimlerinde kendini besleyen beklentilerin krizin oluşmasında önemli bir faktör olduğunu vurgulamıştır. Bir bankanın batacağına dair beklentiler ortaya çıkarsa tüm mevduat sahipleri bu beklentiyle mevduatlarını çekmek için bankaya hücum ederse, banka batma beklentisi gerçeğe dönüşebilecektir. Benzer durum, devalüasyon beklentisine, döviz krizine kadar pek çok iktisadi kriz için uygulanabilecektir.

Kaminsky (2006)⁴⁴, ikinci nesil döviz krizi modellerinin, 1990'larda ortaya çıkan, Avrupa Para Sistemi krizini açıklamak için geliştirildiğini belirtmiştir. Bu modellerde, gelişmiş ekonomilerdeki iktisadi çevrime ters politikalara bağlı olarak, piyasa temel dengelerinden kopuk, olumsuz beklentilerin kendi kendini beslediği krizler sözkonusu olduğunu vurgulamıştır.

Razin (2003) ikinci nesil döviz krizi modellerinin, 1992 Avrupa Para Sistemi için geçerli olduğunu belirtmiştir. Bu modellerde, hükümetin iktisadi değişkenlere karşı bir tepki fonksiyonu sözkonusudur. Döviz kuruna bir spekülasyon atak durumunda, döviz kurunun hedef bandının savunulması terkedilir. Sonuç olarak, bir spekülasyon atak, döviz krizine yol açar. Krizin temel sebebi, kendisini besleyen beklentilerdir ve ekonominin

⁴² Obstfeld, Maurice. (1994), agm.s.208-217

⁴³ Obstfeld, Maurice. (1986), "Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises" The American Economic Review, Vol. 76, No. 1, pp. 72-81

Obstfeld, Maurice. (1996), "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features" NBER, wp5285

⁴⁴ Kaminsky, Graciela L. (2006), agm. s.503-527

temel dengeleriyle krizin alakası yoktur. Bu sebeple bu tür krizler, gelişmiş ekonomilerde de ortaya çıkabilmektedir, iddiasında bulunmuştur.

Bustelo, Pablo, Clara García, And Iliana Olivie, (1999)⁴⁵, birinci ve ikinci nesil döviz krizi modelleri arasındaki karşılaştırmayı Tablo-2.3.2.2.1.'deki gibi yapmıştır. Buna göre, birinci nesil döviz krizi modelleri, kaçınılmaz, öngörülebilir, beklentilerden etkilenmekte ve temel sebebi, zayıf iktisadi temellere yol açan hükümettir. İkinci nesil döviz krizi modellerinde ise, krizlerin çıkması bir olasılık olup öngüremez, krizlerde kendini besleyen beklentiler önemli bir sebeptir. İktisadi temellerdeki zayıflık, kendini besleyen beklentilerin negatif çalışmasına yol açar ve hükümetler aslında sadece veri koşullar arasında politika tercihi yapmak zorundadır.

Tablo-2.3.2.2. 1 Birinci ve İkinci Nesil Döviz Krizi Modeller Arasındaki Fark	
I. NESİL DÖVİZ KRİZİ MODELLERİ	II. NESİL DÖVİZ KRİZİ MODELLERİ
•Krizler Kaçınılmazdır.	•Krizler Tesadüfidir
•Krizler Öngörülebilir	•Krizler Öngörülemez
•Beklentiler Krizi Artırır	•Beklentiler Kendini Besler (ve krize yol açar)
•Zayıf İktisadi Temeller Krize Yol Açar	•Zayıf İktisadi Temeller Beklentilerin Kendisini Beslemesine Yol Açar
•Hükümet Politikaları Zayıf İktisadi Temellere Yol Açar	•Hükümetler Veri Koşullar Altında, Politikalar Arasında Tercih Yapar
Kaynak: Bustelo, Pablo, Clara García, And Iliana Olivie, (1999). "Global And Domestic Factors Of Financial Crises In Emerging Economies: Lessons From The East Asian Episodes (1997-1999)" ICEI Working Paper No. 16, s.50	

2.3.2.1.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri

Birinci ve ikinci nesil döviz krizi modellerinin, Latin Amerika ve Avrupa'da ortaya çıkan krizleri açıklama çabalarına karşın, 1997-1998'de Asya'da ortaya çıkan ve Rusya üzerinden krizleri açıklamada yetersiz kalması, yeni nesil kriz modellerinin geliştirilmesine yol açmıştır. Çünkü Asya ekonomilerinde, ne Latin Amerika'daki yapısal dengesizlik, sabit döviz kuru ve spekülasyon atak ne de Avrupa'daki hükümet politikalarına karşı kendini besleyen kriz beklentileri söz konusudur.

Krugman (1999, 2003)⁴⁶, üçüncü nesil döviz krizi modellerinin farklı versiyonları olduğunu vurgulamıştır. Bunlar arasında, birinci grup modeller içinde,

⁴⁵ Bustelo, Pablo, Clara García, And Iliana Olivie, (1999), "Global And Domestic Factors Of Financial Crises In Emerging Economies: Lessons From The East Asian Episodes (1997-1999)" ICEI Working Paper No. 16, s.50

⁴⁶ Krugman, P. (1999), "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises" International Tax and Public Finance, 6, s.459-472.

McKinnon and Pill (1996), Krugman (1998), Corsetti, Pesenti, and Roubini (1998), tarafından öne sürülen, aşırı miktarda ve yüksek riskli borçlanmalardan oluşan ve ahlaki tehlike merkezli yatırım kararlarının olduğu kriz modelleri, ikinci grupta, Diamond–Dybvig bankacılık-paniklerine dayandırılan Chang and Velasco (1998), açık ekonomi koşullarında bankalara hücumdan kaynaklanan kriz modelleri, üçüncü kriz modelleri grubunda ise, Krugman (1999), Krugman (1999)’de ortaya konulan, bilanço bozulmalarına bağlı döviz kurunun değer kaybettiği kriz modelleri yer almaktadır. Diğer yandan, Schneider and Tornell (2000)’nın geliştirdiği, ahlaki tehlike ve bilanço bozulmalarına bağlı balonların oluşmasında kaynaklanan kriz modelleri yer almaktadır.

Kaminsky (2006)⁴⁷, üçüncü nesil döviz krizi modellerini, 1994 Tekila krizi ve 1997 Asya (Gribi) krizlerini açıklamak üzere geliştirilen, uluslararası finansal sermayenin aşırı yüksek riskli borçlar vererek ekonomide zirvenin olduğu ve daha sonra asimetrik enformasyon ve ahlaki tehlike gibi sorunlarla ekonomide diplerin yaşandığı, krizin ortaya çıktığı, kriz grubu olarak tanımlamıştır.

Razin (2003), üçüncü nesil döviz krizi modellerinin, 1990’ların sonunda ortaya çıkan, Asya krizlerini açıklamak için geliştirildiğini vurgulamıştır. Bu kriz modellerinin odak noktasında, bilanço dengelerindeki bozulma ve bankacılık sektöründeki sorunlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Bilanço dengelerindeki bozulma, sermaye piyasalarındaki asimetrik enformasyona bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Bu ülkelerde, firmaların bilanço dengelerindeki bozulma, finansman kaynaklarını ve yatırım imkânlarını sınırlar. Diğer yandan, döviz kurundaki yükselmelere bağlı olarak firmaların açık pozisyonları sebebiyle, bilançolarındaki bozulma daha da artacaktır. Bu sebeple yatırımlar ve toplam talep daha da azalacaktır. Bu durumda, beklentilere bağlı olarak çoklu dengeler ortaya çıkabilecektir. Bunlardan birisi, güçlü döviz kuru ve yüksek iktisadi faaliyet düzeyi, diğeri, zayıf döviz kuru ve düşük iktisadi faaliyet düzeyi olabilmektedir. Yatırımcıların beklentilerindeki bozulmalara bağlı olarak, güçlü döviz kuru ve yüksek iktisadi faaliyet düzeyine sahip bir ekonomi, hızla zayıf döviz kuru ve düşük iktisadi faaliyet düzeyine geçebilmektedir.

Üçüncü nesil döviz krizi modellerine ve temel olarak kapitalist sistemdeki finansal krizlere karşı, Yeni ve Post Keynezyen iktisatçılardan, Marksist literatürden

⁴⁷ Kaminsky, Graciela L. (2006), agm. s.503-527

farklı açıklama ve eleştirilerde gelmiştir. Kapitalist sistemin, etkin piyasalar hipotezinin işlemediği, piyasaların aksak rekabet koşullarında işlediği, finansal istikrarsızlık ve finansal krizlerin sistemin temel doğası olduğu şeklinde açıklamalar getirilmiştir. Bu açıklama ve eleştiriler Bölüm-2,4. ve Bölüm-2,5'te detaylı şekilde incelenecektir.

2.3.2.2. Bankacılık Krizleri ve Amprik Literatür

Bankacılık krizleri, bankaların çeşitli sebeplerle ortaya çıkan riskler sonucunda yükümlülüklerini yerine getirememesinin bankacılık sektörüne yayılması durumudur. Bu durumda mevduat sahipleri ve kredi verenler arasında, bankacılık ve finans sektöründe ortaya çıkan panik, bankacılık krizlerinin yayılması ve derinleşmesine yol açar. IMF (1998)⁴⁸'in tanımladığı gibi, Bankacılık Krizi (Banking Crisis), batma noktasına gelen veya gelme olasılığı olan bankaların, yükümlülüklerini/borçlarını çevirme özelliklerini kaybettiği veya devletin büyük ölçekli müdahalelerle destek vermek zorunda kaldığı bir durumdur. Bankacılık krizlerinin sebepleri, makroekonomi ve mikroekonomi düzeyinde incelenebilir. Makroekonomi düzeyinde, yurtiçi ve/veya yurtdışından kaynaklanan, iktisadi sistemin konjonktürel yapısı, toplam arz, toplam talep, milli gelir, uluslararası ticaret ve finansman yapısı, para-kur-faiz-maliye politikaları, ülke ekonomisinin yapısal zayıflıkları ve sorunları, faiz oranları, döviz kurları, finansal serbestleşme, sermaye hareketleri vb faktörlerdeki beklenmedik şokların, bankacılık sektörünü olumsuz etkileyerek bir bankacılık krizi dalgasına yol açabilir. Mikroekonomik açıdan bakıldığında, bankacılık sektörünün, kendi kurumsal yapıları, işleyiş mekanizmalarından kaynaklanan ve bankacılık sektörüne özgü, döviz kuru riski, kredi riski, likidite riski, piyasa riski, sermaye yeterliliği riski, operasyonel risklerin yönetilemeyecek hale gelmesine bağlı olarak bankacılık sektöründe bilanço bozulmaları, güvensizlik, belirsizlik gibi faktörlerdeki beklenmedik şoklar, bankacılık sektörüne yayılarak bir bankacılık krizi başlatabilir.

Bankacılık krizleri, bankacılık sektörü, finansal sistem, ülke ekonomisi ve küresel ekonomi çapında yayılma gösterebilen ve çok büyük ölçekte iktisadi, sosyal, siyasi ve kamusal maliyetlere yol açabilmektedir.

⁴⁸ IMF (1998) "Financial Crises: Characteristics And Indicators Of Vulnerability" In Financial Crises: Causes And Indicators, World Economic And Financial Surveys World Economic Outlook, s.74-75

Diamond, D. and Dybvig, P. (1983)⁴⁹, mevduat sahiplerinin, likiditeye ulaşma riski gözlemlediklerinde bankalara mevduatlarını çekmek için hücum edeceğini ve bu durumda ortaya çıkan bankacılık sektörü krizinin, reel ekonomiye zararlar vereceğini ve bu panik durumunun önlenmesinde devlet tarafından verilecek bir mevduat garanti sigortasının olumlu etkisi olabileceğini vurgulamıştır.

Kaminsky-Reinhart⁵⁰ (1999), para ve bankacılık krizlerinin birlikte ortaya çıkabileceğini, bu krizlerin ise ikiz krizler (twin crisis) olarak tanımlanabileceğini belirtmişlerdir. Bankacılık krizleri genelde, döviz krizlerinden önce ortaya çıktığını ancak döviz krizlerinin, bankacılık krizlerini derinleştirdiğini iddia etmişlerdir. Diğer yandan finansal serbestleşme sonrasında bankacılık krizleri olasılığının arttığını vurgulamışlardır.

Demirguc-Kunt, A. ve Detragiache, E. (1998a)⁵¹, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için, sistemik bankacılık krizleriyle ilişkili faktörleri incelemişlerdir. Yazarlar, 1980’den sonra hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde bankacılık sektörü krizlerinin arttığını vurgulamışlardır. Buna göre özellikle, enflasyonun yüksek, iktisadi büyümenin düşük olduğu zayıf makroekonomi durumunda, sistemik bankacılık sektörüyle ilişkili yüksek faiz oranları durumunda, ödemeler dengesi sorunlarının olduğu durumlarda, bankacılık sektörü krizlerinin ortaya çıkma eğiliminin yüksek olduğunu ortaya koymuşlardır. Diğer yandan, zayıf hukuki yapıya sahip ülkelerde, mevduat sahiplerinin mevduat sigortalarının da risk altında olduğunu vurgulamışlardır.

Reinhart, Carmen M. ve Kenneth S. Rogoff. (2008)⁵², dünya ekonomisinde meydana gelen bankacılık krizlerin ülkelere göre dağılımı Şekil-2.3.2.2.1’de ortaya koymuşlardır. Krizlerin dünya ekonomisinde yarattığı olumsuz iktisadi etkiyi daha iyi ortaya koyabilmek için, bankacılık krizi yaşayan ülkeleri, dünya ekonomisinde yarattıkları gelire göre tartılandırılmışlardır. Şekilde görülebileceği gibi, en keskin etkiye sahip bankacılık krizi, 1930’larda karşılaşılan Büyük Depresyon döneminde ortaya çıkmıştır. 1980 sonrası oluşan krizler günümüze kadar etkisini sürdürmektedir.

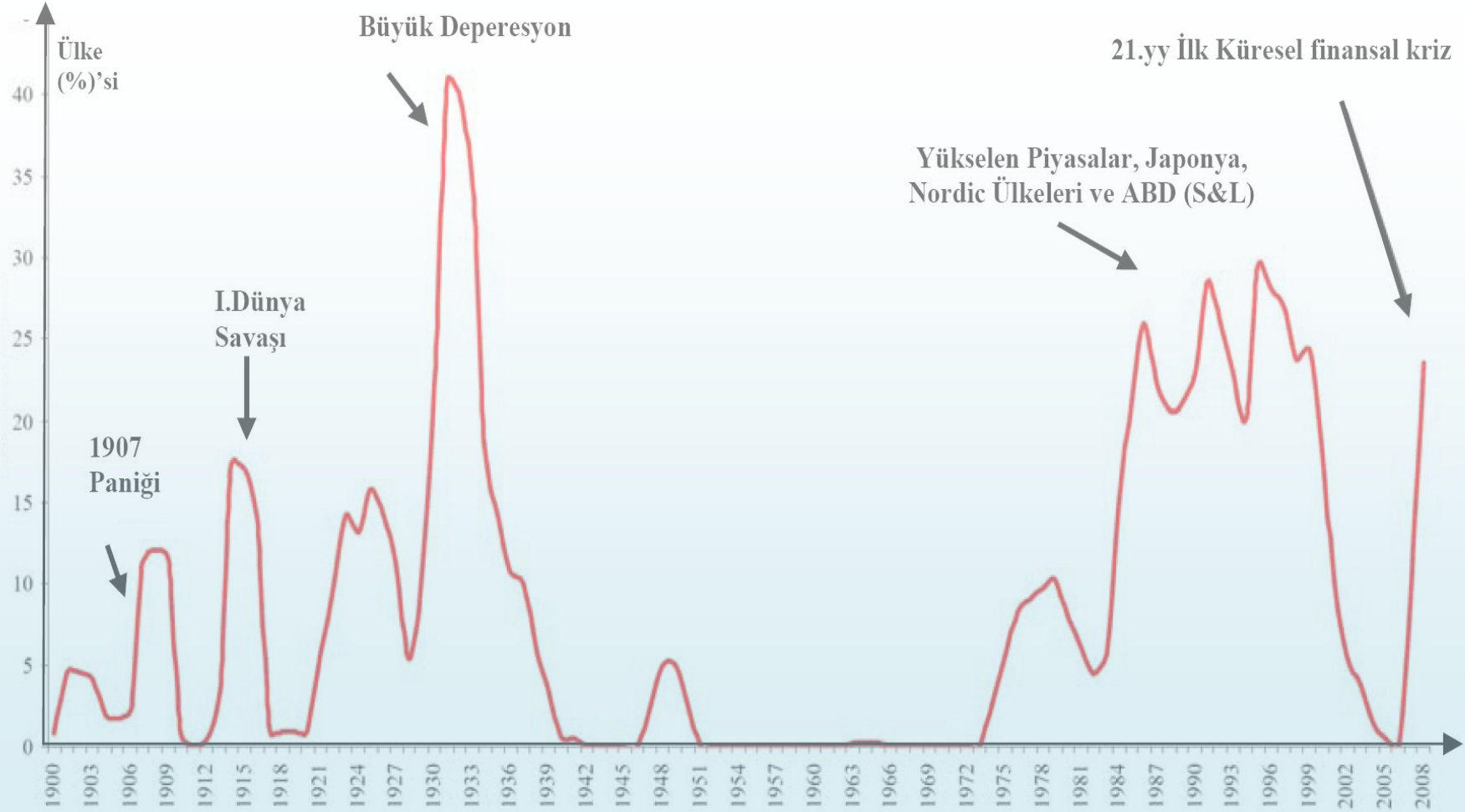
⁴⁹ Diamond, D., and Dybvig, P. (1983), Bank runs, deposit insurance, and liquidity, *Journal of Political Economy* 91, 401–419.

⁵⁰ Kaminsky, Graciela L. and M. Reinhart, Carmen. (1999), agm.

⁵¹ Demirguc-Kunt, A., and Detragiache, E. (1998a), “The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries,” *IMF Staff Papers*, Vol. 45, No. 1. 81–109.

⁵² Reinhart, Carmen M. ve Kenneth S. Rogoff. (2008), “Banking Crises: An Equal Opportunity Menace” *NBER Working Paper* 14587, s.7

Şekil-2.3.2.2. 1 BANKACILIK KRİZİ YAŞAYAN ÜLKELERİN YÜZDE DAĞILIMI
(1900-2008 Dönemi) (Ülkeler, Dünya Gelirindeki Paylarında Göre Tartılandırılmıştır)



Kaynak: Reinhart, Carmen M. ve Kenneth S. Rogoff. (2008). "Banking Crises: An Equal Opportunity Menace" NBER Working Paper 14587 s.7

Glick, Reuven, Michael Hutchison (1999)⁵³ para ve bankacılık krizlerinin finansal serbestleşmeye geçen ekonomilerde daha sık karşılaşıldığını iddia etmiştir. Bankacılık krizinin, döviz krizi için önemli bir öncü gösterge iken, döviz krizinin, bankacılık krizinin bir göstergesi olmadığını belirtmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde, finansal serbestleşmenin para ve bankacılık krizlerinin bir arada olduğu ikiz krizlere daha açık hale getirdiğini vurgulamışlardır.

2.3.2.3. Dış Borç Krizleri ve Amprik Literatür

IMF (1998)⁵⁴’in tanımladığı gibi, Dış Borç Krizi (Foreign Debt), bir ülkenin, özel veya kamu sektörü borçlarını ödeyememesi durumudur. Bir ülkenin özel veya kamu sektörüne ait borçlarını ödeyememe durumuna düşmesinin ülkeye özgü ve ülke dışı sebepleri olabilmektedir.

1970’li yıllarda ortaya çıkan petrol fiyatlarındaki beklenmedik artışlar, ülkelerin petrol faturalarının ödenemeyecek duruma getirmiş, özellikle Latin Amerika ülkelerinde dış borç krizlerine yol açmıştır. Küresel ekonomiden kaynaklanarak, ülke ekonomisinin borç ödeme yeteneğini kaybettiren şoklar, dış kaynaklı borç krizinin sebebini oluşturmaktadır.

Ülkeye özgü borç krizlerinin temel sebebi, ülkeye özgü sürdürülemez yapısal iktisadi sorunların ülke ekonomisini krize sürüklemesi olabileceği gibi, Asya Krizi’nde gözlemlendiği gibi, kamu ya da özel sektörün, yanlış-riskli borçlanma yapısı, aldığı finansal kaynakların etkin-verimli bir şekilde uygun getiriye sahip yatırımlara kanalize edememesine bağlı dış borç krizleri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Borç krizlerinin ülke ekonomisinin uluslararası kredibilitesini kaybetmesi, borçlanma imkânlarını azaltıp, risk primlerini ve borçlanma maliyetlerini artırması sebebiyle, ülke ekonomisi üzerinde önemli olumsuz etkileri söz konusu olmaktadır.

Borç krizlerinin çözümünde, borçlu ve alacaklı taraflar arasında anlaşmalar borç yenilemeler olabildiği gibi, uluslararası kurumların kredi imkânları sunması veya ülkenin borcunu aynı olarak da ödeyebilmesi söz konusudur.

⁵³ Ayrıca Bkz. Glick, Reuven, Michael Hutchison (1999) “Banking and Currency Crises: How Common Are Twins?” Federal Reserve Bank of San Francisco

⁵⁴ IMF (1998) age. s.74-75

2.3.2.4. Sistemik Finansal Krizler ve Amprik Literatür

IMF (1998)⁵⁵’in tanımladığı gibi, Sistemik Finansal Krizler (Systemic Financial Crises), finansal piyasaların, etkin bir şekilde işlevlerini yerine getiremeyecek şekilde ciddi bozulmalara maruz kaldığı ve sonucunda da reel ekonomiye büyük ölçekli zarar verdiği bir durumdur. Bir sistemik kriz, döviz krizini içerebilir, ancak bir döviz krizi tek başına ödemeler dengesine zarar vermeyebilir. Bu sebeple döviz krizi, sistemik finansal krize eşdeğer değildir.

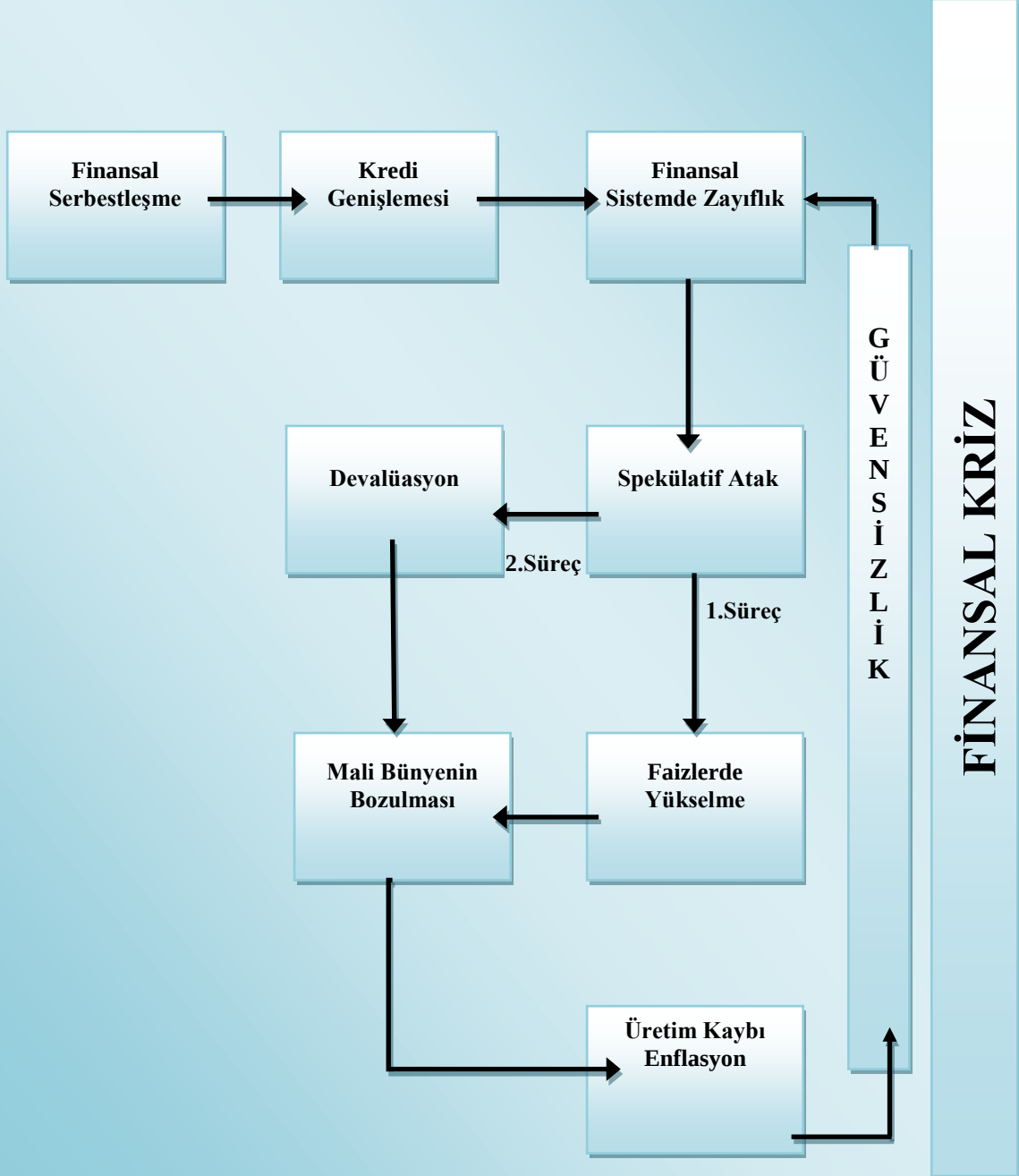
Gelişmekte olan ülkelerde karşılaşılan krizlerin başında gelen sistemik finansal krizler, yapısal iktisadi sorunlara, zayıflıklara ve düşük derinliğe sahip finansal sistemi olan ekonomilerin, doğru yönetilip yapılandırılmamış bir finansal serbestleşmeye geçmesi sonunda meydana gelmektedir. Bu süreçte, bir yandan yurtiçi fon talep edenlerin yanlış borçlanma ve kaynakları uygun alanlara yatırım olarak kanalize edememesi, diğer yandan fon arzedenlerin kısa vadeli ve yüksek oynaklığa sahip bir fon arzı sergilemesi ve bunların ötesinde, sürekli finansal ve reel kırılganlığa sahip bir ekonomi yapısının olması, düşük düzeyde bile olsa finansal, iktisadi, siyasi ve küresel şoklara karşı büyük kırılganlığa neden olmaktadır. Bu sebeple yapısal, finansal kırılganlık ve istikrarsızlığa sahip gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri, sürdürülemez tasarım hatalarına sahip iktisadi politikaları, küresel yüksek istikrarsızlık arzeden finansal serbestleşme sürecine açıldığında, sistemik finansal kriz risklerine açık hale gelmektedir.

Şekil-2.3.2.4.1’de sistemik finansal krizlerin oluşumu ve gelişim süreci verilmiştir. Buna göre, gelişmekte olan ülkelerde başlatılan finansal serbestleşme süreci devamında iyi bir şekilde düzenlenip, yönetilemezse, finansal sistemdeki zayıflık ve aşırı kredi genişlemesi, döviz rezervlerini, döviz kuru, faiz oranlarını ve firmaların mali bünyelerini olumsuz etkileyerek finansal krize yol açar⁵⁶.

⁵⁵ IMF (1998) age. s.74-75

⁵⁶ Parasız, İ. Ve Bildirici, M. (2006). Modern Konjonktür Teorileri, Ezgi Ktbv. Bursa, s.181

Şekil-2.3.2.4. 1 Sistemik Finansal Krizlerin Oluşumu Ve Gelişimi



Kaynak: Parasız, İ. Ve Bildirici, M. (2006). Modern Konjonktür Teorileri, Ezgi Ktbv. Bursa, s.181

2.4. Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Yaklaşımlar

Mishkin (1994)⁵⁷ finansal krizin tanımlanması ve çerçevesinin belirlenmesinde literatürün ikiye bölündüğünü, bunlardan birinci kesimin monetaristler ve diğer kesimin ise Kindlerberger ve Minsky'nin oluşturduğu daha eklettik bir yaklaşım olduğunu vurgulamıştır. Monetaristlerin, Friedman ve Schwarts (1963)⁵⁸ çalışmaları ile başladığını ve finansal krizleri bankacılık krizleri ile ilişkilendirdiklerini vurgulamıştır. Para arzındaki ciddi daralmaların, bankacılık sektöründe paniklere yol açarak, ABD ekonomisinde büyük iktisadi daralmalara yol açtıklarını belirtmiştir. Monetaristler, para arzında keskin azalmalar, bankacılık sektöründe panik oluşturmamayan, varlık fiyatlarındaki düşüş, iflaslardaki artışların oluşturduğu olayları gerçek finansal kriz olarak kabul etmezler. Bunları sahte finansal kriz (pseudo-financial crises) olarak tanımlamaktadırlar. Dahası hükümetin bu sahte finansal krizlere müdahalesinin gereksiz olduğunu, hatta yarardan çok yüksek enflasyona yol açmak gibi zarar getireceğini vurgulamışlardır.

Mishkin (1994)⁵⁹ monetaristlerin finansal kriz açıklamasına karşı bir görüş olarak Kindlerberger (1978) ve Minsky (1972) görüşleri sözkonusudur. Mishkin (1994)'e göre, Kindlerberger ve Minsky'nin finansal kriz üzerine temel görüşleri şu şekildedir:

“Finansal kriz, finansal ve reel sektör kuruluşların iflasları, varlık fiyatlarında düşüş, döviz kurunda bozulmalar, deflasyonlar, dezenflasyonlar veya bunların farklı bileşimlerinden oluşabilir.”

Mishkin (1994)'e göre, Kindlerberger ve Minsky'de, finansal krizler ekonomi geneline yayılan ciddi olumsuz sonuçlar doğurabilir. Bu durumda finansal krizin etkilerini sınırlamak için devlet müdahalesi gereklidir.

Mishkin (1994), Kindlerberger ve Minsky'nin finansal kriz üzerine görüşlerinin, güçlü bir finansal kriz teorisi ortaya koymadığını, diğer yandan önerdikleri devlet müdahalesinin her zaman için yararlı sonuçlar doğurmayabileceğini belirtmiştir. Monetaristlerin, finansal kriz teorisinin ise, sadece para arzındaki daralmaya ve banka

⁵⁷ Mishkin, Frederic S. (1994) “Preventing Financial Crises: An International Perspective” NBER Working Paper No. 4636, s.2

⁵⁸ Friedman, Milton and Anna J. Schwartz. (1963a), “Money and Business Cycles” The Review of Economics and Statistics, Vol. 45, No. 1, Part 2, Supplement s. 32-64

⁵⁹ Mishkin, Frederic S. (1994), agm. s.2-3

paniklerine odaklandığı için dar kapsamlı olduğunu vurgulamıştır. Diğer yandan, finansal krizlere yol açan sistemik risklerle ilgili teorik yaklaşımlar literatürde farklılaşmaktadır.

Davis (1995, 2003)⁶⁰’e göre, finansal sistemdeki krizlerin genel yapısı, finansal sistem ve kurumlara yönelik paniğe bağlı hücumlar (contagious runs) ve bu panikleri engellemeye yönelik olarak finansal sistemdeki düzenlemelerdir (financial regulation). Bu çerçevede, finansal krizlerin bütünüyle açıklamaya yönelik yaklaşımlar aşağıdaki gibidir:

- a.Monetarist Yaklaşım
- b.Aşırı-Borçlanma ve Finansal Kırılganlık Yaklaşım,
- c.Rasyonel Beklentiler Yaklaşımı
- d.Belirsizlik Yaklaşımı
- e.Kredi Tayınlama Yaklaşımı
- f.Asimetrik Enformasyon/Aracılık Giderleri Yaklaşımı
- g.Aracı Piyasalar Dinamiği Yaklaşımı

Bordo, M. (1998)⁶¹ finansal krizleri açıklamaya yönelik yaklaşımları, geleneksel yaklaşımlar içinde, monetarist yaklaşım ve finansal kırılganlık yaklaşımı olarak kabul etmiştir. Bu yaklaşımlar içerisinde, rasyonel beklentilere dayanan yaklaşımları ise rassal-para çekişi teorisi (random withdrawals theory) ve asimetrik enformasyon yaklaşımı olarak ifade etmiştir.

⁶⁰ Davis, E. P. (1995). Debt, Financial Fragility And Systemic Risk, Oxford: Clarendon Press, s.117-146

Davis, E P (2003) "Towards A Typology For Systemic Financial Instability" Economics And Finance Working Papers, Brunel University, 03-20

⁶¹Bordo, M. (1998) "Currency Crises (and Banking Crises) in Historical Perspective" EHF-Research Report No:10, s.17.

Diamond, D. and Dybvig, P. (1983)⁶² daha önce açıklandığı gibi, mevduat sahiplerinin bankacılık sektörüne yönelik güvenini olumsuz etkileyecek bir şokun, bankacılık paniği yaratarak, finansal krize yol açabileceğini vurgulamıştır.

2.4.1. Monetarist Yaklaşım

Bordo, M. (1998)⁶³, Friedman-Schwartz (1963) ve Cagan (1965)'in çalışmalarında, bankacılık kriziyle birlikte ortaya çıkan finansal krizlerin, parasal daralmanın etkilerini ortaya çıkaracağını veya daha kötüsünü yapabileceklerini iddia ettiklerini belirtmiştir. Parasal istikrarsızlığı üretmesi açısından, Friedman-Schwartz (1963) çalışmalarında, bankacılık paniklerine ayrı bir önem vermişlerdir. Monetaristler, finansal krizleri bankacılık krizleriyle birlikte ele alırlar ve krizin sebebi olarak ise, para arzındaki daralmalar olarak görürler.

Friedman ve Schwartz (1963a)⁶⁴ çalışmalarında, para arzındaki değişim oranı ve iktisadi dalgalanmalar arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Para arzındaki değişim oranı ile iktisadi dalgalanmalar arasında (özellikle gelir dalgalanmaları arasında) yakın bir ilişki bulmuşlardır.

Şekil-2.4.1.1.'de görüldüğü gibi, net ulusal gelir ve para arzı serilerinin hareketli standart sapmalarındaki oransal değişim ilişkisi verilmiştir. Grafiğe göre, para arzındaki değişim net ulusal gelirden önce dalgalanma göstermektedir.

Friedman ve Schwartz (1963a,b), para arzındaki daralmaların bankacılık kesimi dengelerini olumsuz etkileyerek bankacılık sektöründe paniklere yol açarak iktisadi dalgalanmalara yol açtığını belirtmişlerdir. 1875-1938 dönemindeki 6 krizde, bankacılık kesimi nakit-mevduat oranındaki bozulmayı, bankacılık krizlerinin eşlik ederek iktisadi dalgalanmaların ortaya çıktığını belirtmişlerdir. Friedman ve Schwartz (1963), Cagan'ın da çalışmalarında para arzındaki değişim ve iktisadi dalgalanmalar arasında yakın bir ilişki bulunduğunu iddia etmişlerdir.

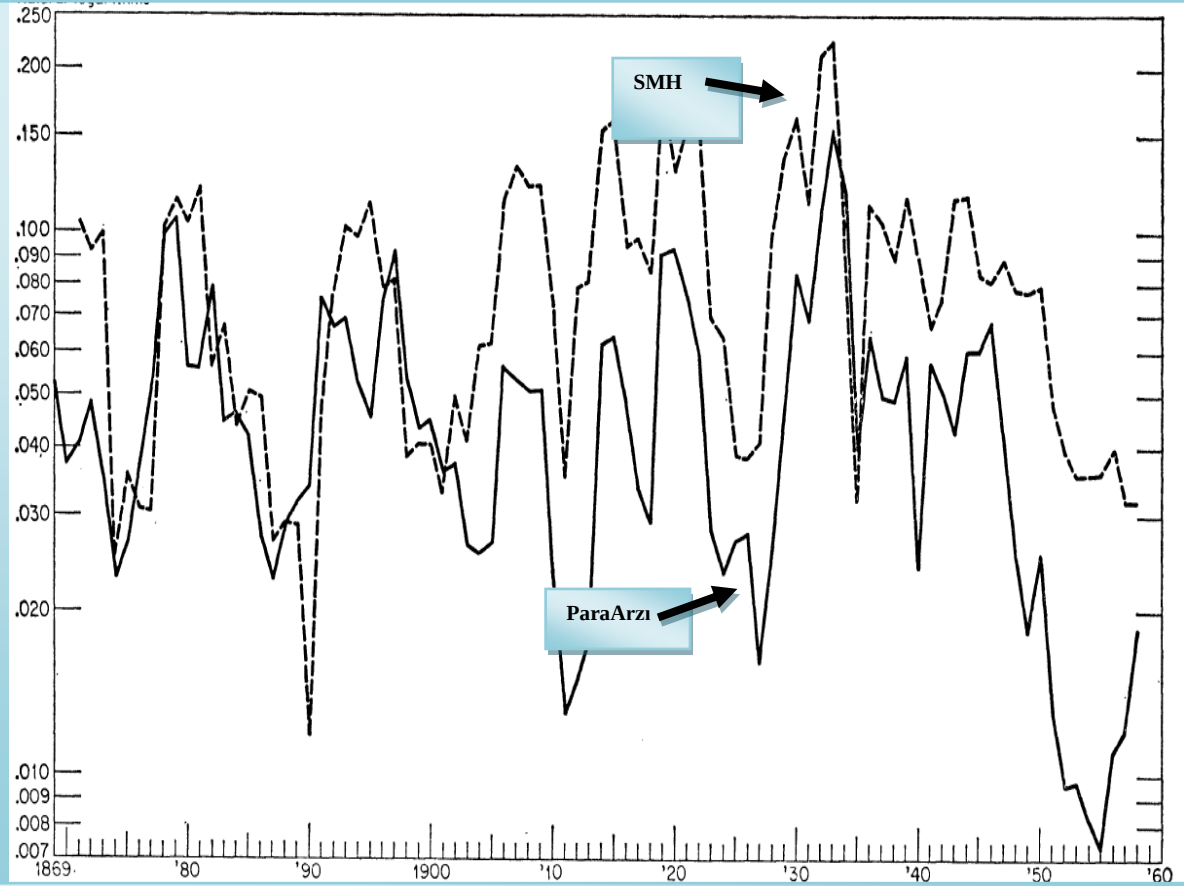
⁶² Diamond, D., and Dybvig, P. (1983), Bank runs, deposit insurance, and liquidity, Journal of Political Economy 91, s.401-419.

⁶³ Bordo, M. (1998), agm. s.17

⁶⁴ Friedman, Milton and Anna J. Schwartz. (1963a), "Money and Business Cycles" The Review of Economics and Statistics, Vol. 45, No. 1, Part 2, Supplement pp. S.32-64

Bordo, M. (1998),’ye göre, bankacılık krizlerinin oluşmasında, Friedman ve Schwartz’ın, bankalara karşı güvenlerini kaybeden toplumun, mevduatlarının nakde çevirme paniği olduğunu vurguladıklarını belirtmiştir.

Şekil-2.4.1. 1 ABD Ekonomisi İçin Para Arzı ve Gelir (SMH) (Hareketli Standart Sapma,%)



Kaynak: Friedman, Milton and Anna J. Schwartz. (1963a), “Money and Business Cycles” The Review of Economics and Statistics, Vol. 45, No. 1, Part 2, Supplement s. 32-64

Minsky (1963)⁶⁵, Friedman ve Schwartz (1963a) çalışmasına pek çok açıdan eleştiri getirerek, çalışmanın, iktisadi dalgalanmaların açıklamasında dar anlamda parasal faktörlere indirgeme yapmanın, örtük bir ideolojik boyutu olduğunu ve daha gerçekçi olgularla çalışmanın desteklenmesi gerektiğini vurgulamıştır.

⁶⁵ Minsky, Hyman P. “Comment” on Friedman, Milton and Anna J. Schwartz. (1963a), “Money and Business Cycles” The Review of Economics and Statistics, Vol. 45, No. 1, Part 2, Supplement s. 32-64

2.4.2. Aşırı Borçluluk-Finansal İstikrarsızlık Yaklaşımı

Finansal krizlerin oluşmasında önemli faktörlerden birisi, iktisadi birimlerin, iktisadi beklentilerine göre, yatırım kararlarındaki, dolayısıyla borçlanma kararlarındaki yanlışlıkların rolüdür. Bu yanlışlıklar kitlesel olduğunda, finansal sistem kırılgan bir duruma ulaşır ve daha sonra ortaya çıkacak panik ise finansal krizleri tetikler. Aşırı iyimser beklentilere bağlı yapılacak aşırı yatırım eğilimleri ekonomide yapay bir zirvenin oluşmasına imkân verir. Ne var ki, daha sonra sürdürülemeyecek bu zirve durumu bir dibe dönüşür. Bu durum, ekonomideki reel yatırımların, reel dengelerden kopuk bir sıçramasının sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bordo, M. (1998), Fisher, I. (1932 ve 1933) “Aşırı Borç-Deflasyon” hipotezinin, Minsky, H. (1977), Kindlerberger, C. (1978), Kaufman, H. (1986), Friedman, B.(1986) ve King, M. (1994)’ tarafından iktisadi krizleri açıklamak için geliştirdiklerini belirtmiştir.

Minsky, Hyman P. (1992)⁶⁶, borç-deflasyonu (debt-deflation) durumunun, Irving Fisher (1933), çalışmalarında ortaya koyduğunu, Charles Kinleberger (1978) tarafından dengesizliğin beslenme süreci olarak geliştirdiğini, Martin Wolfson (1986) tarafından ise, finansal istikrarsızlıkla ilgili bir veri seti ve iktisadi dalgalanmaların çeşitli finansal kriz teorileri açısından incelemesini gerçekleştirdiğini belirtmiştir.

Fisher, I. (1933)⁶⁷ iktisadi dalgalanmalarda daralma dönemine geçişi, aşırı borçlanmaya ve deflasyona bağlamıştır. Bu yaklaşıma göre, dışsal pozitif şoklarla, iktisadi dalgalanmada zirve dönemine gidiş sürecinde, yatırımcılar, aşırı güven ve kazanç beklentileri sebebiyle aşırı borçlanma ve aşırı yatırımlara yol açar, bir süre sonra, aşırı borçluluk, likidite sıkıntısına yol açacaktır. Bu durumda, kredi verenler ve alanlarda bir panik ortaya çıkacaktır. Bu durumda, likidite sıkışıklığı, satış baskısı yaratıp, mevduat daralmaları oluşturup, paranın dolaşım hızı yavaşlayacaktır. Bu tekrar satış baskısı yaratarak, fiyat seviyesinde düşüş başlayacak bunun sonucunda, yatırımların değeri düşerek, iflaslar ortaya çıkacaktır. Bu durum karlardaki düşüş benzeri bir etkiyle, üretim, ticaret ve istihdamda daralmalara yol açacaktır. Beklentilerin

⁶⁶ Minsky, Hyman P. (1992). “ The Financial Instability Hypothesis” The Jerome Levy Economics Institute Of Bard College, Working Paper No. 74, Prepared For Handbook Of Radical Political Economy, Edited By Philip Arestis And Malcolm Sawyer, Edward Elgar: Aldershot, 1993. S.1-10

⁶⁷ Fisher, I. (1933), ""The Debt Deflation Theory of Great Depressions"", Econometrica, 1: 337-57

bozulması, güven kaybı, stokları artıracak, bu durumda nominal değişkenlerde düşüş olurken reel değişkenler yükselecektir. Süreç kendini yeniden tekrarlayarak devam edecektir. Davis (1995, 2003), borç ve finansal kırılganlık yaklaşımının, finansal krizlerin, bir kredi genişlemesi döneminin son evresinde ortaya çıkan pozitif bir şok sonucunda, borçların aşırı yükselmesi, kreditorlerin yanlış fiyatlama yapmaları ve bir varlık balonun ortaya çıkmasına yol açmasıyla baş gösterdiğini, devamında ise, negatif bir borç şokuyla bankacılık krizinin ortaya çıktığının belirtmiştir.

• Hyman Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık (Instability) Hipotezi

Minsky, Hyman P. (1992)⁶⁸, geliştirdiği, finansal istikrarsızlık hipotezinin, Keynes'in "Genel Teorisi" nin özü olduğunu vurgulamıştır. Finansal istikrarsızlık hipotezinin, diğer yandan, Schumpeter (1934)'in para ve finansman kredi görüşünden de esinlendiğini vurgulamıştır. Minsky, Hyman P. (1992), iktisadi sistemin, ekonomideki dalgalanmalara karşı tepkisinin, dalgalanmayı güçlendirmesi şeklinde olduğunu belirtmiştir. Diğer bir ifadeyle, enflasyon, enflasyonist süreci, deflasyon, deflasyonist süreci besler. Ekonomideki bu dalgalanmaları düzeltmek için yapılan devlet müdahaleleri, tarihsel süreç içerisindeki krizlerde, her zaman yeterli etkinlik sağlamamıştır. Diğer yandan iktisadi sistemdeki ortaya çıkan krizler, Smith ve Walras'ın iddia ettiği gibi ekonominin her zaman dengede olmadığını bir göstergesi olarak ortaya çıkmaktadır.

Minsky, Hyman P. (1992), finansal istikrarsızlık hipotezinin, teorik argümanının, kompleks sofistike finansman sisteme ve pahalı sermaye varlıklarına sahip bir kapitalist sisteme sahip bir ekonomi varsayımı ile başladığını, temel iktisadi sorunun ise, Knightyan betimlenen, veri kaynakların alternatif kullanımları arasında dağılımının yapılması yerine, ekonominin sermaye gelişimi olduğunu vurgulamıştır. Kapitalist sistemin sermaye gelişimi, gelecekteki para için bugünkü paraların değişimiyle birlikte seyreder. Bugünkü para, yatırım malları çıktısı elde etmek için, kaynaklar harcanır. Diğer yandan, gelecekteki para, firmanın sermaye varlıklarını artıracak olan karlardır. Kapitalist sistemde, geçmiş, bugün ve gelecek, sadece sermaye varlıkları ve işgücü nitelikleri ile ilişkili olmayıp, aynı zamanda, finansal ilişkilerle de

⁶⁸ Minsky, Hyman P. (1992). Agm. s.1-10

bağlantı içerisindedirler. Finansal ilişkilerin daha karmaşık yapısına rağmen, sistemin davranışında anahtar belirleyicisi kar düzeyidir. Finansal istikrarsızlık hipotezi, Kalecki (1965) -Levy (1983) , toplam talebin, karı belirlediği görüşlerini kapsamaktadır.

Minsky, Hyman P. (1992), finansal istikrarsızlık hipotezinin, kapitalist sistemdeki, borçların etkisi ve borçların gerçekleşmesi üzerine bir teori olduğunu vurgulamıştır. Paranın miktar teorisinin aksine, finansal istikrarsızlık hipotezi, bankacılık sektörünün, kapitalist sistem için çok önemli etkisi olan bir karlılık sürecine göre çalıştığını kabul etmektedir. Bankacılık sektörü (finans sektöründeki tüm aracılar anlamında), karlılıklarını artırmak için, sürekli finansal inovasyonlar yaparlar. Minsky, Hyman P. (1992), finansal sistemdeki, finansal inovasyonların, ortodoks paranın miktar teorisinin temel varsayımı olan paranın dolaşım hızının sabitliğini geçersiz kılacağını belirtmiştir. Minsky, Hyman P. (1992), finansal sistemde, iktisadi birimlerin borçlarının/finansman yapıları için üç tür yapı tanımlanabilceğini belirtmiştir. Bu finansman yapıları:

a)Hedge Finansman

b)Spekülatif Finansman

c)Ponzi Birimler

Hedge finansman birimleri, tüm borçlarını, nakit akımlarıyla yerine getiren birimlerdir. Borçlanma yapısında, sermaye finansmanın ağırlığı arttıkça, hedge finansman, yapısı da artacaktır. Spekülatif finansman birimleri, borçlarını, nakit akımları yetmese de, gelir hesaplarıyla ödeyen birimlerdir. Bu birimler, borçlarını, borçla çevirme gereksinimi duyarlar. Ponzi Birimleri, faaliyetlerinden elde ettiği nakit akımları, aşırı yüksek borçları sebebiyle, ne borçlarının anaparasını, ne de faizlerini ödemeye yetmez. Bu birimler, faizlerini ödemek için bile borçlanırlar. Gelecekteki gelirleri bile borçlarının faizlerini ödemeye yetmeyebilir. Finansal istikrarsızlık hipotezi, ekonomideki, borçlanma rejimlerinin yapısına göre, finansal istikrarsızlık yapısının şekilleneceğini vurgulamıştır. Ekonomideki istikrarlı yapı, finansal sistemdeki istikrarsız rejim türüne göre, zamanla istikrarsızlığa doğru gider. En son aşamda, finansal sistemde, Ponzi Birimleri'nin egemen olduğu finansman rejimi de çöker ve

iktisadi sistem krize girer. Hyman P. Minsky (1992)⁶⁹'nin geliştirdiği finansal kırılganlık hipotezinin temel özelliği şu şekildedir.

“Kapitalist sistem, dışsal şoklar olmadan da, içsel sebeplere bağlı olarak iktisadi dalgalanmalar yaratabilir, bunu etkileyen faktörlerden birisi,

(1) kapitalist ekonomilerin içsel dinamiği,

(2) kapitalist sistemdeki bu kırılgan yapı, müdahale ve düzenlemelerle bir bant aralığında seyrettirebilir olmasıdır.”

2.4.3. Rasyonel Beklentiler Yaklaşımı

Rasyonel Beklentiler Yaklaşımı temelinde bazı kriz modelleri geliştirilmiştir. Bu modeller arasında, rasyonel spekülatif balonlar olarak kabul edilen, Cinnet (manias) ve sabit fiyat rejimine spekülatif atak şeklinde, hücumlar ve paniklerdir.

Davis (1995)⁷⁰, Flood ve Garber (1982)'in rasyonel beklentileri, Muth (1961)'in vurguladığı -iktisadi birimlerin fiyat hareketleri ile ilgili sürecin, altında yatan ekonomik modelin yapısal bilgisini içeren bilgi seti üzerine koşullu matematiksel beklentiler-anlamında incelediklerini belirtmişlerdir. Ne var ki, piyasa fiyat değişimleri ile ilgili beklenti oranı, varlık piyasalarındaki normal olan mevcut piyasa fiyatını etkilerse, iktisadi birimlerin beklentilerinin rasyonelliği için tek bir açıklama yoktur. Tek bir piyasa denge koşulu olmasına rağmen, çözüm için iki endojen değişken olan, piyasa fiyatı ve piyasa fiyatındaki değişimin beklenen oranı gerekmektedir. İktisadi birimler rasyonel beklentileri, sistematik tahmin hatası yapmamak için kullandıkça, fiyat ve fiyat değişim oranı arasındaki pozitif ilişki, fiyat ve reel fiyat değişim oranını etkiler. Bu koşullar altında, beklentiler, fiyatları ekonomin temel dengelerinden kopuk olarak sürükler. Bu durum bir fiyat balonunu oluşturmaktadır.

Blanchard and Watson (1982)⁷¹, spekülatif balonların, finansal piyasalarda rasyonel davranışlarla yürütüldüğünün inkar edilemeyeceğini ve bu balonların reel ekonomi üzerinde etkileri olduğunu vurgulamıştır. Balonların çoğu piyasada, rasyonellikle tutarlı olduğunu belirtmişlerdir. Bu durumda, varlık fiyatları ve piyasa çöküşlerinde kaçış sergilemenin, rasyonel balonlarla tutarlı olduğunu vurgulamışlardır.

⁶⁹ Minsky, Hyman P. (1992). Agm. s.3-10

⁷⁰ Davis, E. P. (1995). age. S.133-134

⁷¹ Blanchard, Olivier J. And Mark W. Watson (1982) “Bubbles, Expectations and Financial Markets”NBER Working Paper No. 945 s.1-30

Davis (1995), Blanchard and Watson (1982)'ın rasyonel balon tanımı olarak, balonun devam edeceği veya patlayacağı olasılığı içerdiğini, balon devam ettikçe, ortalama getirinin, bir kriz riskini telafi etmek için, risksiz getiri oranını aşacağını vurgulamıştır. Rasyonel beklentiler temelli kriz yaklaşımı, Krugman (1979), Flood ve Garber (1984) ve Obstfeld (1986) modellerinde de görülür. Bu modellerde, zayıf iktisadi temellere sahip bir ekonomide, sınırlı rezervle, sürdürülemez döviz kuru politikaları durumunda, spekülörler, rasyonellik çerçevesinde, kazançlarını maksimize etmek için, uygun zamanı bekleyerek döviz kuruna spekülatif atak yaparlar .

2.4.4. Belirsizlik Yaklaşımı

Knight, Frank H. (1921)⁷², iktisadi faaliyetlerde, karlılık süreçlerinde risk ve belirsizliğin önemli rolü olduğunu ifade etmiştir. Riski, ölçülebilir belirsizlik olarak tanımlarken, belirsizliğin ise ölçülemediğini vurgulamıştır. Diğer yandan, Knight, belirsizliğin toplumsal ve iktisadi gelişim sürecinde çok büyük role sahip olduğunu belirtmiştir. Meltzer A. H. (1982)⁷³, finansal krizleri anlamada belirsizliğin önemini vurgulamıştır. Belirsizliğin, sadece objektif olasılıkların indirgenmesine duyarlı olmadığını, fakat aynı zamanda, rekabetçi piyasalarda, kar fırsatları da sunduğunu belirtmiştir. Belirsizliğin, durağan olasılık dağılımları ile temsil edilemeyecek rassal elementlerin olduğu değişen bir ekonomik çevreyi yansıttığını ifade etmiştir. Belirsizlik, savaşlar, ihtilaller, finansal krizler ve bunların iktisadi sonuçları gibi, etkileri tamamen objektif analize karşı olan durumlara uygulanır. Bu durumlar iktisadi çevreyi, tahmin edilip, gerekli önlemlerin alınamayacağı bir rejime sürükler.

Davis, E. P. (1995), bilgi eksikliği ve belirsizlik ortamında karların, fırsatlar ve inovasyonlar sayesinde elde edilebileceğini, Shafer (1986)⁷⁴ ve Schumpeter (1942)⁷⁵'de yaratıcı yıkımlara yol açan inovasyonların, finansal piyasalarda da artan bir şekilde ortaya çıktığını vurgulamıştır. Bu sürecin, krizlere yol açıp açmayacağını, yıkıcılığın yapısına bağlı olduğunu belirtmiştir. Eğer inovasyon yapan birimler, etkinsiz firmaların

⁷² Knight, Frank H. (1921) Risk, Uncertainty And Profit, Beard Books, 2002

⁷³ Meltzer A. H. (1982), "Rational Expectations, Risk, Uncertainty, and Market Responses", in P. Wachtel (ed.), Crisis in the Economic and Financial Structure, Salomon Bros. series on Financial Institutions and Markets, Lexington Books, Lexington, Mass

⁷⁴ Shafer J. R. (1986), "Managing Crises in the Emerging Financial Landscape", OECD Eco. Studies, 8: 56-77.

⁷⁵ Schumpeter J. E (1942), Capitalism, Socialism and Democracy; republ. by Unwin Paperbacks, London, 1974.

pazar paylarını elde ederler, riskler doğru şekilde fiyatlanırsa, firmaların sermaye yapısı yeterince güçlü ise ve inovasyon faaliyetlerindeki risk doğru şekilde dağıtılırsa, bu durumda kriz ortaya çıkmaz. Ancak firma bilançolarını olumsuz etkileyecek durumlarda kriz ortaya çıkabilecektir. Belirsizlik ve finansal krizler arasındaki ilişki, Keynezyen iktisadi analizin odak noktalarından birisidir. Özellikle Post-Keynezyen iktisatta belirsizlik, piyasa istikrarsızlıklarının temelinde yer alan en önemli faktörlerden birisidir. Çünkü belirsizlik altında, girişimcilerin kazanç beklentilerinde, sermayenin marjinal verimliliğinin hesaplanmasında yaratacağı belirsizlik, manipulasyonlar ve spekülasyonların altında oluşan oynaklıklar krizlere yol açabilecektir.

2.4.5. Asimetrik Enformasyon ve Aracılık Maliyetleri Yaklaşımı

Bordo, M. (1998), finansal krize yol açacak, sistemik risklerden birisinin Mishkin (1990)'de vurgulanan asimetrik enformasyon olduğunu belirtmiştir.

Mishkin, F.S. (1991)⁷⁶ asimetrik enformasyon literatürünün, Akerlof (1970)'a kadar uzandığını, buna göre bir sözleşmeye konu olan taraflar arasında bilginin eşit olmayan dağılımına bağlı olarak ortaya çıkan belirsizlik ve tarafların dürüst olmaması (ahlaki tehlike) yanlış kararların alınmasına (ters seçim) yol açarak, kaynakların etkin dağılımını olumsuz etkileyerek, refah kaybına rol açacaktır. Eğer bu yapılar, ekonomi geneline yayılırsa, ekonomi genelinde krizler ortaya çıkabilecektir. Mishkin (2001)⁷⁷, finansal sistemin, verimli yatırımlar için iktisadi birimlere finansman sağlamak olduğunu belirtmiştir. Ancak, finansal sistemde, tarafların birbirlerinin kredi değerini bilmelerinin kaynakların etkin dağılımında önemli bir faktör olduğunu, eğer ki, taraflar arasındaki asimetrik enformasyon, ahlaki tehlike durumları söz konusu olursa bu durumda, tarafların ters seçim yaparak, kaynakların etkin dağılımını sağlayamayacaklarını, bu durumun finansal sistem içerisinde bir ölçeğe ulaşması durumunda da finansal istikrarsızlığa ve finansal krizlere yol açabileceğini vurgulamıştır. Mishkin(2001), finansal krize yol açan asimetrik enformasyon sorunlarını artıran dört faktör söz konusudur. Bu faktörler:

⁷⁶ Mishkin, F.S. (1991) "Asymmetric Information And Financial Crises: A Historical Perspective" NBER, Working Paper No. 3400, s.1-10

⁷⁷ Mishkin, F.S. (2001). Financial Policies And The Prevention Of Financial Crises In Emerging Market Countries. NBER Working Paper. 8087.

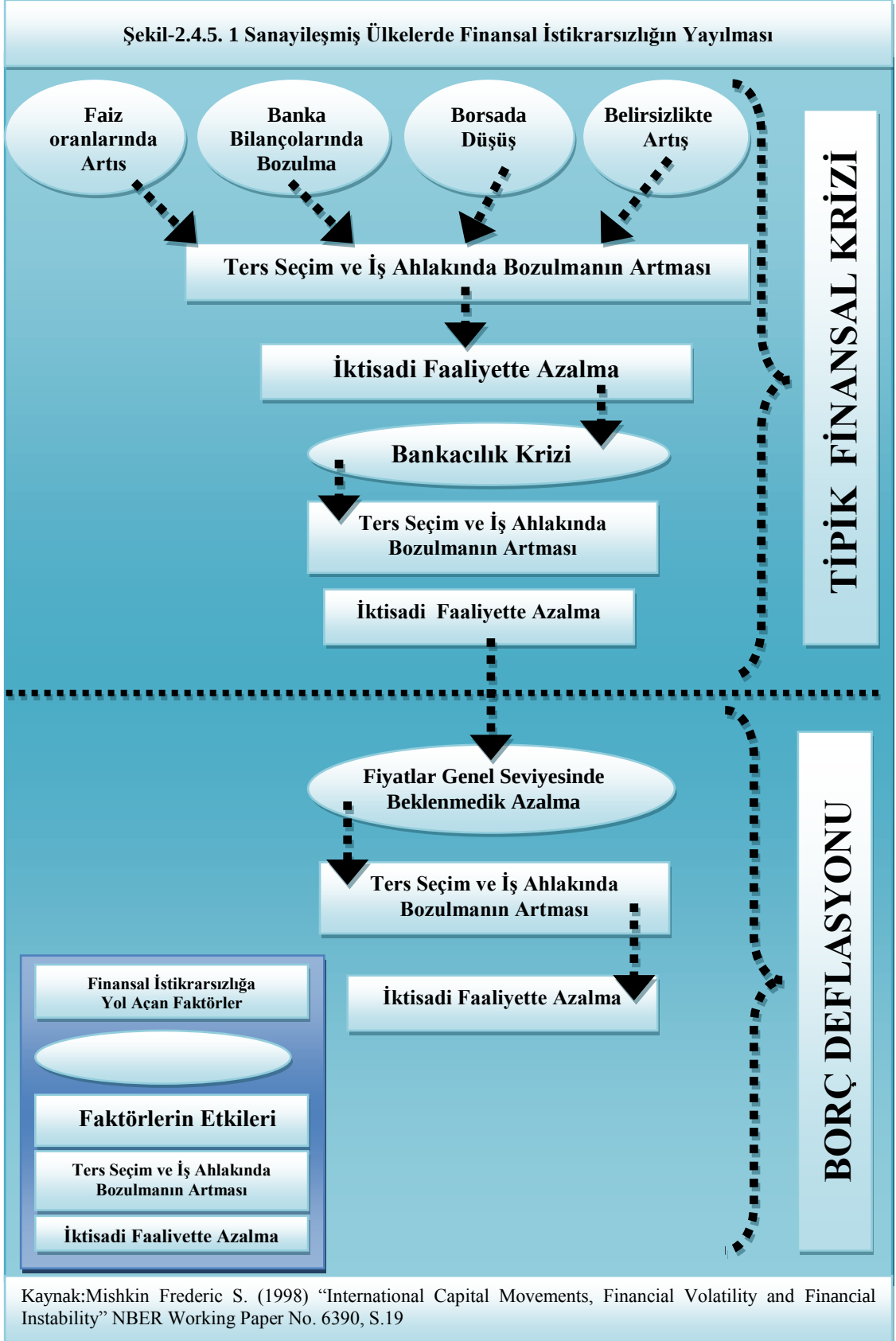
- a)Finansal Sektör Bilançolarında Bozulma
- b)Faiz Oranlarında Artış
- c)Belirsizlikte Artış
- d)Varlık Fiyatlarındaki Değişime Bağlı Olarak Reel Sektör Bilanço Bozulma

Bu bağlamda, finansal sistemde, bankacılar ve finansal aracılarn önemi, finansal kaynakların, doğru dağılımını sağlamaktır. Eğer finansal sistemde, finansal kaynakların dağılımı yanlış olursa bu defa, kaynak dağılımındaki etkinsizlik, verimli yatırımlara gidecek kaynakları azaltarak, verimsiz kaynaklara daha fazla kaynak gitmesine yol açar. Bu durumda, yanlış finansal kaynak dağılımı bir süre sonra kredi dönüşlerini ve dağılımını daha da olumsuz etkileyerek, asimetrik enformasyon, ahlaki tehlike ve ters seçim faktörlerine bağlı olarak güvensizliği, devamında belirsizliği artıracak, bu koşullar altında faizler artacak, artan faiz oranları, borçlanma maliyetlerindeki artış bir süre sonra reel sektör bilançolarında bozulmayı artırarak, finansal krizlerin ortaya çıkmasına yol açacaktır⁷⁸. Finansal istikrarsızlığa yol açan faktörler gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için farklılık arz etmektedir. Mishkin (1999)⁷⁹ çalışmasında gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler için finansal istikrarsızlığa yol açan faktörleri belirtmiştir. Mishkin (1999)'e göre, sanayileşmiş ülkeler ve yükselen piyasa ekonomileri arasında istikrarsızlığın yayılma mekanizmaları açısından iki önemli kurumsal fark söz konusudur. Sanayileşmiş ülkelerde enflasyonun düşük olması, uzun vadeli borçlanma yapısına sahip olunması döviz kuru risklerini azaltmaktadır. Diğer yandan, yükselen piyasa ekonomilerinde yüksek ve değişken enflasyon oranları, borçlanma yapısını kısa vadeli yapmakta, döviz kurunu ise istikrarsız kılmaktadır. Sanayileşmiş ülkeler ve yükselen piyasa ekonomilerinin finansal yapılarındaki kurumsallığın farklılaşması riskleri de etkilemektedir. Kurumsal yapılarındaki farklılıklar finansal istikrarsızlığında yayılma mekanizmalarını da farklılaştırmaktadır. Şekil-2.4.5.1. gelişmiş ülkelerdeki finansal istikrarsızlığın yayılma mekanizmalarını gösterirken, Şekil-2.4.5.2 gelişmekte olan ülkeler için finansal istikrarsızlığın yayılma mekanizmalarını göstermektedir. Finansal istikrarsızlığı tetikleyen faktörler olarak, faiz

⁷⁸ Mishkin, F.S. (2001). Financial Policies And The Prevention Of Financial Crises In Emerging Market Countries. NBER Working Paper. 8087.

⁷⁹ Mishkin, F.S. (1999). Lessons From The Tequila Crisis. Journal Of Banking And Finance. 23, s..1521–1533.

oranındaki artış, banka bilançolarındaki bozulma, borsadaki düşüş ve belirsizlikteki artış gelmektedir.

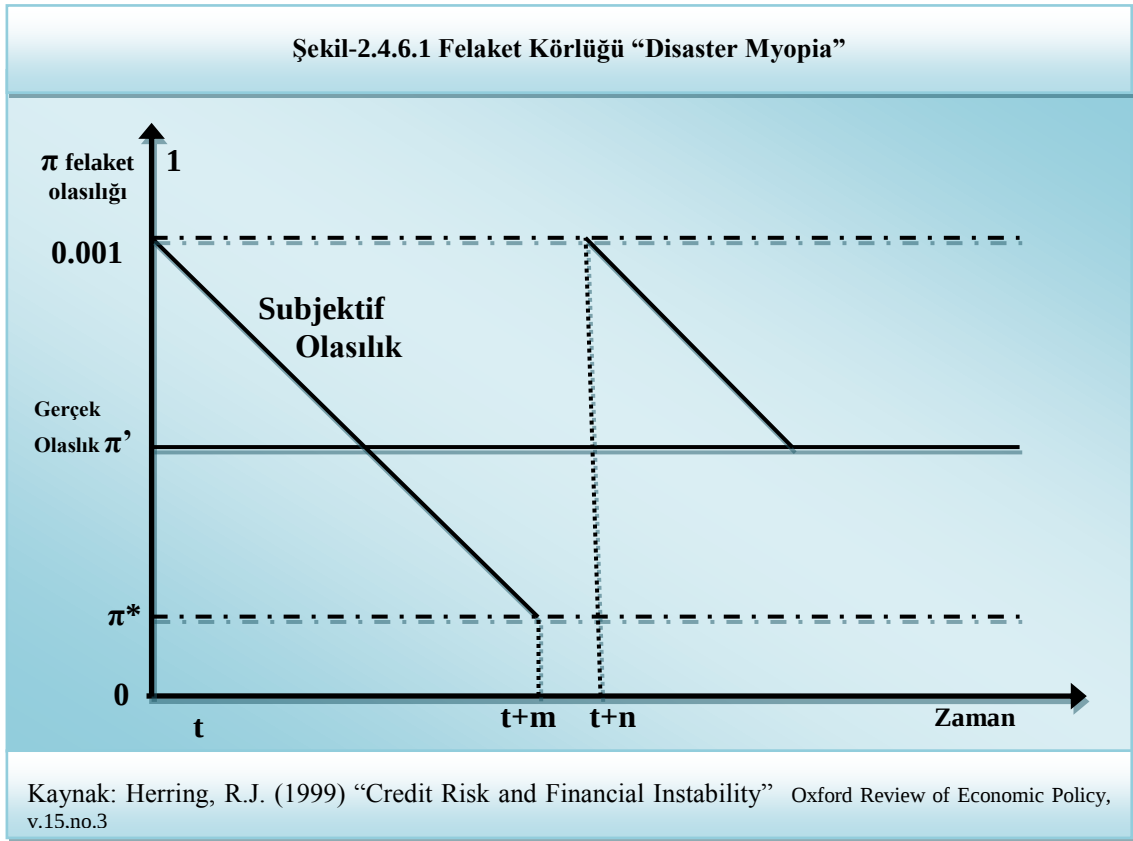


Bu faktörlerdeki bozulma derecesi finansal istikrarsızlığın derecesini belirlemektedir. Ülkeler arasındaki önemli farklardan birisi, yükselen piyasa ekonomilerinde finansal istikrarsızlığa bağlı olarak hem döviz kuru krizi hem de bankacılık krizi ortaya çıkmaktadır.



2.4.6. Kredi Tayinlaması Yaklaşımı

Guttentag J. M. And Herring R. J.(1984)⁸⁰, mikroekonomi düzeyinde ödünç verme sürecinde rekabetçi bir piyasada, kredi şoklarının subjektif olasılıklarına bir tepki olarak risk primlerinin nasıl oluştuğunu modellemişlerdir. Ahaki tehlikenin, kredi tayinlamasına ve minimum sermaye gereksinimine nasıl yol açtığını ortaya koymuşlardır ve finansal krizlerin ortaya çıkmasında, kredi tayinlaması yaklaşımı (Credit Rationing) geliştirilmiştir. Buna göre, ekonomideki bir negatif şokun etkisi geride kaldıktan sonra, kredi koşullarının aşırı kolaylaştırılmasına bağlı olarak, subjektif risk olasılığının zamana göre azaldığını ancak, gerçek risk olasılığının sabit kaldığı veya arttığı durumda, kredi tayinlama derecesindeki ani sıçramaya bağlı olarak tekrar bir negatif şokla subjektif risk olasılıklarının sıçrama göstermesi, sistemin finansal krize girmesine yol açmaktadır.



⁸⁰ Guttentag J. M. And Herring R. J.(1984a), "Credit Rationing And Financial Disorder", Journal Of Finance, 39:s.1359-1382

Şekil-2.4.6.1.'de görüldüğü gibi, risklerin objektif hesaplanmasından bu sapma durumuna, felaket körlüğü, “Disaster Myopia” denilmektedir⁸¹. Buna göre, gerçek olasılık π iken, subjektif olasılık, π^* 'a kadar düşmektedir. Bu durumda, risk algılarını bozacak bir şok oluştuğunda, subjektif olasılıkta (t+n) zamanında, gerçek olasılığın üzerinde, bir sıçrama ortaya çıkar ve krize yol açar. Krizin, süresi ve derinliği ve toplam ekonomik kayıp, sistemin kırılgan yapısına yönelik şokun büyüklüğüne ve kreditorün davranışını etkileyecek yapısal ve kurumsal yapılar , koşulların sayısına bağlı olmaktadır. Finansal sistemde ortaya çıkacak bir istikrarsızlık durumunda, kredi verenlerin göstereceği yaklaşım ve ortaya çıkan kredi riski mikroekonomi ve makroekonomi anlamında finansal sistemdeki istikrarsızlıkları artırmaktadır.

Finansal sistemde krizleri açıklamaya yönelik geliştirilmiş farklı yaklaşımlar da sözkonusudur. Bunlar arasında, ikincil piyasalarda dışsal şoklardan kaynaklanan asimetrik enformasyona bağlı aracı piyasalarındaki çöküşler (Market Collapse in Dealer Markets) yer almaktadır.

2.5. Finansal Krizlerle İlgili Konjonktür Teorileri

2.5.1. K.Marx ve Finansal Kriz

Marx, yaşadığı dönemde, kapitalist iktisadi sistem ve yarattığı adaletsizlikleri açıklayıp eleştiriler getirmiş, kapitalizmin yarattığı adaletsizlikler ve içsel dengesizliklere bağlı olarak yıkılıp, alternatif bir sistem olarak sosyalizme geçileceğini iddia etmiştir. Marx çalışmalarında, kapitalizmin esaslı bir açıklaması ve eleştirisini yapmıştır. Marx, kapitalist sistemde direkt bir finansal kriz formülasyonu üzerine durmasa da, sistemin genel iktisadi krizinin sebepleri ve sonuçlarının formülasyonu üzerine yoğunlaşmıştır.

Marx'a göre, kapitalistler ve dolayısıyla kapitalizm, işçilerin yarattığı artı değerın sömürölme oranı (s) bağılı olarak oluşın kar oranlarına [$kâr\ oranı = [(s/v)/(1+c/v)]$] bağılı olarak yaşamaktadır. Diğer yandan, kapitalistler sömürü oranı (s) ve kar oranlarını artırmak için, üretimdeki girdi yapısı içinde sabit sermayenin (c) payını, sürekli değişken sermaye (v) emek aleyhine artırmaya çalışır. Ancak ne var ki,

⁸¹ Herring, R.J. (1999) “Credit Risk and Financial Instability” Oxford Review of Economic Policy, v.15,no.3, s.63-79

sermayenin organik bileşiminin, sömürü oranından daha hızlı artması, kar oranlarını düşürür. Bir yandan makineleşmeye bağlı olarak ücretlerin düşmesi, diğer yandan karların düşmesine bağlı olarak kapitalistler arası rekabetin artması, işçilerin güçlenmesi, kapitalistlerin ise güç kaybetmesine doğru giden ve sonucunda işçilerin kapitalistleri devirerek, sosyalist sistemi kuracakları bir sürece gider. Bu bağlamda, Marx'ta finansal kriz, reel ekonomideki, aşırı üretim/eksik tüketim ve bölüşüm cephesindeki sorunlara bağlı olarak ortaya çıkan reel krize bağlı olarak kapitalistler arasındaki, para-kredi mekanizmalarının çöktüğü, para-meta-para döngüsünün kendisini yeniden üretemeyerek krize sürüklenmesine denk gelir.

2.5.2. T.Veblen ve Finansal Kriz

Veblen (1904)⁸², kredi genişlemesine bağlı kar oranlarındaki dalgalanmalara bağlı olarak finansal kriz teorisi geliştirmiştir. Buna göre, ekonomide kredi genişlemesine bağlı olarak, ekonomi genelinde kar beklentilerindeki artış ekonomiyi genişleme evresine taşır, ne var ki bu süreçte yapılan yatırım genişlemesinin maliyeti, hâsılatı aşabilmektedir. Bu durumda, zararlar ortaya çıkmaya başlar. Kazançlar düşer. Likiditasyon eğilimi artar, krediler iptal olur, faiz oranları artar, fiyatlar düşer, varlık fiyatları düşer, bu durum ekonomi geneline yayılır ve kriz ortaya çıkar. Veblen'e göre, iktisadi faaliyetlerin üç sahfası olarak, öncelikle iktisadi birimlerin risk iştahının artması (aşırı genişleme, coşku (exaltation)), sonrası depresyon ve krizdir. Krizin temel sebebi, aşırı kredi genişlemesi sonucunda, kar beklentilerinin azalma eşiğinden itibaren, likiditasyonun artma eğiliminin yarattığı paniğin, finansal sistem üzerinde yarattığı olumsuz etkidir.

2.5.3. W. C. Mithcell ve Finansal Kriz

Mitchell, Wesley Clair. (1941)⁸³, Veblen'in bir öğrencisi olarak, iktisadi dalgalanmalar üzerine önemli araştırmalar ve katkılar yapmıştır. Mitchell'in finansal krizlerle ilgili yaklaşımı, Veblen'in yaklaşımı ile paralellik arz etmektedir. Mitchell'e göre, bir depresyon döneminden sonra, ekonomi bir genişleme devresine girer, iktisadi faaliyetler hızlanır, karlar ve beklentiler iyileşir. Bu süreçte, beklentilerdeki yüksekliğe

⁸² Veblen, T. (1904) *The Theory of Business Enterprise*. NY: Charles Scribner's Sons, s.12

⁸³ Mitchell, Wesley Clair. (1941) *Business Cycles And Their Causes*., University Of California Press, n.29

bağlı olarak önemli yatırımlar yapılır, ne var ki, her süreç kendi içinde karşıtlarını barındırır. İktisadi genişleme sürecinin ileriki aşamalarında, iktisadi gerilemenin tohumları kök salar, yatırımlar arttıkça, reel ve finansal maliyetler artar. Bu durumda uzun vadeli finansman imkânları azalır ve kısa dönemli yüksek maliyetli borçlarla yatırımlar finanse edilmeye çalışılır. Bu durumda yeni siparişler azalır ancak eski siparişleri yerine getirmek için iktisadi faaliyetlerin ivmesi devam eder. Ne zaman ki, maliyetlerdeki artışın etkisi ve hâsılattaki azalmanın etkisi gelecek kar beklentilerini olumsuz etkiler, bu durumda genişleme evresi biter ve finansal kriz süreci başlar. Kar beklentilerindeki yükseklik sebebiyle başlayan, krediler ve yatırımlardaki artışlarla ivme kazanan iktisadi genişleme evresi yine kar beklentilerindeki bozulma ile likiditasyon sorunu ortaya çıkar ve ekonomik daralma evresine geçilir. Mitchell'in Veblen'den farkı, Mitchell'de likiditasyon paniği, finansal sistemde, bir finansal panik, finansal kriz ve banka iflas zincirlerine yol açmadan bir depresyona yol açabileceği gibi, tersi bir şekilde, finansal panik, iflaslar ve finansal krize yol açabilir.

3. DÜNYA EKONOMİSİ ve TÜRKİYE EKONOMİSİNDE 1990 SONRASI FİNANSAL KRİZLER SEBEPLERİ ve SONUÇLARI

3.1. Dünya Ekonomisinde 1990 Sonrası Seçilmiş Krizler

3.1.1. 1992-93 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) Krizi

Bretton Woods sisteminin çökmesinden sonra Avrupa ülkeleri aralarındaki ekonomik ilişki ve dengeleri olumsuz etkileyen, döviz kurlarındaki dalgalanmaları sınırlamak, Avrupa ekonomisini güçlendirmek, Avrupa Birliği'ni tesis etmek, ortak ekonomik politikalar geliştirilmek için, 1979 yılında Avrupa Para Sistemi ve devamında da ayarlanabilir sabit döviz kuru sistemi olarak Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (Exchange Rate Mechanism, ERM) ve Avrupa Para Birimini (European Currency Unit, ECU) tesis etmişlerdir. Bir hesap birimi olarak yaratılan, ECU'ya karşı, ülke para birimleri endekslenmiş ve istisna ülkeler olmakla beraber genel olarak belirli bir band aralığında ($\pm\%2.25$) dalgalanmasına izin verilmiştir. Bu anlamda ERM sabit ayarlanabilir kur sistemidir. Üye ülkeler hedef band aralığında kurları koruyabilmek için, döviz piyasasına müdahalelerde bulunmaktaydılar. ERM sayesinde üye ülkeler para politikası, maliye politikası, enflasyon gibi konularda daha disiplinli davranmaya yönelmişlerdir. Ancak üye ülkeler arasındaki ekonomik dengelerin farklı olması, koordinasyon sorunlarına yol açmaktaydı⁸⁴.

Perez-Bermejo, F, vd. (2008)⁸⁵, ERM'nin dört alt dönemi olduğunu vurgulamışlardır. Bunlardan ilki, Mart-1979:Ocak-1987 dönemi olup, ERM'nin başlangıcından itibaren, Bretton Woods'a göre daha fazla dalgalanmanın yer aldığı, küçük çaplı ayarlanmaların yapıldığı ve sistemin, spekülatif sermaye hareketlerine karşı korunduğu ve sistemin istikrarının korunduğu evredir. İkinci evre, Yeni ERM olarak isimlendirilir, 1987'den, 1991'in sonuna kadardır. Bu evrede, ERM'ye güvenin arttığı, sermaye kontrollerinin kaldırıldığı ve ekonominin temel dengelerine doğru yakınsamanın yüksek olduğu bir evredir. Üçüncü evre, ardışık krizlerin olduğu, Eylül-1992:Ağustos-1993 devresidir. Bu evrede, 1992-93'de hissedilen resesyonun nasıl

⁸⁴ Sosvilla-Rivero, Simón and Francisco Pérez-Bermejo. (2008) "Political and Institutional Factors in Regime Changes in the ERM: An Application of Duration Analysis", The World Economy, doi: 10.1111/j.1467-9701.2008.01114.x, s.14.

⁸⁵ Perez-Bermejo, F., Simon Sosvilla-Rivero And Reyes Maroto-Illera (2008) "An Eclectic Approach To Currency Crises: Drawing Lessons From The EMS Experience" Applied Financial Economics, 2008, 18, s.501-517

atlatılacağı üzerine Avrupa Para Birliği ülkeleri arasında çıkan politika tercihi çatışmasına bağlı olarak ortaya çıkan kredibilite sorunun yükseldiği evredir. Son evre olan, dördüncü evre ise, 1993 sonrası dönemdir. EMS’de de dalgalanma bandı $\pm 15\%$ çıkarılmasıyla, döviz kurlarındaki dalgalanma sınırlanabilmiştir.

Üye ülkelerden ekonomik istikrarı ve gücü en yüksek olan Almanya olduğu için, sistem otomatik olarak Alman ekonomisine ve Alman Markı’na endekslenmiştir. Alman ekonomisi para politikası uygulamasında güçlü olmasına karşın diğer ekonomiler rezerv tutmak zorunda olmaları sebebiyle, para politikalarında otoriteleri zayıf durumda kalmıştır. Diğer yandan, Doğu ve Batı Almanya’nın 1990’da birleşmesi Almanya’nın bütçe açığını ve enflasyonu artırmıştır. Bu sebeple, izlenen sıkı para politikası Almanya’da faizleri artırarak Mark’ın güçlenmesine yol açmış, yabancı finansal sermaye Almanya’ya akmaya başlamıştır. Diğer ülkelerde yabancı finansal sermaye çıkışları, İsveç, Finlandiya ve İtalya gibi ülkelerin döviz kurlarında hedef band aralıklarından sapmalara yol açmıştır. İngiltere başta olmak üzere diğer üye ülkeler, sabit döviz kuru altında, sermaye çıkışları karşısında parasal daralmaya gitmek zorunda kalmışlar, ancak ekonomilerdeki durgunluk ve işsizliğin istenmeyen noktalara gitme olasılığı durumunda, sabit döviz kuru sisteminin sürdürülemeyeceğini ve üye ülkelerin ERM’den çıkacağını anlayan spekülâtörler, Fin Markı’na, İsveç Kronu’na, İngiliz Poundu’na ve İtalyan Lira’sına saldırdılar. İngiltere’nin döviz rezervlerindeki azalma Pound’un daha fazla devalüe edilmesine yol açtı ve İngiltere Avrupa Para Sistemi’nden ayrıldı. Diğer ülkelerde dalgalanma marjlarını genişleterek, döviz kurlarındaki dalgalanmayı sınırlayabildiler. 1992 Eylül ayında, Avrupa Para Sistemi’nin, Döviz Kuru Mekanizması (ERM) çökmüştür.

Fratianni, Michele ve Artis Michael J. (1996)⁸⁶ ERM krizinin, Almanya’nın tekrar birleşmesi ve parasal birlik yükümlülüğüne yönelik genel beklentideki bozulması ile ateşlenerek, 1992 yazında son bulduğunu belirtmiştir. Bu süreçte, ERM’deki, döviz kurunun korunması için, ekonomik toparlanmanın tehlikeye gireceği korkusuyla siyasetçilerin yaklaşımları ve zayıf ekonomik temellere sahip (İtalya) gibi ülkelerin paralarının spekülâtörler için fırsat alanı yaratması etkili olmuştur.

⁸⁶ Fratianni, Michele. and Artis Michael J. (1996) “The Lira and The Pound in The 1992 Currency Crisis: Fundamentals Or Speculation? Open Economies Review, 7.s.573-589

Stephen G. Hall, S. G. Brian Henry, (2009)⁸⁷’e göre, ERM krizinin, ikinci nesil döviz krizi modellerine uygun olduğunu vurgulamıştır. Bu kriz modellerine göre, döviz krizi, ekonomilerdeki zayıf iktisadi temellerden ziyade, kendisini besleyen beklentilerden (Self-Fulfilling Expectations) kaynaklanmaktadır. Model, çoklu denge bölgesi ortaya koyduğu için, bu modellerde, döviz krizi dışsal şoklar ve kendisini besleyen beklentilerin bileşiminden ortaya çıkmaktadır.⁸⁸

Cipollini, Andrea, vd. (2008)⁸⁹, EMS’deki krizin sebeplerini açıklamada, ekonominin temel dengelerindeki sorunlar mı, yoksa dışsal belirsizliğin sürüklediği kendisini besleyen beklentilerin mi etkili olduğunu ortaya koymaya çalışmışlardır. Buna göre, EMS krizinin sebepleri olarak sadece, dışsal belirsizlikten kaynaklanan beklenti bozulmaları veya diğer dışsal faktörlerin olmadığını, aynı zamanda ekonominin temel dengelerinin yarattığı piyasa beklentilerinin bozulmasının da rol oynadığını vurgulamışlardır.

3.1.2. 1994-95 Meksika Krizinin Temel Sebepleri ve Sonuçları

Mishkin, F.S. (1996)⁹⁰, Meksika’da 1994-1995 döneminde ortaya çıkan finansal krizin, artan borçlar sebebiyle, bankalarının bilançolarında bozulmalardan kaynaklandığını belirtmiştir. Mishkin’e göre, bankacılık sektörü ve düzenleyici kurumlarda, riskleri yönetmede yeterince uzmanın olmaması durumunda, finansal sistemde düzenlemelerin kaldırılması, hızlı kredi büyümesine yol açarak, finansal sistem üzerinde yıkıcı risklere yol açmaktadır. Meksika’da 1982 Eylül’ünde, bankalar millileştirildi ve bu bankalar kredilerinin büyük bir kısmını hükümete sağladı. 1990’larda, bankalar özelleştirildiğinde, bankaların, özel firmalar ve hanehalklarına kredi vermelerindeki uzmanlıkları sınırlıydı. Bankaların, hanehalkları ve küçük firmaların yüklendikleri aşırı riski izlemek için altyapıları yetersizdi. Bu bağlamda, bankaların, reel sektör üzerine açtıkları kredi düzeyi inanılmaz ölçüde artmıştır. 1980’de kredi oranı GSYİH’nın %10’u iken, 1994’te %40 düzeyine ulaşmıştır. Bankacılık

⁸⁷ Stephen G. Hall, S. G. Brian Henry, (2009) “The Timing of Currency Crises: The Case of the ERM” Quantitative and Qualitative Analysis in Social Sciences Volume 3, Issue 1, 2009, s.21-36

⁸⁸ Obstfeld M, Rogoff K (1995) The Mirage Of Fixed Exchange Rate. J Econ Perspect 9:s.73-96

Cole H, Kehoe T (1995) A Self-Fulfilling Model Of Mexico’s 1994-1995 Debt Crisis. J Int Econ 41.s.309-330

⁸⁹ Cipollini, Andrea, Kostas Mouratidis · Nicola Spagnolo (2008) "Evaluating Currency Crises: The Case Of The European Monetary System" Empir Econ 35. S.11-27

⁹⁰ Mishkin, F.S. (1996). “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective” NBER, Working paper-5600 s.28

sektöründeki finansman olanaklarındaki inanılmaz artışın ve özel sektöre kredi sağlamada bankaların rollerindeki artışın bir sonucu olan bu kredi düzeyindeki patlama, bankaların kredileri izlemelerini zorlaştırmıştır. Dahası, Meksika da Milli Bankacılık Komisyonu'nun bile, bankaların aşırı riskli mali bünyelerini izleme yeteneği yetersizdi. Bu koşullar altında, finansal sistemde, risk izlemelerinin yetersizliği, ekonomi genelinde inanılmaz bir riskli kredi büyümesine yol açmıştır. Diğer yandan, 1994 Şubatında, ABD merkez bankası FED'in enflasyon riski sebebiyle, faiz oranlarını yükseltmeye başlaması, Meksika'da faizlerin yükselmesine yol açmıştır. Meksika finansal sistemindeki, asimetrik enformasyon sorunu bu koşullarda daha da artmıştır. Faizlerin artmasındaki önemli bir sebep de, Meksika merkez bankasının, Meksika para birimi, Peso'ya spekülasyon atakları azaltmak için faizleri yüksek tutma eğilimidir. Bu koşullar altında artan faizler, asimetrik enformasyona bağlı olarak, ters seçim sorunlarına ve finansal sistemde risklerin artmasına yol açmıştır. Artan faiz oranları, firmaların ve hanehalklarının, nakit dengelerini olumsuz etkileyerek, bankacılık sektöründe bilançoların daha da fazla bozulmasına yol açmıştır. ABD'de kısa süreli faizlerin yükselmesi, Meksika'da kısa süreli faizlerin aşırı yükselmesine ve kredi sözleşmelerinin olumsuz etkilenerek ödeme sorunlarına yol açmıştır. Finansal sistemde, artan asimetrik enformasyon, ahlaki tehlike ve ters seçim sorunları, finansal sistemde kredi mekanizmasının işlemlerini olumsuz etkilemiştir. Meksika'da, finansal sistemdeki artan belirsizlik ve borsadaki düşüş finansal krizi tetiklemiştir. Diğer yandan, Meksika'da siyasi istikrarsızlık ve sorunlar da ekonominin genel dengelerini olumsuz etkilemekteydi. Siyasi suikastlar ve kırsal ayaklanmalar, finansal sistemde belirsizliği daha da artırmıştır. 1994 Eylül'ünden 1994 Aralık ortalarına kadar borsa %20 değer kaybetmiştir. Mishkin (1996), bu dönemde, Meksika finansal sisteminde artan belirsizlik, artan asimetrik enformasyon, artan ahlaki tehlike ve artan ters seçim süreçlerinin finansal krizin arkasındaki önemli etkenler olduğunu vurgulamıştır. Finansal sistemde en büyük kriz, döviz piyasasında oluşmuştur. Artan belirsizlik sebebiyle, sabit kur altındaki pesoya spekülasyon atakları önlemek için, uluslararası rezervler tüketilmiş, hükümet borçlarının finansmanında dövizde endeksli borçlanma senetleri piyasaya sürmek zorunda kalmıştır. Meksika merkez bankası, pesoyu korumak için faizleri aşırı yükseltmesine rağmen, uluslararası rezervlerin tükenme noktasına gelmesi, pesoda büyük oranlarda devalüasyonlara gidilmesine yol açmıştır. 1995

Mart’ında pesonun değeri yarıya inmiştir. Bu durumda, beklenen ve fiili enflasyon oranı sıçrama göstermiştir. Pesonun değerini korumak için, hükümet ve merkez bankası faizlerde, yıllık %100’ü aşan inanılmaz yükseltmelere gitmişlerdir. Meksika borsası, yerli para cinsinden %30, dolar cinsinden %60 değer kaybederek çökmüştür. Aşırı yüksek faizler, finansal sistem başta olmak üzere iktisadi birimlerin mali yapıları, bilançolarının daha da bozulmasına yol açmıştır. Yurt dışına sermaye çıkışlarında önemli artışlar olmuş, bu daha da krizi artırmıştır. Finansal sistemde kredi mekanizmasındaki bu düzeydeki bozulmalar, reel sektörü de derinden etkilemiştir. 1994’ün son çeyreğinde yıllık GSYİH’a büyümesi %4 civarına düşerken, 1995 ortalarında daralma çeyrek dönem bazında -%10’ları bulmuştur. Reel sektördeki iktisadi faaliyetlerindeki çöküş, borçların ödenmesini olumsuz etkileyerek bankacılık krizini tetiklemiştir. Hükümet bankacılık paniklerini önlemek için, mevduatlara garanti getirmiştir.

Şekil-3.1.2.1’de Meksika 1994-95 finansal krizinin oluşum mekanizması verilmiştir. Buna göre, ekonominin başta finansal sistem olmak üzere genel dengelerinde bozulma, faiz oranlarındaki artış, bilançolarda bozulma, belirsizlikte artış, borsada düşüşle başlamakta, asimetrik enformasyon, ahlaki tehlike ve ters seçim süreçlerinden beslenerek önce döviz krizine sonra ise bankacılık krizine doğru artış göstermekte ve kontrol edilmezse ekonomi geneline yayılmaktadır.

Şekil-3.1.2. 1 MEKSİKA 1994-95 FİNANSAL KRİZİNİN OLUŞUM MEKANİZMASI



Kaynak: Mishkin, F.S. (1996). "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective" NBER, wp-5600 s.28-32

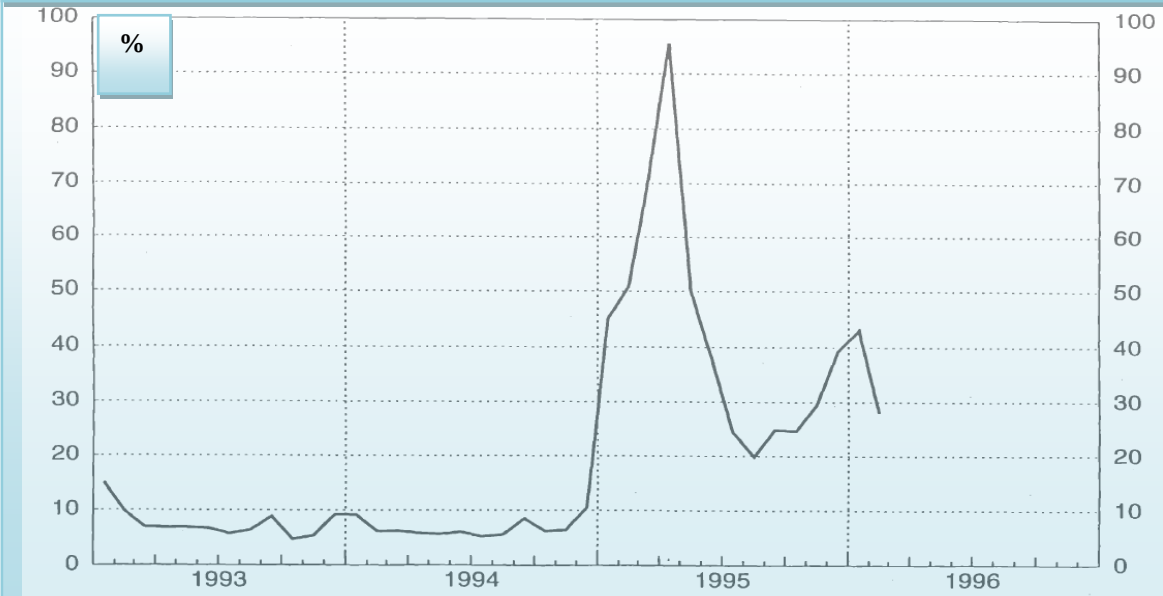
Şekil-3.1.2. 2’de Meksika 1994-95 finansal krizinde dolar kurundaki sıçrama ve Şekil-3.1.2.3’de enflasyon oranındaki artış görülmektedir. Finansal sistemde artan belirsizlik ve istikrarsızlık döviz kuruna spekülasyonları artırdığı için, merkez bankası tarafından savunulamayan kur sıçrama göstermiştir. Aynı şekilde artan belirsizlik, faizlerde ve kurlarda sıçrama enflasyonun da sıçramasını tetiklemiştir.

Şekil-3.1.2. 2 MEKSİKA 1994-95 FİNANSAL KRİZİNDE DOLAR KURU



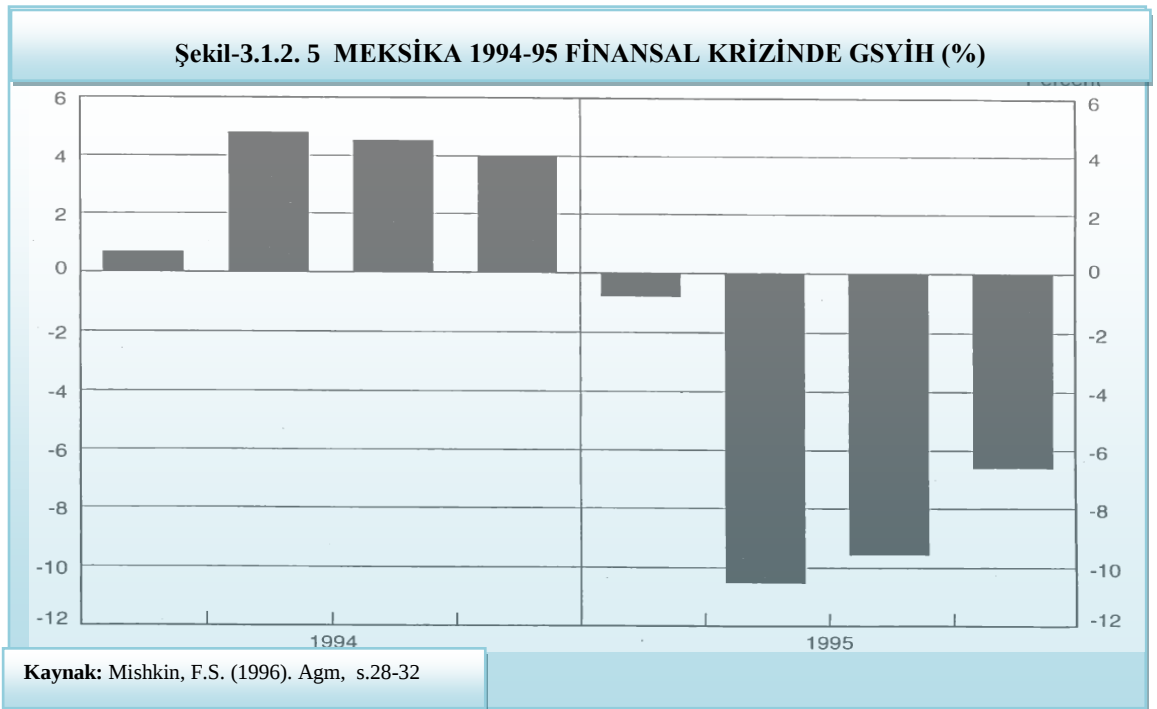
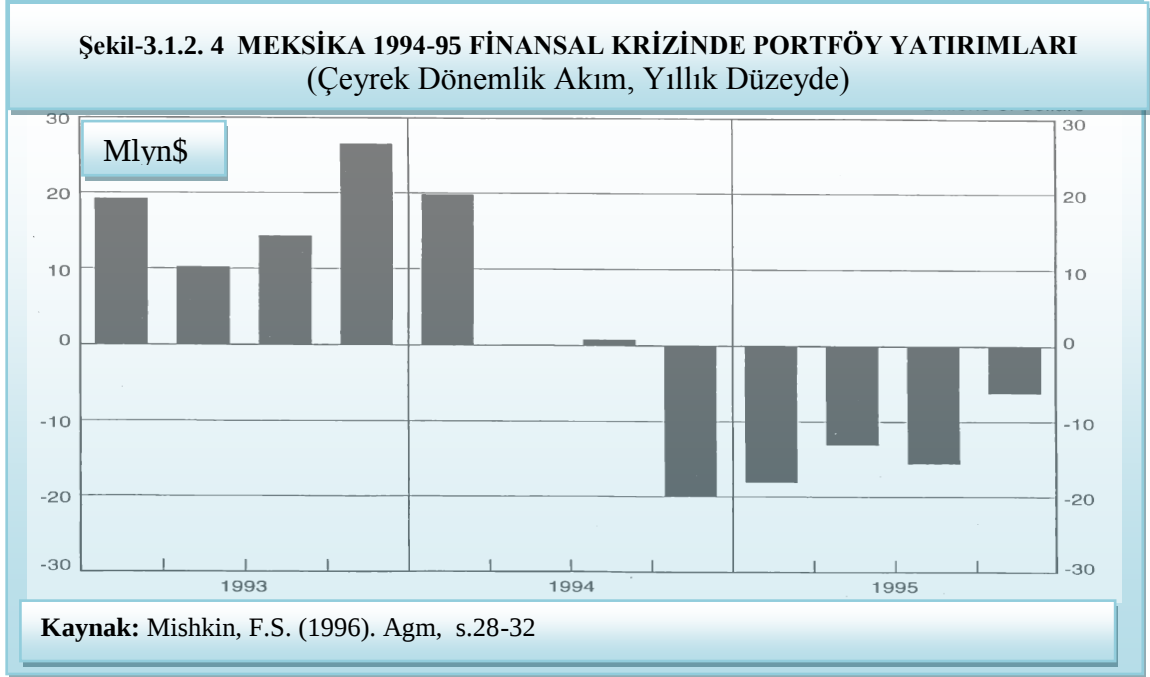
Kaynak: Mishkin, F.S. (1996). Agm, s.28-32

Şekil-3.1.2. 3 MEKSİKA 1994-95 FİNANSAL KRİZİNDE ENFLASYON ORANI



Kaynak: Mishkin, F.S. (1996). Agm, s.28-32

Şekil-3.1.2. 4’de Meksika 1994-95 finansal krizinde portföy yatırımlarının seyri ve Şekil-3.1.2.5’de GSYİH’deki düşüş görülmektedir. Finansal sistemde artan belirsizlik ve istikrarsızlık dış ve iç finansman koşullarını olumsuz etkileyerek, reel sektöre ve GSYİH’ı da olumsuz etkilemiştir.



3.1.3. 1997-98 Asya ve Rusya Krizinin Temel Sebepleri ve Sonuçları

3.1.3.1. Asya Krizinin Sebepleri ve Sonuçları

Mishkin, Frederic S. (1999)⁹¹, Asya Krizi'nin açıklamasını asimetrik enformasyon çerçevesinde yapmıştır. Bu çerçevede krizi tetikleyen faktörleri, finansal sistemdeki yapısal dengesizlikler olarak belirtmiştir. Mishkin (1999), Corsetti, G, Pesenti, P., Roubini, R. 1998)⁹², Goldstein (1998), Krugman (1998), bulgularının finansal sistemdeki sorunlarla tutarlı olduğunu, diğer yandan Radelet and Sachs (1998) çoklu denge ve likidite sorunlarının da krizi açıklamada önemli olduğunu vurgulamıştır.

Mishkin (1999), gelişmekte olan ülkelerdeki pek çok kriz gibi, Asya Krizi'nin de temel sebebi olarak, reel ve finansal sektör bilançolarında bozulmalara yol açan asimetrik enformasyon sorunu olduğunu vurgulamıştır. Bu bağlamda, kontrolsüz sermaye hareketlerine yol açan finansal serbestleşmeye bağlı olarak, yüksek riskli bir şekilde patlayan kredi genişlemesi ortaya çıkmaktadır. Asya'da kredi genişleme oranının GSYİH oranından çok daha büyük olmuştur. Ancak sorun kredi genişlemesinden ziyade, aşırı riskli kredi genişlemesi olmuştur.

Mishkin (1999), Asya'da, finansal serbestleşmeden sonra, aşırı riskli kredi genişlemesinin iki sebebi olduğunu belirtmiştir. Bunlardan ilki, bankacılık sektöründe yöneticilerin ve kurumsal yapılarının, finansal serbestleşme sonrasında aşırı riskli kredi verme sürecinde uzmanlıklarının yetersiz olmasıdır. İkinci sebep, aşırı riskli bir finansal sistemin büyümesi sürecinin, izlenmesi ve düzenlenmesinde, düzenleyici-izleyici sistemin kurumlarının yetersiz olmasıdır. Asya'da bankacılık sektöründe hükümetin mevduat garantisi açık bir şekilde olmasa da, bankaların ve firmaların bir sorun olduğunda hükümet tarafından kurtarılabacaklarına inanmaları sebebiyle risk izlemelerinde yetersiz tedbirler almıştır. Finansal serbestleşme, Doğu Asya'da inanılmaz kredi genişlemesine yol açmıştır. Sermaye hareketleri 1993'te 50 milyar \$'dan, 1996'da 100 milyar \$'a çıkmıştır. Finansal serbestleşme sonrasında inanılmaz riskli kredi genişlemesine bağlı olarak, çok büyük oranda kredi kayıpları oluşmuştur. Doğu-Asya ülkelerinde, bankacılık sektöründe bilançolarda büyük bozulmalar ortaya

⁹¹ Mishkin, F.S. (1999). Lessons From The Tequila Crisis. Journal Of Banking And Finance. 23, s.1521–1533.

⁹² Corsetti, G, Pesenti, P, Roubini, R., (1998), What caused the Asian currency and financial crisis? Parts I and II. NBER Working Papers, Nos. 6833 and 6844.

çıkıştır. Faaliyet dışı borçların, toplam borçlara oranı %15 ila %35 arasında değişim göstermiştir.

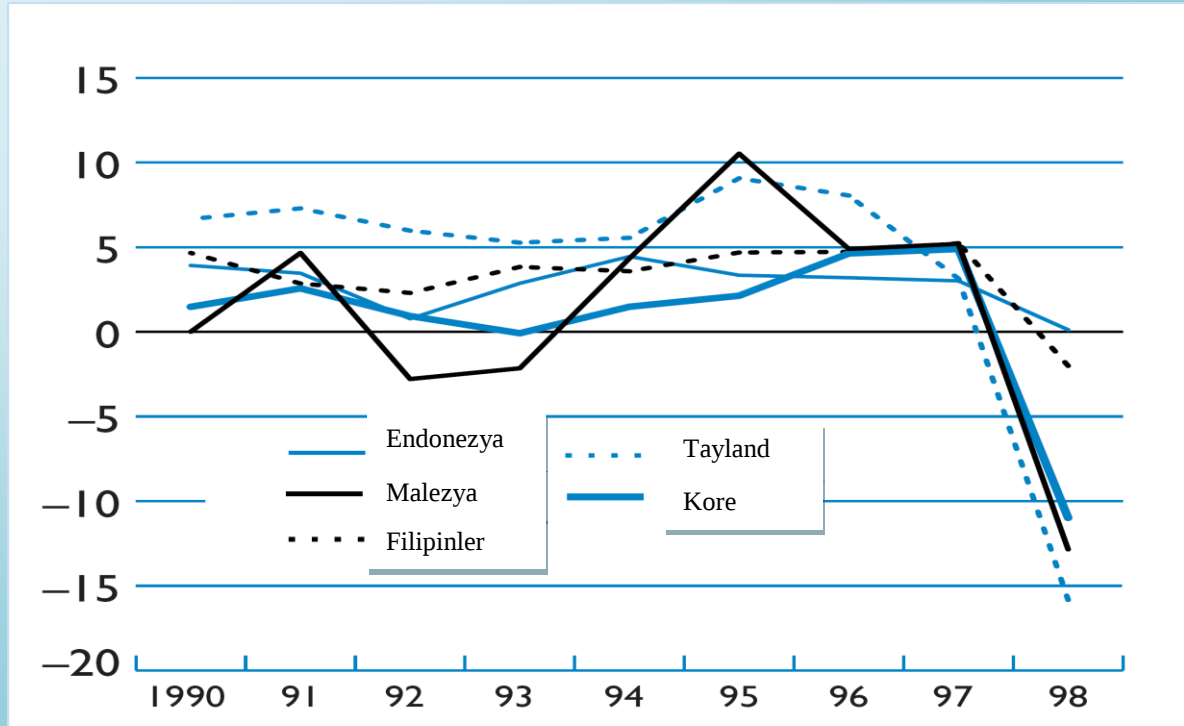
Mishkin (1999)'a göre, bankacılık sektöründeki bilançolarda bozulma, bu ülkeleri finansal krize sürükleyen temel faktördür. Diğer yandan bankacılık sektöründeki krizi, finansal krize sürükleyen iki sebep vardır. Bunlardan ilki, bankacılık sektöründe bilançoların bozulması, mali rasyoların iyileşmesi için, bankaların kredi genişlemesini sınırlamalarına yol açmıştır. Bu durum, kredi daralması sebebiyle, genel bir bankacılık krizine yol açarak bankaların borçlarını ödeyememe sorununu artırmıştır. Diğer yandan, bankacılık sektörü bilançolarında bozulma, merkez bankalarının döviz spekülative ataklarını önlemede zorlanmaları, döviz krizine yol açmıştır. Yerel para birimini korumak için artırılan faiz oranları, bankalarda borç-alacak vade uyumsuzluğunu, kredi riskini artırarak, bankaların bilançolarındaki bozulmayı daha da artırmaktadır. Merkez bankası, döviz kurunu, spekülative ataklara karşı korumak için faiz oranlarının yükselttiğinde, bankacılık sektörü krize girecektir. Spekülatörler, merkez bankasının döviz kurunu korumada yetersiz kalacağını anladıklarında, saldırılarını artırırlar. Bu durumda, bankacılık sektöründeki bozulma ve cari açığı bozulmalar artarak, bankacılık sektöründe bir döviz krizine yol açar. Bir döviz krizi ve büyük oranlı bir devalüasyon, gelişmekte olan ülkelerde ciddi bir finansal krize neden olur. Çünkü bu ülkelerde, kredi-borç sözleşmeleri çok kısa süreli olup, döviz cinsindendir.

Finansal krizin ortaya çıkma mekanizmasında, yerli paranın yüksek oranlı devalüasyonu, reel ve finansal sektör bilançolarında ciddi oranda bozulmalara yol açmaktadır. Firmaların varlık fiyatlarında ciddi oranda düşüşler, firmaların borçlarının faiz ve kurdaki yükselişlere bağlı olarak artması, varlık fiyatları ve piyasa değerlerinin düşmesi, reel ve finansal sektör bilançolarında daha da artan bozulmalar, piyasada artan belirsizlik ve riskin kredi mekanizmalarını kilitlemesi, enflasyon beklentilerinin ve enflasyonun yükselmesi, Mishkin (1996,1999)'a göre, artan asimetrik enformasyon, ahlaki tehlike ve ters seçim süreçleri, firma ve hanehalklarının borçlarının ödenememesine yol açarak, döviz krizi, finansal kriz ve genel ekonomide derin bir daralmaya yol açacak iktisadi krizin ortaya çıkmasına yol açar.

Mishkin (1999), Doğu-Asya ülkelerindeki finansal krizin, asimetrik enformasyon problemini daha da artıran reel ve finansal sektör bilançolarında

bozulmalardan kaynaklandığını belirtmiştir. Bu durumda, finansal sistemde fonların verimli reel yatırımlara kanalize olmasının ciddi oranda bozulmasıyla ortaya çıkan finansal kriz, ekonomi genelinde yıkıcı etkilere yol açan genel bir iktisadi krize yol açmıştır.

Şekil-3.1.3. 1 SERMAYE VE FİNANSMAN HESABI DENGESİNİN GSYİH'ya ORANI (%)

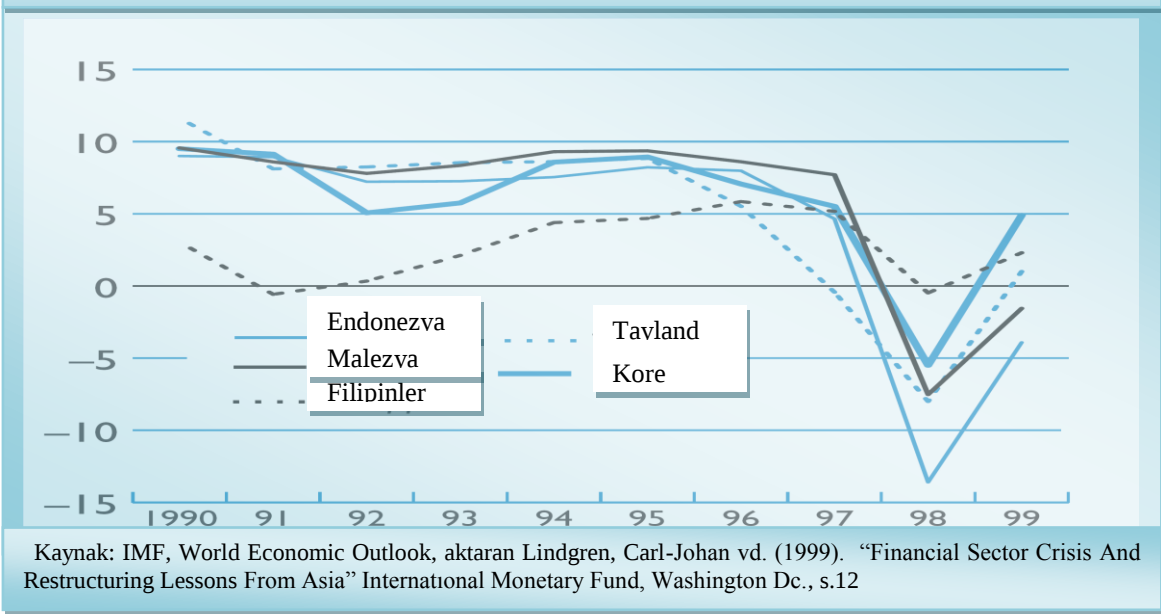


Kaynak: IMF, World Economic Outlook, aktaran Lindgren, Carl-Johan vd. (1999). "Financial Sector Crisis And Restructuring Lessons From Asia" International Monetary Fund, Washington Dc., s.9

Şekil-3.1.3.1'de sermaye ve finansman hesabı dengesinin GSYİH'ya oranı verilmiştir. Buna göre, krizden önce ortalama olarak %5 civarında olan oran, krizle birlikte, bazı ülkelerde %10'lara kadar daralmıştır. Şekil-3.1.3.2'de reel GSYİH büyümesi verilmiştir. Krizle birlikte %15'lere varan daralmalar gözlemlenmiştir.⁹³

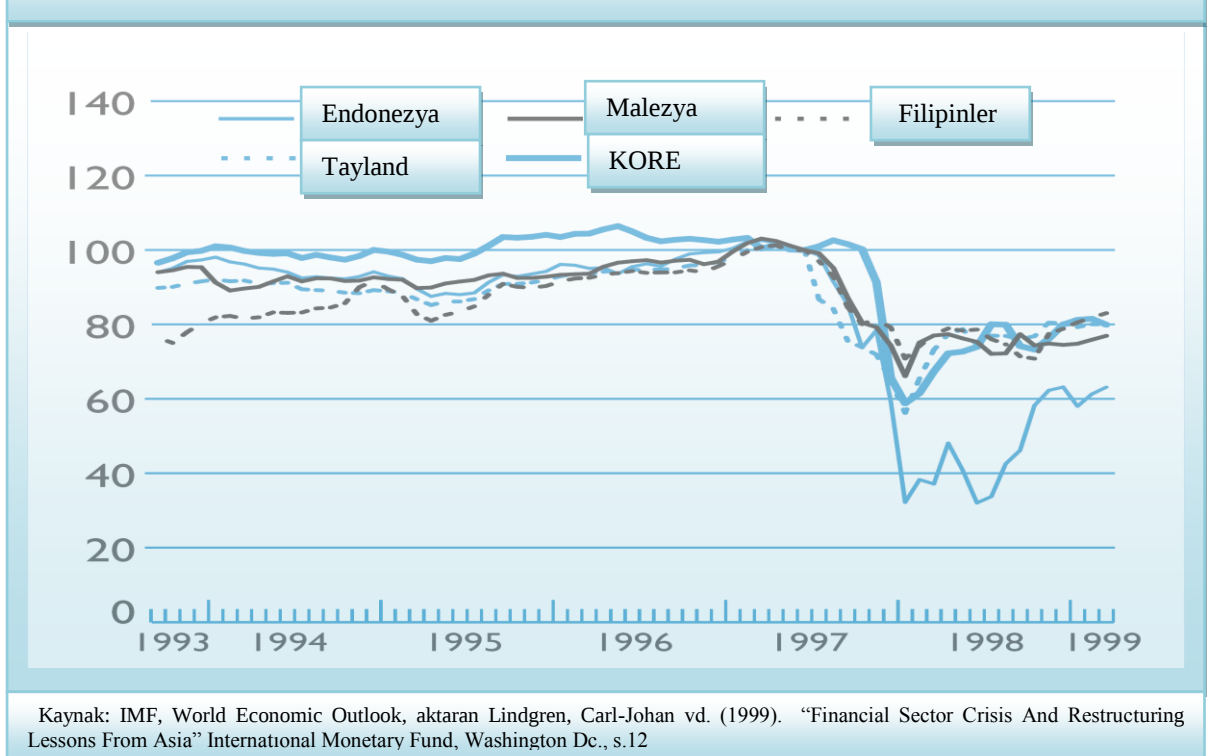
⁹³IMF, World Economic Outlook, aktaran Lindgren, Carl-Johan vd. (1999). "Financial Sector Crisis And Restructuring Lessons From Asia" International Monetary Fund, Washington Dc., s.12

Şekil-3.1.3.2 REEL GSYİH BÜYÜMESİ (%)



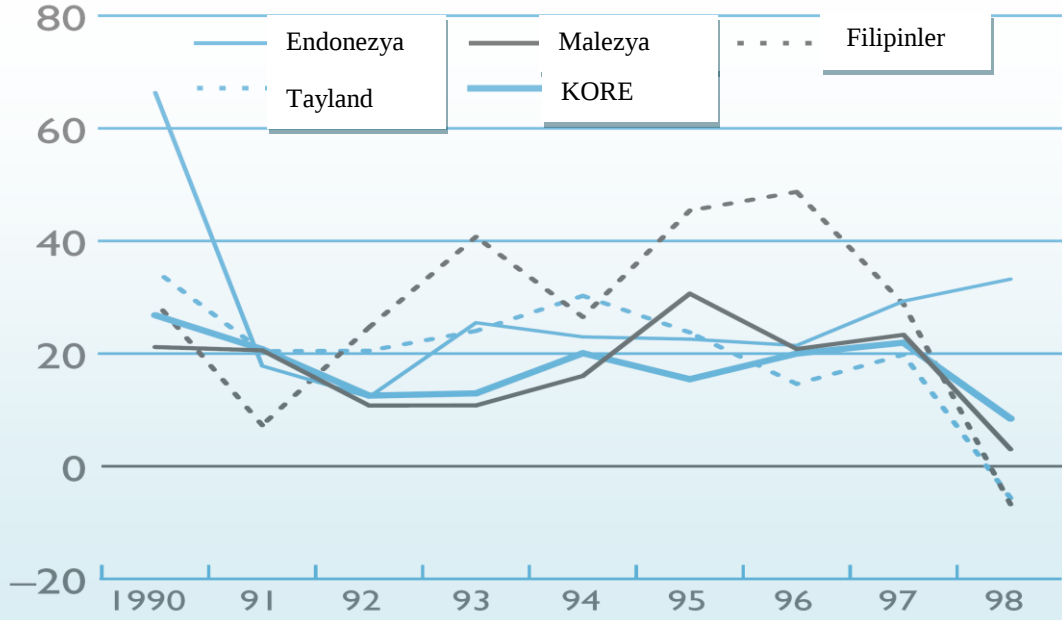
Şekil-3.1.3.3’de Doğu-Asya ülkeleri için, reel efektif döviz kuru verilmiştir. Buna göre, krizle birlikte, kurlarda %40’lara varan değer kayıpları gözlemlenmiştir.

Şekil-3.1.3.3 REEL EFEKTİF DÖVİZ KURU (1997,01=100)



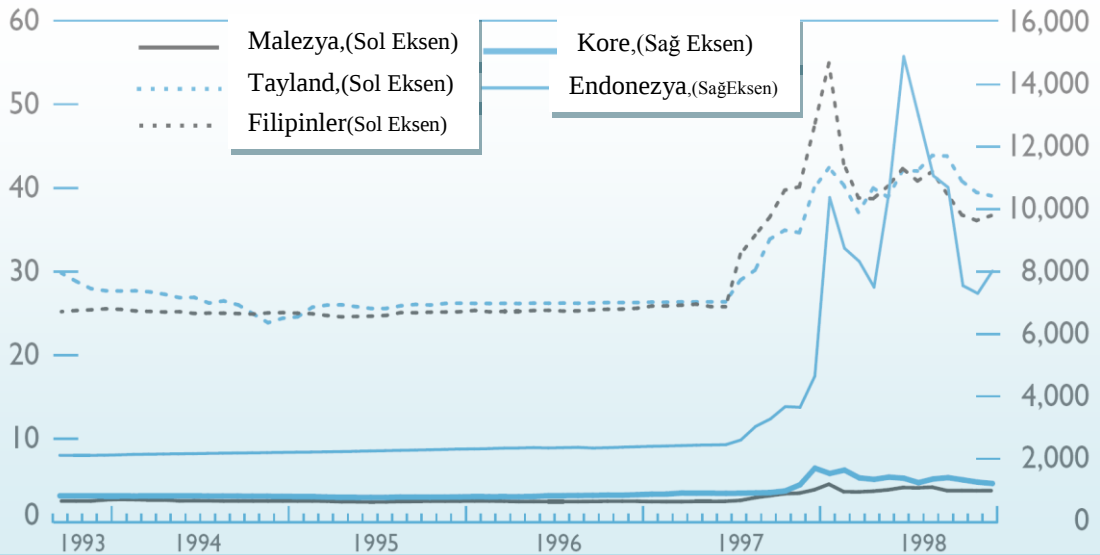
Şekil-3.1.3.4’de özel sektöre yönelik kredi büyümesi, kriz öncesinde %20’den %40’a kadar artış göstermiştir. Şekil-3.1.3.5’de krizle birlikte, artan belirsizlik ve döviz kurları karşısında sıçrama gösteren nominal döviz oranları verilmiştir.

Şekil-3.1.3.4 ÖZEL SEKTÖRE YÖNELİK KREDİ BÜYÜMESİ



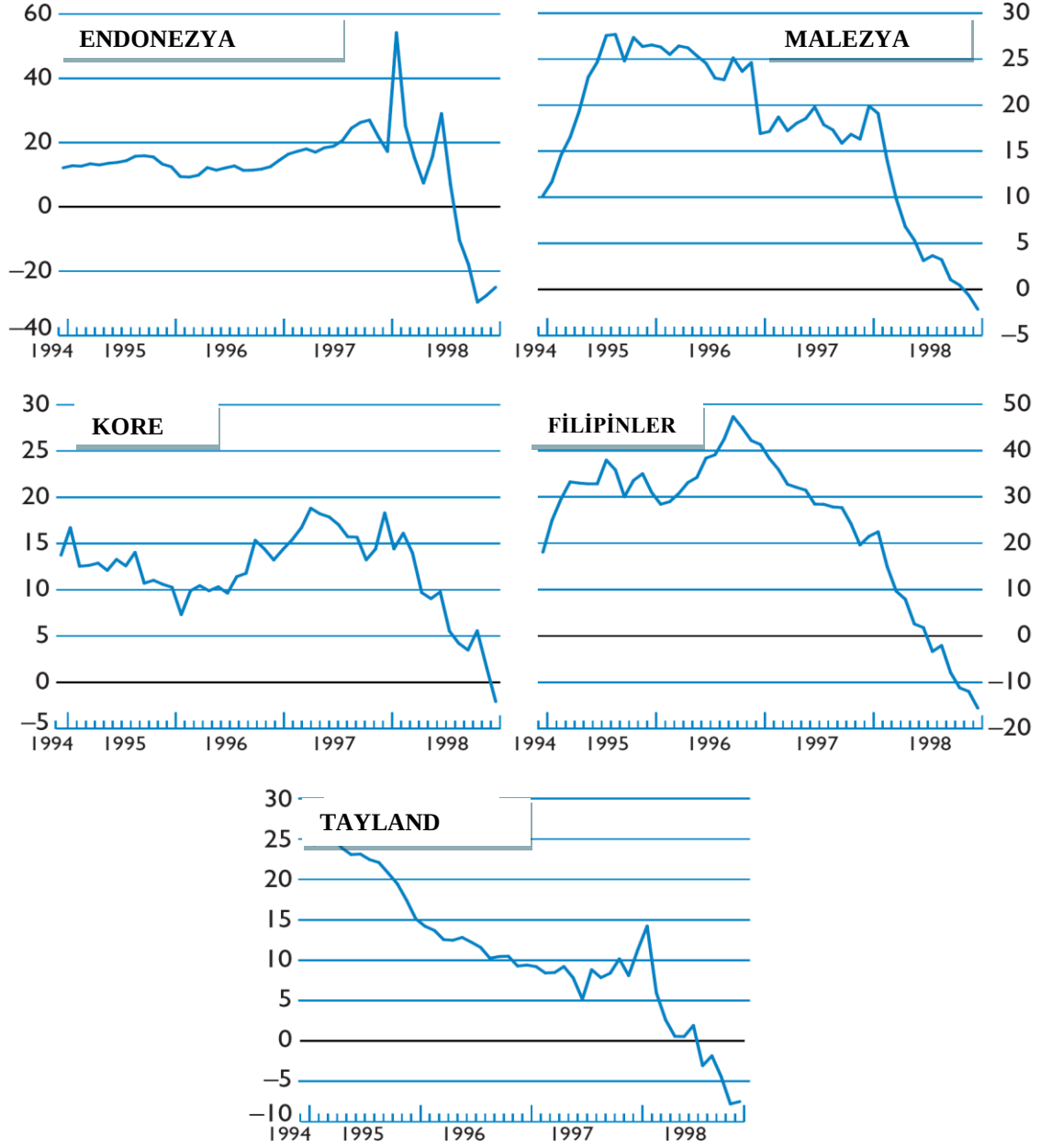
Kaynak: IMF, World Economic Outlook, aktaran Lindgren, Carl-Johan vd. (1999). "Financial Sector Crisis And Restructuring Lessons From Asia" International Monetary Fund, Washington Dc., s.12

Şekil-3.1.3.5 NOMİNAL DÖVİZ KURLARI (yerli para/\$)



Kaynak: IMF, World Economic Outlook, aktaran Lindgren, Carl-Johan vd. (1999). "Financial Sector Crisis And Restructuring Lessons From Asia" International Monetary Fund, Washington Dc., s.12

Şekil-3.1.3.6 ÖZEL SEKTÖRE REEL KREDİ BÜYÜMESİ (%)



Kaynak: IMF, World Economic Outlook, aktaran Lindgren, Carl-Johan vd. (1999). "Financial Sector Crisis And Restructuring Lessons From Asia" International Monetary Fund, Washington Dc., s.26

Şekil-3.1.3.6'da özel sektöre verilen reel kredi büyümesi verilmiştir. Buna göre, kriz öncesinde kredi hacminde değişim ülkelere göre, %20-%40 arasında değişim göstermektedir. Bu kredilerin çoğu yüksek risk arz etmektedir.

Tablo-3.1.3. 1 Doğu-Asya Ülkelerinde Makroekonomik ve Finansal Göstergeler ve Kırılganlık Düzeyleri					
	ENDONEZYA	KORE	MALEZYA	FİLİPİNLER	TAYLAND
MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER					
Enflasyon >5%	X			X	X
Bütçe Açığı >2% GSYİH'nın					
Kamu Borcu >50% GSYİH'nın				X	
Cari Açık >5% GSYİH'nın					X
Kısa Dönemli Sermaye Akımları, Cari İşlemler Dengesi Açığının >50%	X	X	X	X	X
Kısa Dönemli Sermaye Akımları >5% GSYİH'nın		X	X	X	X
Kısa Süreli Borç / Uluslararası Rezerv >1	X	X			X
FİNANSAL SEKTÖR GÖSTERGELERİ					
Yakın Dönemde Finansal Serbestleşme	X	X		X	X
Yakın Dönemde Sermaye Hesabında Serbestleşme		X			
Özel Sektöre Kredi >100% GSYİH'nın		X	X		X
Özel Sektöre Kredi, Reel Büyüme >20%			X	X	
Borçlanmaya Teminat	X	X	X	X	X
Gayrimenkul Sektörüne Bankların Kredi Düzeyi >20%	X	X	X		X
Faaliyet Dışı Borçların Düzeyi >10% Toplam Borçların					
Sermaye Piyasasının Kapitalizasyonu GSYİH'nın %Si	40	30	310	98	56
Kaynak: IMF, aktaran Lindgren, Carl-Johan vd. (1999). "Financial Sector Crisis And Restructuring Lessons From Asia" International Monetary Fund, Washington Dc., s.11					

Tablo-3.1.3.1.'de ve Tablo-3.1.3.2.'de de görülebileceği gibi Doğu-Asya ülkelerinde makroekonomik ve finansal göstergeler ve kırılganlık düzeyleri verilmiştir. Buna göre, bu ülkelerin çoğu kriz öncesi dönemde finansal serbestleşmeye geçmiş, kısa vadeli sermaye akımları, cari açığın %50'sini ve GSYİH'nın %5'ni aşmıştır. Beraberinde çoğu ülkede cari açık da GSYİH'nın %5'i civarına yaklaşmıştır. Özel sektöre verilen krediler oldukça yükselmiş, hatta bazı ülkelerde, GSYİH'nın %100'nü aşmıştır. Krediler içinde, gayrimenkul sektörüne verilen kredilerde batakların payı %20'yi aşmıştır. Kısa süreli borçlar, uluslararası rezervleri aşmıştır. Bu durumda, finansal sistem ve bankacılık sektöründe kırılganlık olasılıkları oldukça yükselmiş gözükmektedir. Bu şartlar altında, bu ülkelerin, makroekonomik performanslarını olumsuz etkileyecek en ufak bir bozulma finansal sistemi ve genel ekonomiyi krize sürükleyecek düzeye ulaşmıştır. Bu kırılgan yapının Mishkin (1999)'da belirtildiği gibi, asimetrik enformasyon, ahlaki tehlike ve ters seçim sorunlarını içermesi, yükselen Çin rekabeti karşısında ihracat paylarının azalması gibi sorunlarda sistemde hakim olmaya başladıkça, döviz kurlarında, bankacılık sektöründe ve finansal sistemde kriz olasılığı adım adım artmış ve en sonunda patlamıştır. Ülke ekonomileri reel anlamda önemli daralmalara maruz kalmıştır.

Tablo-3.1.3. 2 DOĞU ASYA ÜLKELERİNDE SEÇİLMİŞ MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER (%) VE KIRILGALIKLAR										
ENDONEZYA										
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Reel GSYİH	9	8.9	7.2	7.3	7.5	8.2	8	4.6	-13.6	-3.9
Enflasyon	7.8	9.4	7.5	9.7	8.5	9.4	7.9	6.6	60.7	25.4
Cari Açık / GSYİH	-2.8	-3.4	-2.2	-1.5	-1.7	-3.3	-3.2	-3.0	-0.1	2.8
(Merkezi Hükümet Bütçe Dengesi)/GSYİH	1.34	0.04	-1.15	-0.71	0.01	0.77	1.16	-0.67	-4.46	-6.48
Geniş Para Arzı	29.7	24.6	22.6	21.1	21.8	26.7	27	27.4	61.7	15.6
Özel Sektör Kredi/GSYİH	46.1	45.8	45.5	48.9	51.9	53.5	55.4	61	51.6	...
KORE										
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Reel GSYİH	9.5	9.1	5.1	5.8	8.6	8.9	7.1	5.5	-5.5	2
Enflasyon	8.6	9.3	6.2	4.8	6.3	4.5	4.9	4.4	7.5	1.8
Cari Açık / GSYİH	-0.8	-2.8	-1.3	0.3	-1.0	-1.9	-4.7	-1.8	13.1	7.1
Bütçe Den/GSYİH	-0.67	-1.62	-0.49	0.64	0.32	0.35	0.28	0.28	-3.78	-5.12
Geniş Para Arzı	17.2	21.9	14.9	16.6	18.7	15.6	15.8	14.1	25.2	...

Tablo-3.1.3. 2 DOĞU ASYA ÜLKELERİNDE SEÇİLMİŞ MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER (%) VE KIRILGALIKLAR										
Özel Sektör Kredi/GSYİH	52.5	52.8	53.3	54.2	56.8	57	61.8	69.8	73.6	...
MALEZYA										
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Reel GSYİH	9.6	8.6	7.8	8.3	9.3	9.4	8.6	7.7	-7.5	-1.6
Enflasyon	2.8	2.6	4.7	3.5	3.7	3.4	3.5	2.7	5.3	3.8
Cari Açık / GSYİH	-2.1	-8.8	-3.8	-4.8	-7.8	-10.0	-4.9	-5.1	12.3	8.7
Merkezi Hükümet Bütçe Dengesi/GSYİH	-3.08	-2.48	0.13	0.52	1.45	1.3	1.07	2.58	-1.91	-6.05
Geniş Para Arzı	18.2	24.4	18.1	23.8	15.8	18.2	23.7	9.6	1.3	6.1
Özel Sektör Kredi/GSYİH	71.4	75.3	74.3	74.1	74.6	84.8	89.8	100.4	108.7	...
FİLİPİNLER										
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Reel GSYİH	3	-0.6	0.3	2.1	4.4	4.7	5.8	5.2	-0.5	2.3
Enflasyon	14.1	18.7	9	7.6	9.1	8.1	8.4	6	9.7	8.5
Cari Açık / GSYİH	-5.8	-1.9	-1.6	-5.5	-4.6	-4.3	-4.4	-5.1	1.8	2.1
Merkezi Hükümet Bütçe Dengesi/GSYİH	-3.80	-2.40	-1.30	-1.60	-1.70	-1.30	-0.60	-0.70	-2.60	-2.70
Geniş Para Arzı	15.5	15.5	11	24.6	26.5	25.3	15.8	20.9	7.4	15
Özel Sektör Kredi/GSYİH	20.5	18.9	21.5	27.2	30	38.2	50	57.6	50.5	46.9
TAYLAND										
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Reel GSYİH	11.6	8.1	8.2	8.5	8.6	8.8	5.5	-0.4	-8.0	1
Enflasyon	6	5.7	4.1	3.4	5.1	5.8	5.9	5.6	8.1	0.5
Cari Açık / GSYİH	-8.3	-7.5	-5.5	-5.0	-5.4	-7.9	-7.9	-1.9	12.2	8.8
Merkezi Hükümet Bütçe Dengesi/GSYİH	4.6	4.14	2.53	1.98	1.98	2.49	1.04	-1.62	-2.88	-3.84
Geniş Para Arzı	26.7	19.8	15.6	18.4	12.9	17	12.6	16.4	9.5	4.7
Özel Sektör Kredi/GSYİH	64.5	67.7	72.2	79.8	90.9	97.5	100	116.3	109.5	...
Kaynak: IMF, aktaran Lindgren, Carl-Johan vd. (1999). "Financial Sector Crisis And Restructuring Lessons From Asia" International Monetary Fund, Washington Dc., s.10										

Mishkin, Frederic S. (1999), 1997-1998 Asya Krizi'nden önemli dersler çıkarılabileceğini belirtmiştir. Bu dersler arasında, (1) uluslararası son ödünç merciine önemli bir gereksinim olduğu, (2) uluslararası son ödünç merciinin, ödünç verme koşullarının uygun olmaması durumunda, asimetrik enformasyon ve ahlaki tehlike sebebiyle finansal sistemde istikrarsızlık olasılığının yükseldiği, (3) uluslararası sermaye hareketlerinin finansal sistem ve finansal krizler üzerinde olumsuz etkileri olsa

da bunun sebepten çok bir sonuç olduğunu, bu bağlamda, sermaye hareketlerinin kontrol etmenin finansal krizleri önlemede yeterli olmayacağı, (4) gelişmekte olan ülkeler için sabit döviz kuru rejiminin tehlikeli ve finansal krizlere yol açan bir strateji olduğunu vurgulamıştır.

3.1.3.2.Rusya Krizinin Sebepleri ve Sonuçları

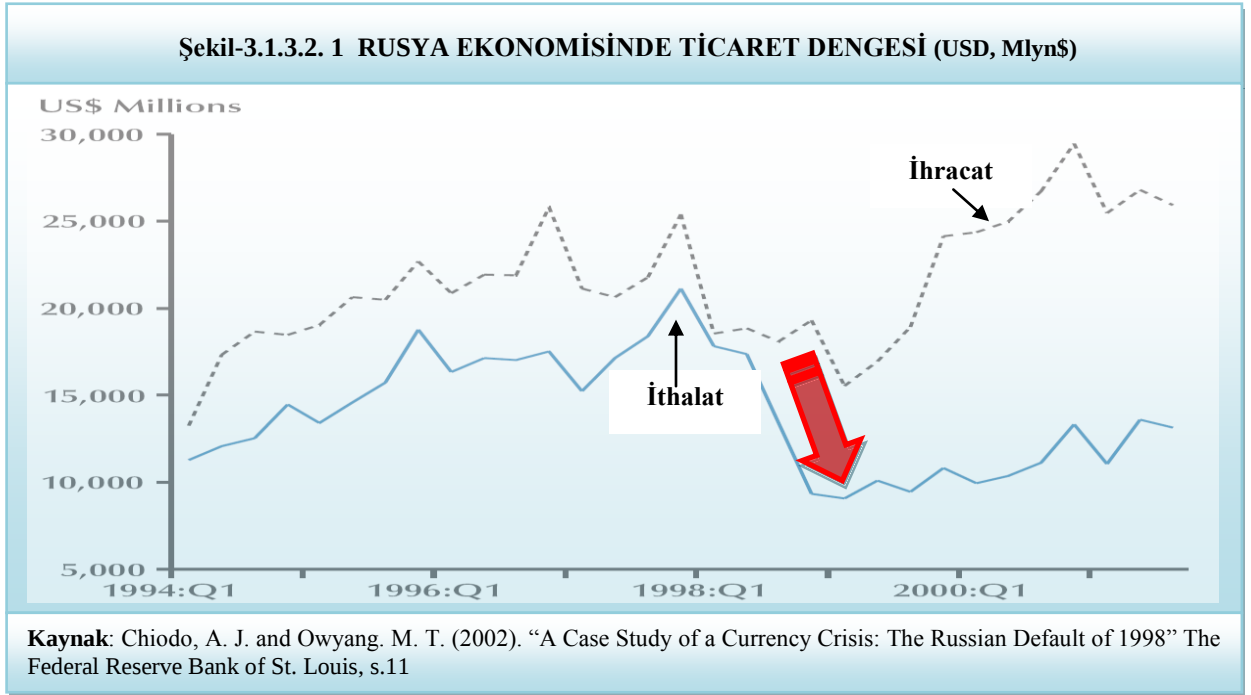
Asya’da meydana gelen krizin küresel ekonomi üzerinde önemli olumsuz etkileri olmuştur. Bu etkilerden birisi de Rusya ekonomisinin, dış finansman kaynakları ve ihracatında bozulmaya bağlı olarak ortaya çıkan olumsuz etkilerin ekonomiyi önce döviz krizine sonra da borç krizine sürüklemesidir.

Chiodo, A. J. and Owyang. M. T. (2002)⁹⁴, Asya krizinin etkisiyle, Rusya’da 1998’de meydana gelen döviz krizinin, yerli para birimi Ruble’nin devalüasyonuna yol açtığını ve ülkenin, kamu ve özel sektör borçlarını ödeyemeyecek duruma sürükleyerek, ülkenin borç krizine girmesine yol açtığını belirtmişlerdir. Tablo-3.1.3.2.1’de Rusya krizinin ortaya çıkış sürecinde temel olaylar verilmiştir. Buna göre, 1996 Nisan’ında, Sovyet borçlarının ödeme planının yapılandırılması için, görüşmeler başlamıştır. 1996 Nisan ayında Paris ve Londra kulüpleriyle Sovyet borcunun ödenmesi için görüşmeler başlamıştır. Rusya ekonomisi, 1997’de ticaret fazlası vererek ticaret dengesine doğru yaklaşmıştır. Bu dönemde, enflasyon %11 düzeyinde ve 23\$/varil’den petrol satışı gerçekleşmiştir. Hatta analistler Rusya için daha yüksek kredi notu tahmin etmişlerdir. Diğer yandan, reel ücretler düşme eğilimine girmiş ve çalışanların ancak %40’na tam zamanında ödeme yapılabilmektedir. Kamu sektöründeki bütçe açığı yükselmiştir. 1997 Eylül/Ekim, Paris ve Londra klüpleriyle borçların ödenmesi için görüşmeler tamamlanmış,11 Kasım 1997 Asya Krizi sebebiyle rubleye karşı bir spekülasyon atak ortaya çıkmıştır. Rusya merkez bankası, 6 milyar \$ rezerv kaybıyla rubleyi savunmuş 1997 dönem sonu büyüme oranı, %0,8 gerçekleştire. Petrol fiyatları ve demirsiz metal fiyatları düşmüş, 1998 Şubat ayında yeni vergi yasası Duma’ya sunulmuş, IMF yardımı istenmiştir.

⁹⁴ Chiodo, A. J. and Owyang. M. T. (2002), “A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998” The Federal Reserve Bank of St. Louis, s.7-16

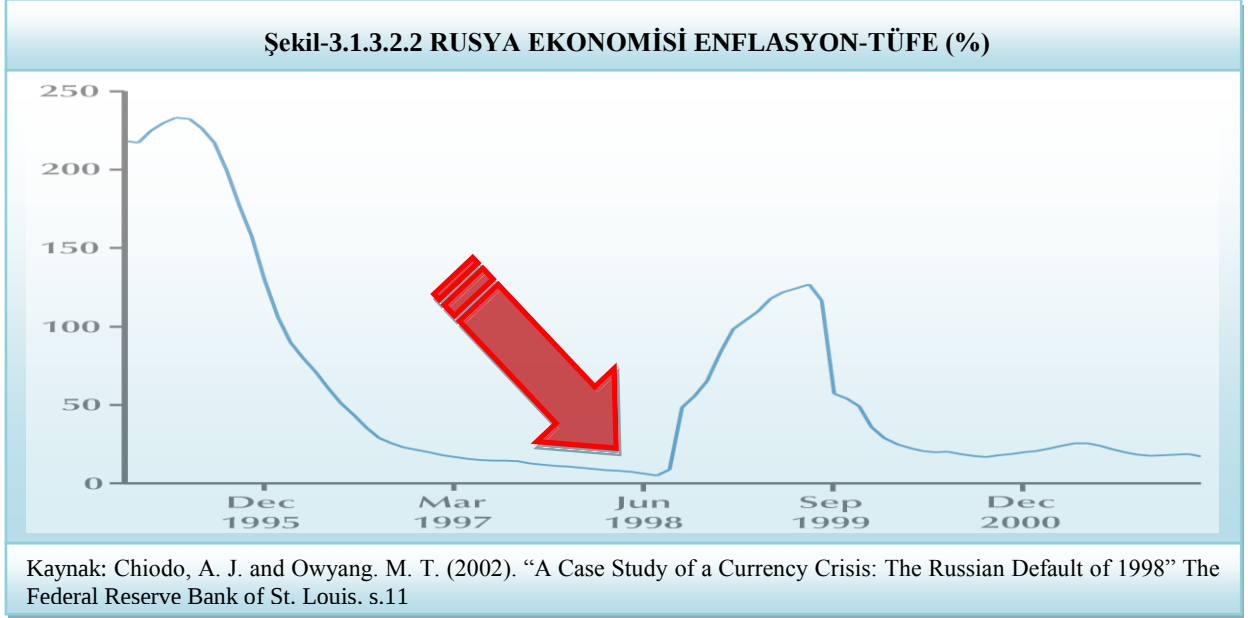
Tablo-3.1.3.2.1 Rusya Krizinin Ortaya Çıkış Sürecinde Temel Olaylar	
1996 Nisan	Paris ve Londra Klüpleriyle Sovyet Borcunun Ödenmesi İçin Görüşmeler sürdürüldü
1997	Ticaret Dengesine Doğru Ticaret Fazlası Enflasyon %11 Düzeyinde, 23\$/Varil'den Petrol Satışı Analistler Rusya İçin Daha Yüksek Kredi Tahmin Etmektedir. Reel Ücretler Düşme Eğiliminde Çalışanların Ancak %40'na Tam Zamanında Ödeme Yapılmakta Kamu Sektöründeki Bütçe Açığı Yüksek
1997 Eylül/Ekim	Paris ve Londra Klüpleriyle Borçların Ödenmesi İçin Görüşmeler Tamamlandı.
11 Kasım 1997	Asya Krizi, Rubleye Bir Spekülatif Atağa Yol Açtı, Rusya Merkez Bankası, 6 Milyar \$ Rezerv Kaybıyla Rubleyi Savundu.
1997 Aralık	1997 Dönem Sonu Büyüme Oranı, %0,8 Gerçekleşti. Petrol Fiyatları Ve Demirsiz Metal Fiyatları Düştü
1998 Şubat	Yeni Vergi Yasası Duma'ya Sunuldu. IMF Yardımı İstendi
23 Mart 1998	Yeltsin Hükümet Başkanlığına Kiriyeenko'yu Atadı IMF Görüşmeleri Devam Etti
1998 Nisan	Rubleye Yeni Bir Spekülatif Atak Gerçekleşti
24 Nisan 1998	Duma, Kiriyeenko'nun Atamasını Onayladı
1998 Mayıs Başı	Borç Krizi Olasılığının Ortaya Çıkması
19 Mayıs 1998	Rusya Merkez Bankası, Faizleri %30'dan %50'ye Çıkardı, 1 Milyar \$'la Rubleye Saldırısı Savundu
1998 Mayıs	Lawrance Summers, Kriyeenko Görüşmesi Gerçekleşmedi. Petrol Fiyatları Düşmeye Devam Etti. Petrol ve Gaz Oligarşisi, İhracatlarını Artırmak İçin Devalüasyon İstedi
23 Mayıs 1998	IMF, Rusya İle Palan Üzerinde Analılamadığı İçin Ülkeden Ayrıldı
27 Mayıs 1998	Rusya Merkez Bankası, Faizleri %150'ye Yükseltti
1998 Yazı	Rusya Hükümeti Krizden Çıkış Planı Hazırladı
20 Haziran 1998	IMF Acil Yardım Paketini Onayladı. 4.8 Mlr\$
13 Ağustos 1998	Rusya'da, Borsa, Tahvil Ve Döviz Piyasalarında, Devalüasyon Beklentisi Sebebiyle Bozulmalar Oldu, Fiyatlar Düştü
17 Ağustos 1998	Rus Hükümeti Rubleyi Devalüe Etti, İç Borçlar Ödenemedi, Ve Yabancılar Da Morotaryum İlan Edildi.
23-24 Ağustos 1998	Kriyeenko'nun Görevinden Alındı.
2 Eylül 1998	Ruble Dalgalanmaya Bırakıldı
1998 Aralık	Reel Büyüme %4,9'a Düştü
Kaynak: Chiodo, A. J. and Owyang, M. T. (2002). "A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998" The Federal Reserve Bank of St. Louis, s.10	

23 Mart 1998 Yeltsin, hükümet başkanlığına Kiriyenko'yu atamıştır. IMF görüşmeleri bu süreçte devam etmiştir. 1998 Nisan'ında rubleye yeni bir spekülasyon atak gerçekleşmiştir. 1998 Mayıs başında dış borç krizi olasılığı ortaya çıkmıştır. 19 Mayıs 1998 Rusya merkez bankası, faizleri %30'dan %50'ye çıkararak, 1 milyar \$'la rubleye saldırıyı savunmuştur. Bu süreçte petrol fiyatları düşmeye devam etmiştir. Petrol ve gaz oligarşisi, ihracatlarını artırmak için devalüasyon istemiş, 27 Mayıs 1998 Rusya merkez bankası, faizleri %150'ye yükseltmiştir. 20 Haziran 1998 IMF acil yardım paketini onaylamıştır. 13 Ağustos 1998 Rusya'da, borsa, tahvil ve döviz piyasalarında, devalüasyon beklentisi sebebiyle bozulmalar olmuş ve fiyatlar düşmüştür. 17 Ağustos 1998 Rus hükümeti rubleyi devalüe etti, iç borçlar ödenemedi ve yabancılara da moratoryum ilan edildi. 23-24 Ağustos 1998 tarihinde Kiriyenko'nun görevinden alındı. 2 Eylül 1998 tarihinde ruble dalgalanmaya bırakıldı. Döviz krizi ve dış borç krizinin yarattığı olumsuz etkilerle 1998'de reel büyüme %4,9'a düştü⁹⁵. Kriz öncesinde ülke ekonomisi kırılgan bir yapı arzetsen de ekonomi genel olarak gelişme patikasında yer almaktadır. Şekil-3.1.3.2.1.'de Rusya ekonomisinde, ticaret dengesi verilmiştir. Buna göre krizden önceki, ihracat potansiyeli yüksek iken krizle birlikte önemli bir daralmaya maruz kalmıştır.

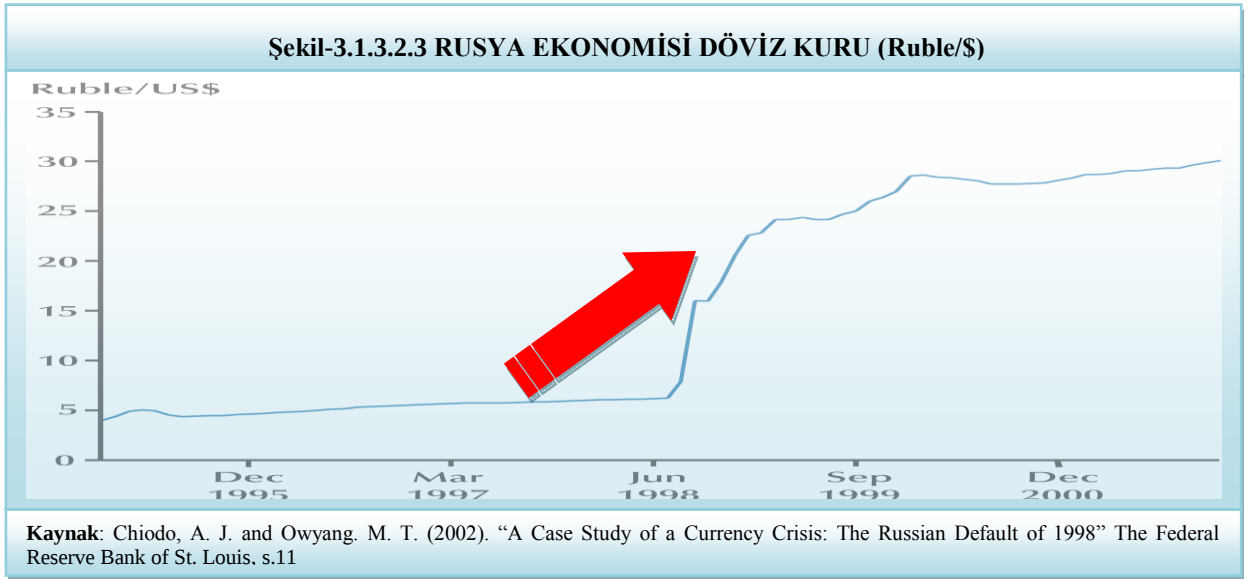


⁹⁵ Chiodo, A. J. and Owyang, M. T. (2002), agm, s.11

Şekil-3.1.3.2.2’de Rusya ekonomisinde enflasyon yapısı verilmiştir. Buna göre, 1997-98 kriz öncesinde, enflasyon %11’lere kadar düşürülebilmıştır. Krizle birlikte, kurlar, faizler ve beklentilerin yüksek oranda bozulmasıyla, enflasyonda sıçrama olmuştur.

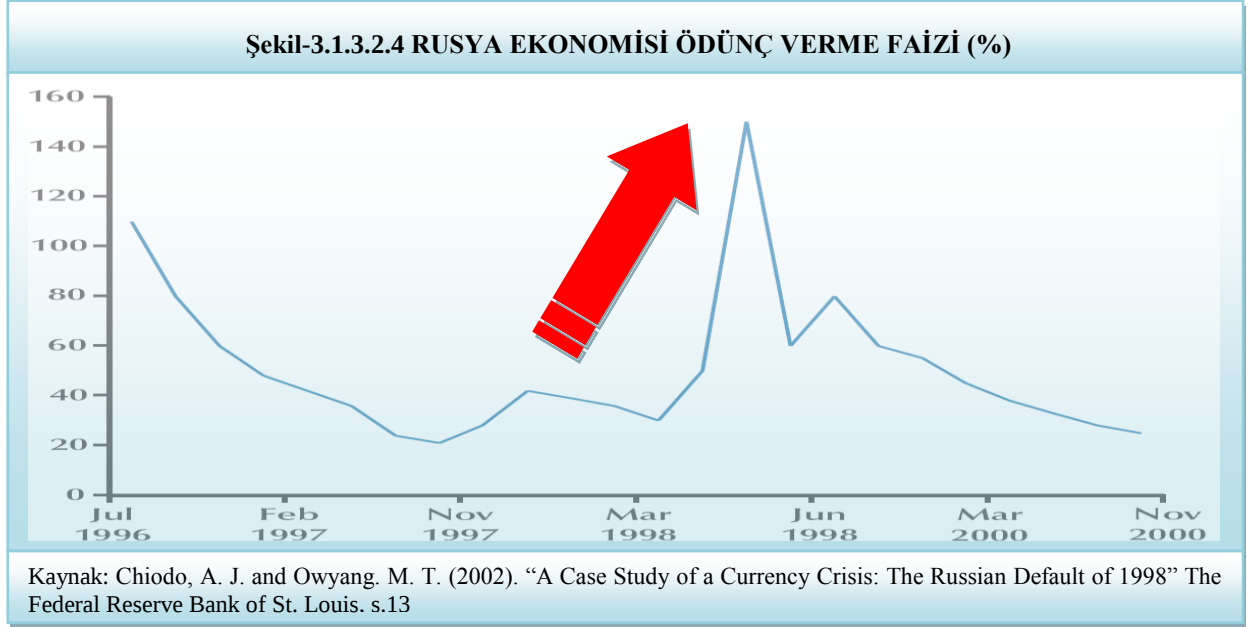


Şekil-3.1.3.2.3’de Rusya ekonomisi döviz kuru (ruble/\$), sürdürülemeyen iktisadi dengelerin yarattığı etkiler sebebiyle, sürdürülemeyen sabit kur sisteminde, spekülasyon atakların ortaya çıkması döviz kurunda krize, sıçramaya yol açmıştır⁹⁶.



⁹⁶ Chiodo, A. J. and Owyang. M. T. (2002), agm, s.11

Şekil-3.1.3.2.4’de Rusya ekonomisi ödünç verme faizi (%), kriz öncesinde sürdürülemeyen iktisadi ve finansal dengelerdeki bozulma sebebiyle, döviz kurunda yükselmeyi ve dış finansman imkânlarını sürdürebilmek için, faiz oranlarında sıçrama yapmıştır.



Şekil-3.1.3.2.5’de Rusya ekonomisinde, borsa endeksinde, finansal sistemdeki dengelerin ve beklentilerin bozulması, borsa endeksinde de önemli düşüşlere yol açmıştır.



Şekil-3.1.3.2.6’da Rusya ekonomisinde, Asya Krizi’nin etkisiyle, ihracat gelirlerinde bozulma, finansal dengeler ve beklentilerdeki bozulmaya bağlı olarak

ortaya çıkan döviz krizi ve dış borç krizi reel GSYİH’da da önemli düşüslere yol açmıştır.

Şekil-3.1.3.2.6 RUSYA EKONOMİSİ REEL GSYİH BÜYÜMESİ (yıllık,%)



Kaynak: Chiodo, A. J. and Owyang, M. T. (2002). “A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998” The Federal Reserve Bank of St. Louis, s.15

Sonuç olarak, Rusya krizi, Asya Krizi’nin etkisiyle küresel ekonomideki finansman koşulları, ticaret koşulları ve emtia fiyatlarındaki bozulmalar, kırılgan yapıya sahip Rusya ekonomisinde, finansman, ticaret ve beklenti kanallarında bozulma ve spekülasyon ataklar Rusya ekonomisini önce döviz krizine sonra da dış borç krizine sokmuştur.

3.1.4. 2008 Küresel Finansal Krizin Sebepleri ve Sonuçları

2007 yılının ikincisi yarısında Amerika Birleşik Devletleri’nde (ABD) başlayan krizin finansal piyasalar üzerindeki ilk etkileri, likidite ve kredi kanallarının daralması şeklinde ortaya çıkmıştır. Finansman koşullarındaki olumsuz gelişmelerin yanı sıra, bozulan talep koşullarına bağlı olarak önemli ölçüde düşen ticaret hacminin de etkisiyle, 2008 yılı, dünya genelinde büyüme performanslarının bozulduğu, istihdamın düştüğü ve beklentilerin kötüleştiği bir yıl olmuştur. 2008 yılının son çeyreğinden itibaren G-20

zirvelerinde alınan kararlar çerçevesinde, eşgüdüm içerisinde likiditeyi artırma ve finansal kuruluşları destekleme operasyonları, kapsamlı mali teşvik paketleri ile devam ettirilmiştir⁹⁷.

Obstfeld, M. and Rogoff, K. (2009)⁹⁸, 2000’li yıllardaki küresel dengesizliklerin 2008-2009 finansal kriziyle bağlantılı olduğunu belirtmişlerdir. Her iki durumunda kaynağı olarak, ülkelerin 2000’li yıllar boyunca izledikleri iktisadi politikaları, ABD ekonomisi ve küresel finansal piyasalardan kaynaklanan bozulmaların etkileri önemli rol oynamıştır. ABD içinde, merkez bankasının (FED) parasal duruşu, küresel reel faiz oranları, kredi piyasasındaki bozulmalar ve küresel finansal krizin ABD’nin merkez üssü olmasına yol açan koşulların zehirli birleşimiyle yaratılan finansal inovasyonlardır. ABD dışında ise, Çin gibi, yükselen piyasalar tarafından izlenen diğer iktisadi politikalar, döviz kurları, ABD’nin yurtdışından ucuz bir şekilde borçlanma yeteneğine ve buradan hareketle, sürdürülemeyecek konut balonuna yol açmıştır.

Sen, S. (2008)⁹⁹ finansal piyasalarda önemli bir risk faktörü olarak, (ana akım iktisadında ihmal edilen) belirsizliğin ve (deregülasyonla birlikte) finansal türev ürünlerin egemen olmasının, krizin önemli kaynaklarından biri olduğunu belirtmişlerdir. Bu süreçlerin, spekülasyon finansman yapılarının gelişmesi için ideal bir ortam yarattığını vurgulayarak, nihayetinde bozulacak olan, sürdürülemez ponzi finansman yapısının geliştiğini vurgulamışlardır. ABD finansal piyasalarında kaynaklanan ve küresel bir yapı arz eden, küresel finansal krizin, neo-liberallerin finansal sektörlerle ilgili teori ve politikalarının bir sonucu olduğunu belirtmişlerdir.

Sungur ve Sarıdoğan (2010)¹⁰⁰, krizin oluşum dinamikleri her ne kadar ABD bankalarının ödeme gücüne bakmadan insanları yüksek faizden borçlandırıp sonra da bu borca dayalı kağıtları üçüncü kişilere satması nedeniyle çıkmış görünse de esas olarak kapitalizmin 1970’li yılların başında girmiş olduğu aşırı üretim krizine çözüm getirmek üzere uygulamaya konan neoliberal politikaların iflasından kaynaklandığını belirtmişlerdir. Kapitalist dünya sisteminin II. Dünya Savaşı sonrasında, savaşın

⁹⁷ TCMB Finansal İstikrar Raporu, Mayıs-2009 Sayı:8. s.1

⁹⁸ Obstfeld, M. and Rogoff, K. (2009) “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes” prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, October 18-20, 2009. s.2

⁹⁹ Sen, S. (2008) “Global Financial Crisis A Classic 'Ponzi' Affair?” Institute for Studies in Industrial Development, No: 2008/12 Working Paper, s.1

¹⁰⁰ Sungur, N. ve Sarıdoğan, E. (2010) “Küresel Krizin Türkiye İmalat Sanayiine Etkileri” Vira Haber,

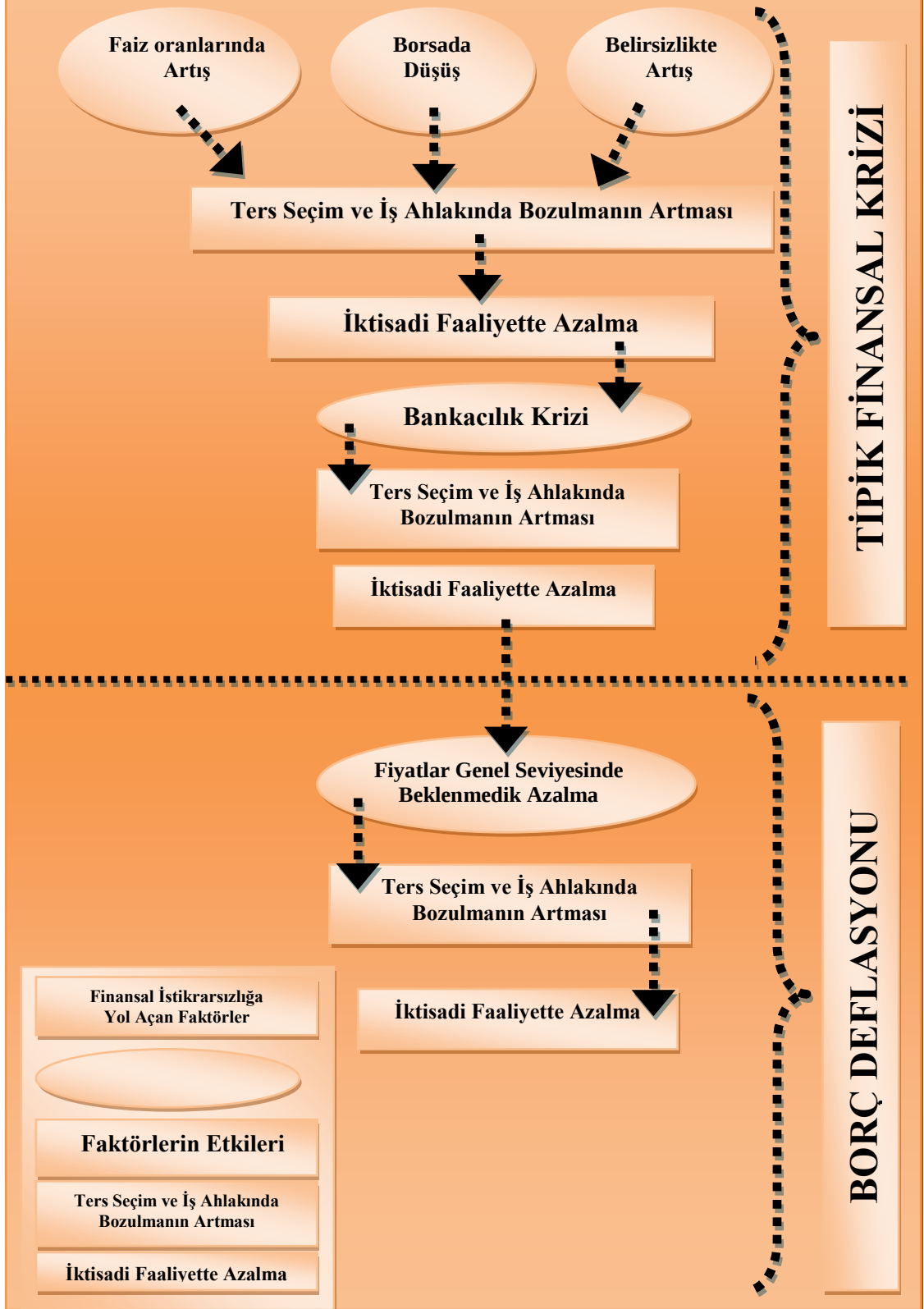
yaratmış olduğu özel koşulların etkisiyle yaşamış olduğu hızlı büyüme ve genişleme süreci aşırı üretim ve uluslararası rekabetin yoğunlaşması ile sonuçlanmış, kar oranlarının düşmesi, ekonomik büyüme ve yatırımların azalması ile kapitalist sistem 1970'lerin başında derin bir krize girmiştir. 1970'lerin ikinci yarısından itibaren merkez ülkelerde uygulamaya konan serbestleştirme, kuralsızlaştırma özelleştirme ve esnekleştirme politikaları, bir başka deyişle neoliberal küreselleşme politikaları krize çözüm olarak getirilmiştir. İktisadi sınırların kaldırılması ve böylece mal ve sermaye akımlarının dünya ölçeğinde serbestçe dolaşabilmesi, iktisadi hayatın 'görünmeyen el'in düzenlemelerine teslim edilmesi halinde, insanlığın sınırsız bir zenginliğe kavuşacağını vaad eden bu ideoloji 90'lı yıllarda giderek güçlenmiş, ancak arka arkaya yaşanan finansal krizler nedeniyle 90'lı yıllar paradoksal bir şekilde aynı zamanda neoliberal küreselleşme sürecinin sorgulanmaya başladığı yıllar olmuştur. 1994-95 yıllarında Türkiye ve Meksika'da yaşanan finansal krizlerin ardından, 1997 yılında Tayland'da başlayıp kısa sürede bölge ülkelerine yayılan ve küresel bir sarsıntı yaratan Asya Krizi, 2001 Türkiye ve 2002 Arjantin krizleri dikkatlerin sermaye akımları ve uygulanan finansal liberalizasyon politikalarına dönmesine yol açmış, neoliberal çevrelerde bile bu politikalar sorgulanmaya başlamıştır¹⁰¹.

Mishkin, F.S. (1996)¹⁰², ABD ekonomisinin bankacılık ve finansal krizler açısından zengin bir tarihe ve tecrübeye sahip olduğunu belirtmiştir. Şekil-3.1.4.1'de ABD ekonomisinde 19yy. ve 20.yy başında finansal krizlerin oluşum mekanizması verilmiştir. Buna göre, ABD ekonomisinde, finansal krizler önce faizlerin keskin bir yükselişi ile başlamaktadır. Bu yükselişin kaynağı genelde Londra'daki faizlerin yükselmesinden kaynaklanmaktadır. Faizlerdeki keskin artıştan sonra, borsa endekslerinde çöküş görülmektedir. Buna bağlı olarak, ekonomi genelinde belirsizlik ve riskler artmaktadır.

¹⁰¹ Sungur,N. ve Sarıdoğan. E. ..(2010), Agm. s.15

¹⁰² Mishkin, F.S. (1996), "agm.s.25

Şekil-3.1.4. 1 ABD Ekonomisinde 19.yy ve 20.yy Başında Finansal Krizlerin Oluşum Mekanizması



Mishkin, F.S. (1996). "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective" NBER, wp-5600, s.25-26

Kredi piyasalarında, asimetrik enformasyon, ahlaki tehlike ve ters seçim sorunlarındaki artmaya bağlı olarak, iş iklimi ve beklentilerde bozulmalar, bankacılık paniklerini artırır. Önemli finansal ve finans dışı kurumların batmasına bağlı olarak ekonomide resesyon başlamakta, iktisadi faaliyetler düşmektedir. Bu durumda, artan bankacılık panikleri, ters seçim ve ahlaki tehlikeyi artırarak, tekrar ekonomik aktivitenin azalmasına yol açar. Talepteki azalmalar, fiyat seviyesinde beklenmedik azalmalara yol açarak, firmaların varlıklarının değerinde önemli azalmalar ortaya çıkar. Buna bağlı olarak borç deflasyonu oluşur. Bu süreç sonucunda, tekrar ters seçim, ahlaki tehlike sorunları kendini besleyerek, ekonomik faaliyetler daralmaya devam eder. Bu süreçte finansal kriz, aşır borç birikimine bağlı olarak iktisadi krize yol açar.

Orlowski, Lucjan T. (2008)¹⁰³ ABD'deki küresel finansal krizin beş aşamadan oluştuğunu vurgulamıştır. Bunlar:

- Eşik altı konut piyasasında, konut balonunun patlaması ve konut piyasasında erimenin başlaması,
- Bu durum, konut firmaları, yatırım ve evrensel bankalar olmak üzere kredi piyasasına yayılması,
- Likidite krizinin somut örneklerle yayılması, diğer finansal kurumlardaki partnerlerin de etkisiyle Northern Rock, Bear Stearns ve Lehman Brothers gibi bankalarının batması.
- Yatırım ürünlerinin çöküşü, temelde teminatlı borç yükümlülükleri başta olmak üzere, küresel likiditeyi, emtialarda fiyat balonlarına dönüştürecek bir yapıya girmeleri,
- Eylül-2008 tarihi itibarıyla, fonların, risksiz menkul kıymetlere kayması zirve yaparak, ABD'de yatırım bankacılığının çökmesi, olarak sıralamıştır.

Orlowski, Lucjan T. (2008), krizin büyüklüğünün, çeşitli varlık türlerinin aşırı fiyatlamasına yol açan, aşırı kredi büyümesiyle eşleşen küresel tasarrufların değişken dağılımlarından etkilendiğini vurgulamıştır. Yazarlar bu süreci, kararsız varlık fiyat balonu olarak tanımlamıştır. İstikrarsız kaynak dağılımı, piyasa, kredi ve likidite riskini artırmaktadır. Bu durumda para politikası finansal piyasalarının istikrarını sağlama

¹⁰³ Orlowski, Lucjan T. (2008) "Stages of the 2007/2008 Global Financial Crisis: Is There a Wandering Asset-Price Bubble?" Economics, the open-access, open-assessment E-journal, Discussion Paper, Nr. 2008-43 | December 18, 2008 | <http://www.economics-ejournal.org/economics/discussionpapers/2008-43> Erişim Tarihi:Aralık 2009, s.1

yönünde olmaktadır. Küresel finansal kriz başta olmak üzere diğer finansal krizleri açıklamaya yönelik teorik yaklaşımların finansal krizleri açıklamada öne sürdükleri temel argümanlar aşağıdaki gibi belirtilebilir¹⁰⁴:

Standart Keynezyen Likidite Tercihi Teorisi: Keynezyen teoride iktisadi birimlerin likidite tercihi sürecinde sınırlı sayıda yatırım aracı vardır. Ancak günümüz koşullarında finansal piyasalarda çok sayıda finansal türev araçlar söz konusudur. Yatırımcıların ise, bu çok çeşitli türev araçlar arasında optimal dağılımı yapmaları ve en ideal likidite tercihini yapmaları gerekmektedir. Son dönemdeki krizde, portföy yönetimlerindeki likidite tercihindeki sorunlar krizin oluşumunda önemli faktörler arasında yer almıştır.

Asimetrik Enformasyon ve Risklerin Yanlış Fiyatlanması: İktisadi birimler arasında, yatırım süreçlerinde tarafların sahip oldukları bilgilerdeki eşitsiz dağılım, risklerin ve getirilerin yanlış değerlendirilerek yanlış kararlar alınmasına ve yanlış yatırımlara yol açmaktadır. Son küresel krizde de, finansal sistemde inanılmaz ölçüde artan küreselleşme, finansal sistemdeki kurallar, oyuncular ve finansal türev araçlarının çeşitlenmesi, oyuncuların, finansal sistem, kurallar, oyuncular ve finansal türev araçlar hakkında bilgilerin değişen zamana göre eşit olmayan şekilde dağılması, asimetrik enformasyon, risklerin yanlış fiyatlanması ve yanlış finansal kararların çıg gibi artmasına yol açarak küresel finansal krizin ortaya çıkmasında önemli rol oynamıştır.

Finansal Kırılganlığın Ponzi Finans Teorisi: Ponzi finansman yaklaşımı, Hyman Minsky'nin finansal kırılganlık yaklaşımının temelini oluşturmaktadır. Bu yaklaşım temelde iktisadi dalgalanmalarla ilişkilidir. Büyüyen bir ekonomi için iyimser bakış, finansal yatırımcıların, spekülative finansmanla ilgilenmelerine yol açar. Yatırımcıların beklentilerindeki olumluluk, sürekli borçlanmayı sürükler. Yaptıkları yatırımların getirileri negatif olsa bile borçlanmaya devam ederler. Bu süreçte hem borç verenler hem de borç alanlar, sırf pozitif beklentilerine dayanarak, bile bile zararlı ve yüksek riskli yatırımlara girerler. Bu tarz bir ponzi finansman yapısı, yatırımcıların yüksek kaldıraçlı işlemlere başvurmasına yol açarak, riskli kredi işlemlerinin hızla büyümesine yol açar. Ekonominin büyümesi durduğunda ise işler tersine gider. Bazı

¹⁰⁴ Orlowski, Lucjan T. (2008), agm. s.14

yatırımcılar iflas eder. Kredi mekanizması hızla kilitlenir. Bu durumda daha fazla iflaslar ortaya çıkar.

Yatırımcıların Sürü Psikolojisi (Küresel Tasarruf Bolluğunda) : Küresel kriz esansında, teminatlı borç yükümlülükleri (CDOs) ve diğer karmaşık türevlere yatırım, yatırımcıların sürü psikolojisiyle hareket etmelerine yol açmıştır. Teminatlı borç yükümlülüklerinin (CDOs) yarattığı balon düşünüldüğünde, sürü psikolojisinin büyüklüğü inanılmaz boyutlar ulaşmıştır. Finansal analistlerden gelen yetersiz, düzensiz bilgilere dayanarak, spekülasyon ve sürü psikolojisi, denetimsiz yönetilen fonlar tarafından yükselmiştir.

Yatırım Hataları, “Yeni Ürünler Yarat ve Yay” Bankacılık Modeli: Küresel krizin aşamalarının teorik açıklamalarında, önemli bir boyut, çeşitli risk türlerine en dayanıklı olabilecek optimal bankacılık modelinin ne olduğudur. Küresel krizin temel kaynaklarından birisi, eşik altı konut kredileri türevlerine ağırlık veren yatırım bankacılığından kaynaklanmıştır. Evrensel bankacılık uygulaması, yatırım ve bölgesel bankacılık uygulamasından daha güvenilir algılanmaktadır. ABD ekonomisinde son küresel kriz ile birlikte batan bankalar sistemin etkinliğini ve güvenilirliğini sorgulanır hale getirmiştir.

Gölge Bankacılığın Etkileri: Roubini (2008)¹⁰⁵, son küresel krizin önemli sebeplerinden birisi olarak, son 20 yılda yaratılan gölge bankacılık sistemi olduğunu vurgulamıştır. Gölge bankacılık sistemi, yatırım bankaları, hedge fonlar, özel varlık şirketleri, para piyasası fonları, banka dışı konut finansman şirketler vb. kurumlarından oluşmaktadır. Bu kurumların düzenlemelerindeki eksiklikler, aşırı riskli kredi yaratımında anahtar rol oynamaktadır. Bu kurumların, risk pozisyonları ve kaldıraçları, kriz süresince, tasarruf mevduatınca güvence altında değildir ve son kredi mercii olarak merkez bankasına direkt başvuru yapamaz. Bu sebeple kriz esnasında bu kurumlar, inanılmaz likidite riskine maruz kalmaktadırlar. Borç vade yapılarının alacaklarla tutarsızlığı, varlık borç yapılarının tutarsızlığı riski artırmaktadır. Bu sebeplerle son küresel krizde gölge bankacılık sistemi patlamıştır.

¹⁰⁵ Roubini, N., (2008), The Shadow Banking System Is Unravelling. Financial Times, September 21

Demir F., Karabiyik, A vd. (2008)¹⁰⁶, subprime mortgage kredilerinde geri ödemelerde yaşanan sorunlarla ortaya çıkan finansal dalgalanma, çok hassas dengeler üzerine kurulu ve birbiriyle ilişkili ABD piyasalarında büyük etki yarattığını belirtmişlerdir. Mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler ile kredi türev ürünlerinin risklerinin yanlış ölçülmesi, kimi zamanda finansal mühendislik teknikleri kullanılarak ölçülemez hale getirilmesi akabinde denetleyici yapının eksiklikleri finansal kurumları etkilemiş ve mortgage kredi krizi olarak adlandırılan durum küresel bir likidite krizine dönüştüğünü vurgulamışlardır.

Şekil-3.1.4. 2 MORTGAGE KREDİ KRİZİNİN LİKİDİTE KRİZİNE DÖNÜŞÜM SÜRECİ			
2007 Temmuz	2007 Ağustos	2007 Eylül	2007/C4 ve Sonrası
Subprime/Kredi Krizi • Piyasalar subprime kredi ödemelerinin yapılmamasıyla şoka girdi • Subprime kredilerine dayalı finansal ürünler tekrar değerlendirildi • Yüksek profili olan yatırımcılar zarar kaydetti • Yatırımcılar risk ten kaçınmaya başladı • Kredi riskleri yeniden fiyatlandı • Yatırımcılar nakit varlıklarını sattı	Likidite Krizi • İlk kredi sorunları sonuçlarını göstermeye başladı • Risk iştahı azaldı • Yatırımcılar varlığa dayalı finansman bonosu almakta isteksiz davrandı • Kısa vadeli finansman talepleri oluştu • Bankalar talepleri karşılamak için nakit tutmaya başladı • 3 aylık LIBOR oranları yükseldi • Borçlanma maliyetleri etkilendi	Kredi ve Likidite Krizi Devam Ediyor • Likidite açığı devam etti • Bankalar hala kısa vadeli borçlanmaya devam etti ve dönem faizlerini yükseltti • Yeni kredi kullanıcıları için koşullar sıkılaştırıldı • Avrupa Merkez Bankası, FED ve BoE gecikmeli olarak acil likidite sağladı • FED faizleri %0,5 puan indirdi • Yüksek dönem faizleri • Spekülatif davranışlar kredi kullananları olumsuz etkiledi • Tüketiciden kaynaklı riskler azaldı • Merkez bankası yardımlarını tahmin etmek kolaylaştı	
Kaynak: Demir F. Karabiyik, A vd. (2008) “ABD Mortgage Krizi” Bankacılık Düzenleme Ve Denetleme Kurumu Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı Çalışma Tebliği Sayı: 3 / Ağs-2008 ,s.1			

Şekil-3.1.4.2 mortgage kredi krizinin likidite krizine dönüşüm süreci verilmiştir. Buna göre, 2007 Temmuz ayında başlayan, eşik altı konut kredileri krizi, 2007 Ağustos ayında likidite krizine dönüşmüştür. 2007 son çeyreğinden 2009 ilk çeyreğine kadar krizin etkisi küresel çapta artarak devam etmiştir. Krizin yayılma mekanizmaları arasında, beklentilerin bozulması, finansman/kredi mekanizmalarının işlevini

¹⁰⁶ Demir F., Karabiyik, A vd. (2008) “ABD Mortgage Krizi” Bankacılık Düzenleme Ve Denetleme Kurumu Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı Çalışma Tebliği Sayı: 3 / Ağustos 2008, s.1

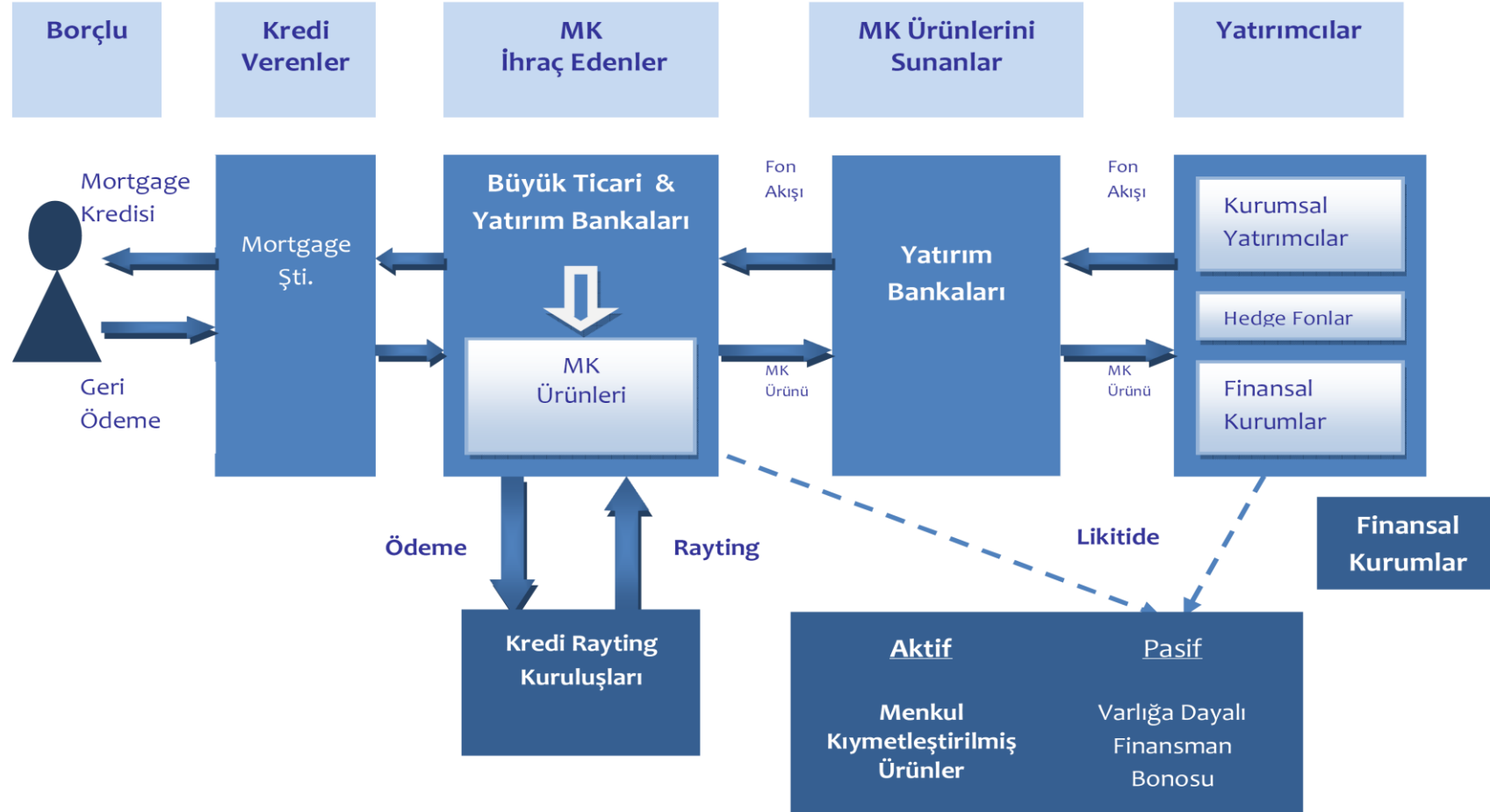
kaybetmesi, ticaret hacminin daralması, iç ve dış talepteki daralmaya bağlı olarak, kazançların, üretim istihdamın azalması olarak karşımıza çıkmaktadır¹⁰⁷.

Demir F., Karabiyik, A vd. (2008)¹⁰⁸ ifade ettiği gibi, 2007-08 Küresel finansal dalgalanmanın kaynağı, ABD mortgage krizidir. Piyasa yapısı ve denetim eksiklikleri ile izlenen politikalar sonucu ortaya çıkan sorunlar tahmin edilemeyen olumsuzluklara neden olmuştur. Şekil-3.1.4.3'te mortgage piyasasının işleyiş yapısı verilmiştir. Buna göre, Mortgage piyasası, mortgage kredisinin düzenlendiği birincil piyasalar ile bu kredilere dayalı menkul kıymetlerin alınıp satıldığı ikincil piyasalardan oluşmaktadır. Bu piyasanın, bireysel yatırımcıdan kurumsal yatırımcıya, yatırım bankalarından serbest fonlara kadar çok çeşitli katılımcısı bulunmaktadır. Mortgage piyasasında süreç, yatırımcının gayrimenkul almak amacıyla mortgage kredisi veren finansal kuruma başvuru yapması ve bunun üzerine kredi veren tarafından ekspertiz bedelinin tespiti ile kredi başvuru sahibinin ödeme kabiliyetinin doğru bir şekilde ölçülmesiyle başlamaktadır. Mortgage sisteminin temelini, bu işlem sonunda düzenlenen ipoteğe dayalı kredi sözleşmeleri oluşturmaktadır. Bu sözleşmelerin hazırlanması aşamasında yaşanacak sorunlar sistemin işleyişinde aksaklıklara neden olmaktadır. Mortgage piyasasında, temelde bir yandan konut kredisini nihai talep edenler diğer yandan ise konut kredisi finansmanını sunan iktisadi birimler söz konusudur. Ancak finansman cephesinde, oyuncular farklılık arz etmektedir. Bu noktada, büyük ticari bankalar ve yatırım bankaları, bir yandan mortgage kredisi ürünlerini arzetmekte, bu ürünler ise yatırımcılar tarafından satın alınmaktadır. Yatırım bankaları elde ettiği bu fonları, mortgage şirketlerine satmaktadır. Mortgage şirketleri, bu kredileri nihai mortgage kredisi talep edenlere çeşitli risk değerlendirme kriterlerine göre satmaktadır. Sistemde, bir yandan, mortgage kredisi getirili ürünler, diğer yandan ise bu ürünlerin satın alınması ile ortaya çıkan bir fon akımı söz konusudur. Sistemin istikrarı her bir oyuncunun doğru yatırım ve risk planlaması ile sorumluluklarını yerine getirmesine bağlıdır. Şekil-3.1.4.4'te mortgage ipoteklerine dayalı menkul kıymetleştirme sürecinin işleyişi verilmiştir. Mortgage kredisi verildikten sonra, bankalar gayrimenkule ipotek koydukları için, bu gayrimenkul karşılığında menkul kıymetler piyasaya arz edilebilir.

¹⁰⁷ Sungur, N. ve Sarıdoğan, E. (2010), agm.s.2

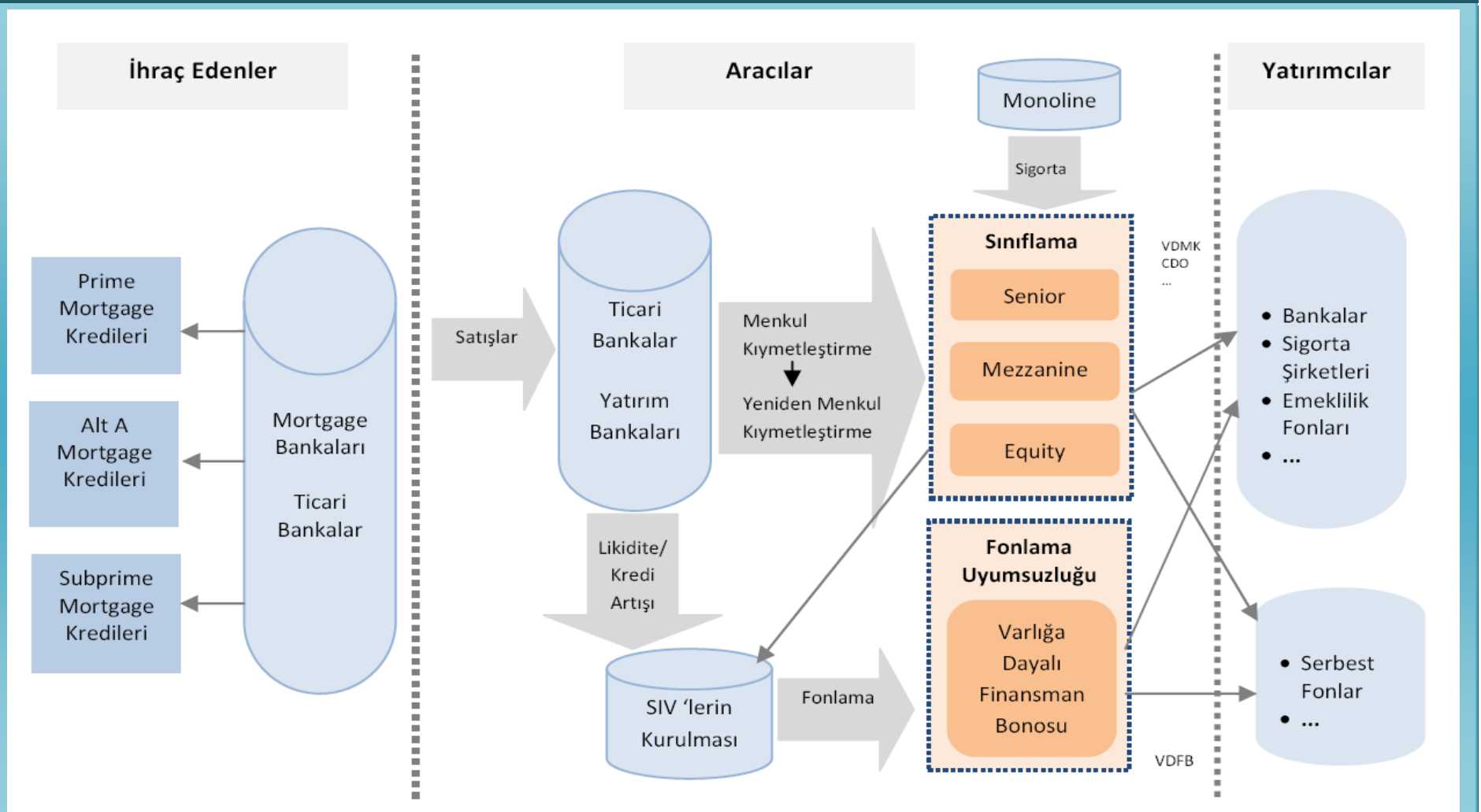
¹⁰⁸ Demir F., Karabiyik, A vd. (2008) "ABD Mortgage Krizi" Bankacılık Düzenleme Ve Denetleme Kurumu Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı Çalışma Tebliği Sayı: 3 / Ağustos 2008, s.13

Şekil-3.1.4. 3 MORTGAGE PİYASASININ İSLEYİŞİ



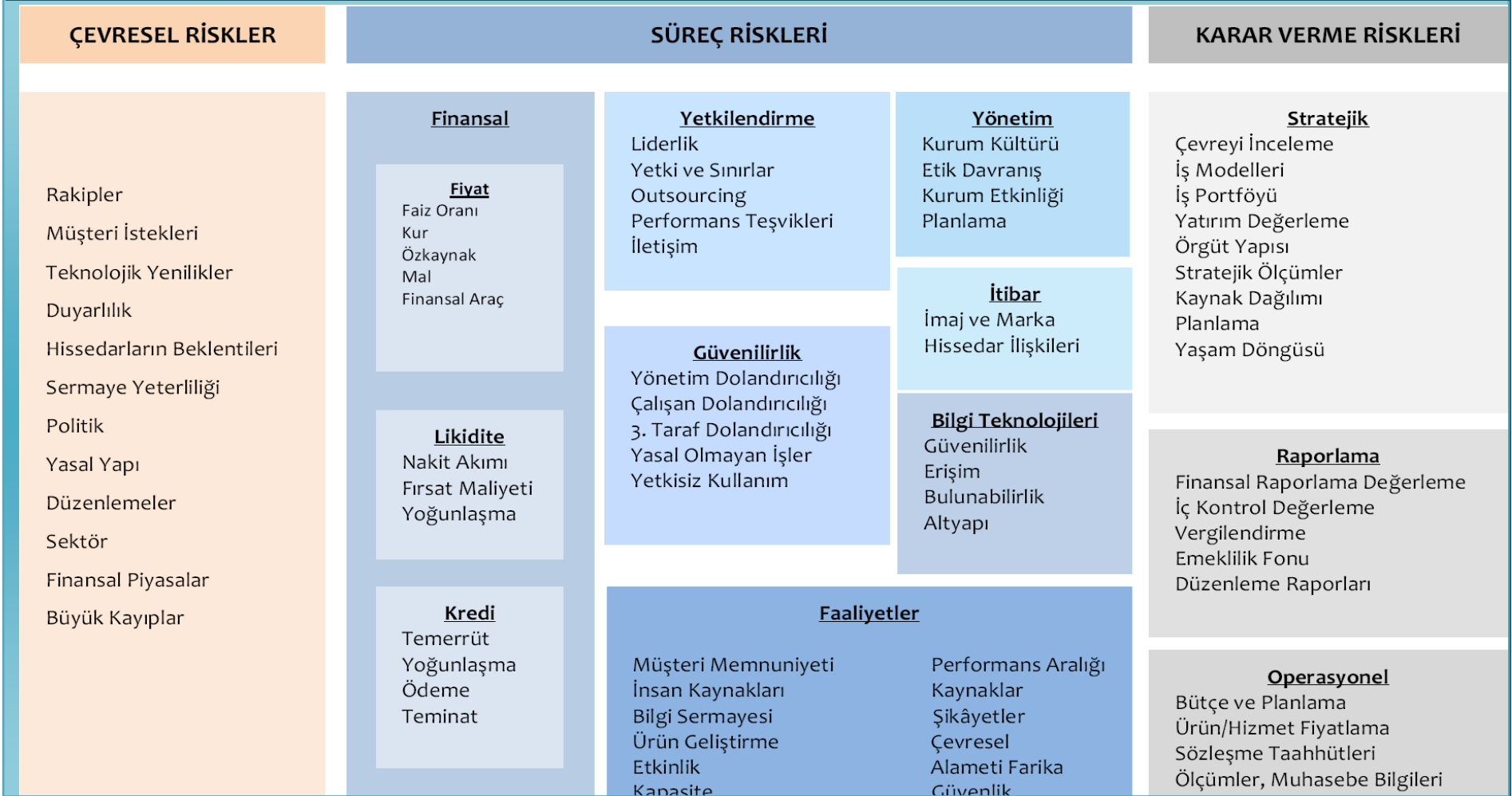
Demir F., Karabiyik, A. vd. (2008) "ABD Mortgage Krizi" Bankacılık Düzenleme Ve Denetleme Kurumu Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı Çalışma Tebliği Sayı: 3 / Ağustos 2008, s.3

Şekil-3.1.4. 4 MORTGAGE İPOTEKLERİNE DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRME SÜRECİNİN İŞLEYİŞİ



Demir F., Karabiyik, A. vd. (2008) "ABD Mortgage Krizi" Bankacılık Düzenleme Ve Denetleme Kurumu Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı Çalışma Tebliği Sayı: 3 / Ağustos 2008, s.7

Şekil-3.1.4. 5 SUBPRİME MORTGAGE KREDİLERİ RİSK HARİTASI



Kaynak: Demir F., Karabiyik, A. vd. (2008) "ABD Mortgage Krizi" Bankacılık Düzenleme Ve Denetleme Kurumu Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı Çalışma Tebliği Sayı: 3 / Ağustos 2008, s.58

Demir F. , Karabiyik, A vd. (2008)¹⁰⁹, belirttiği gibi ABD, mortgage kredilerini menkul kıymetleştirerek finansal sistemi tabana yaymış ve buradan elde edilen fonlarla birincil piyasada konut kredilerinin finansmanını ve sürekliliğini sağlamıştır. Ancak, özellikle denetim eksikliği nedeniyle konut kredilerinin kullanım amacı konut edinme yerine konut spekülatoörlüğüne dönuşmüş ve sistem aksamaya başlamıştır. Finansal kuruluşların kalitesiz kredi vermeleri sistemin hızlı ve dengesiz bir şekilde büyümesine neden olmuştur. ABD mortgage piyasasında özellikle subprime ve değışken faiz oranlı mortgage kredilerinin nakit akışlarının bozulması, bu piyasa ile ilişkili menkul kıymet piyasalarını da etkilemiştir. Subprime kredilerin özü gereğı riskli krediler grubunda yer almasına rağmen bu riskler yokmuş gibi bu tür kredilerin kullanılmasıyla sistem sorun çıkarmaya başlamıştır. Riskli kredibiliteye sahip kişilere daha yüksek faiz oranları ile mortgage kredisi kullanılmış, faiz oranlarının yükselmesi ile faiz yükü artmış, neticede faiz ve anapara ödemelerinde aksaklıklar baş göstermiştir. Subprime mortgage kredileri ile başlayan kredi krizinin büyüerek diğ er kredi türlerini de etkisi altına alması, mortgage piyasasının tamamının etkilenmesine neden olmuştur. Konut fiyatlarındaki balon artışlar piyasada asimetrik bilgiye neden olmuş, kredi kullanıcılarının yanlış yönlendirilmesine yol açmış ve konut satın almanın bir yatırım aracı olarak algılanmasına neden olmuştur.

Şekil-3.1.4. 5 subprime mortgage kredileri risk haritası verilmiştir. Buna göre, subprime mortgage kredilerinin oluşturduğu risk haritası, çevresel risklerden, süreç ve karar verme risklerine kadar birçok risk unsurunu içermektedir. Politik, yasal yapı, düzenlemeler, finansal piyasalar ve sektör risklerini içeren çevresel riskler ile stratejik ve raporlama stratejilerini içeren karar verme riskleri çalışmanın birinci bölümünde ele alınmıştır. Bu bölümde faiz oranı, özkaynak, finansal araç ve kur risklerini içeren finansal riskler, nakit akımları, fırsat maliyetleri ve yoğunlaşmayı içeren likidite riskleri ile temerrüt, ödeme ve teminat risklerini içeren kredi riskleri ve bu riskleri ifade eden endekslere yer verilmektedir. Ayrıca, süreç riskleri grubunda yer alan operasyonel risklerden dolandırıcılık riskleri de ele alınmaktadır¹¹⁰.

¹⁰⁹ Demir F., Karabiyik,A vd. (2008). Agm. s.7-18

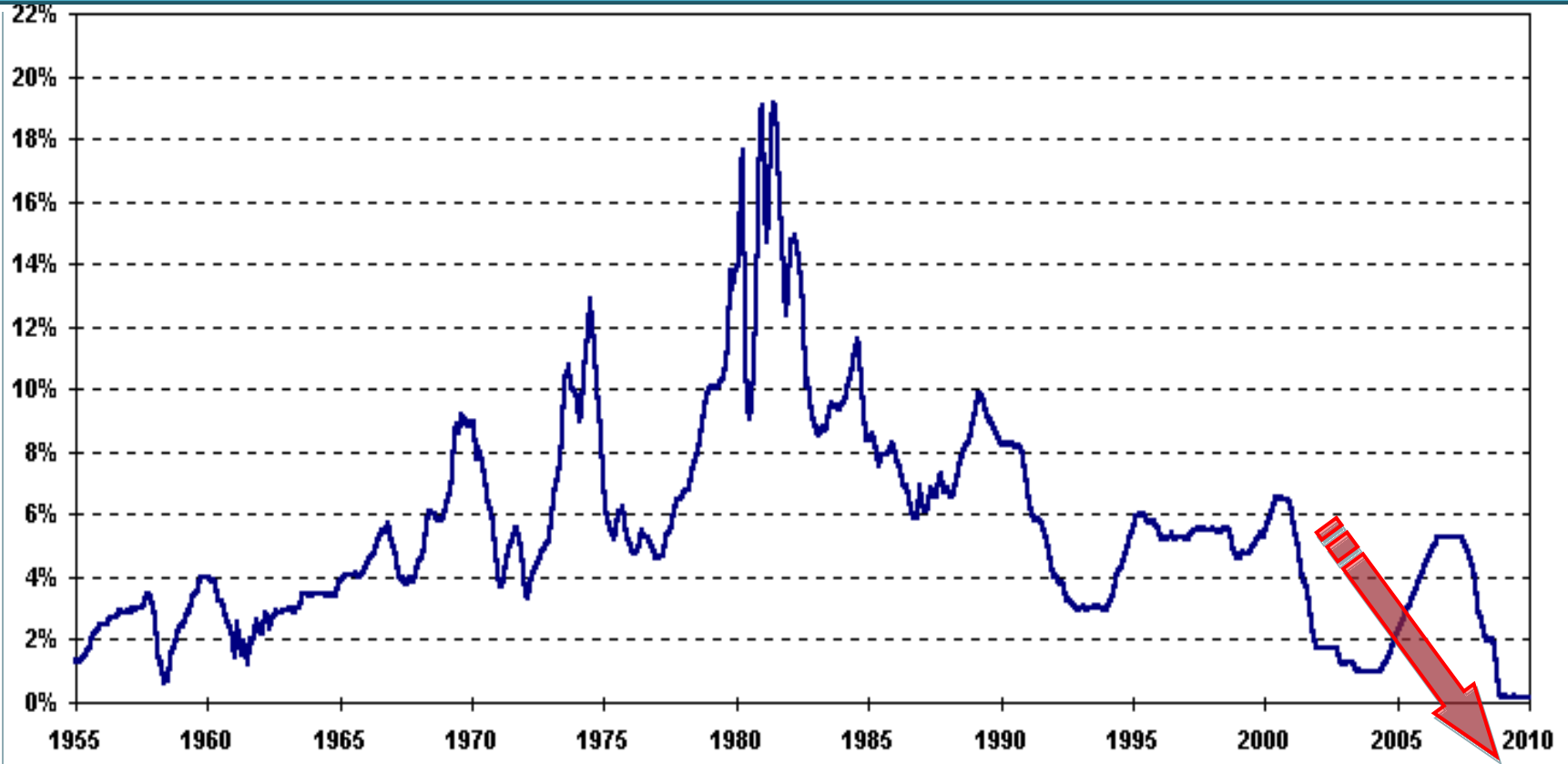
¹¹⁰ Demir F., Karabiyik,A vd. (2008). Agm. s.68

Demir F. , Karabiyik, A vd. (2008)¹¹¹, belirttiği gibi ABD mortgage krizinde, borçlulardan, kredi veren kuruluşlara, menkul kıymet ihraç edenlerden kredi derecelendirme ve yatırımcılara kadar tüm mortgage piyasası taraflarının sorumlu olduğu görülmektedir. Özellikle sorunlu kredilerin büyük kısmını oluşturan subprime mortgage kredilerinin hükümet tarafından desteklenmesi ve batık kredilerin hükümet politikaları gereği fonlanması, değerlendirme ve ölçümü zor olan bir sistemin oluşmasına neden olmuştur. Monoline, özel amaçlı kurumlar ve serbest fonlar gibi yeni finansal kurumların sistem içindeki paylarının artması ve bu kurumların karmaşık yapıdaki CDS, CDO gibi kredi türev ürünlerini kullanmaları, ABD’de başlayan sorunların diğer ülke piyasalarında domino etkisi yaratmasına neden olmuştur. Bununla birlikte finansal piyasaları denetleme ve düzenleme yetkisine sahip olan kurumların yetki alanlarının çakışması, sorunların tespitinin gecikmesine neden olmuş, yasal düzenlemelerin farklılığı eyalet ve merkezi bazda boşluklar oluşturmıştır. ABD mortgage krizinin gelişim süreci tarihsel verilerle ele alındığında, siyasi ve politik kararlardaki değişkenliğin uzun vadede finansal piyasaları nasıl etkilediği görülmektedir. Hükümet seçimleriyle birlikte Merkez Bankası yönetiminin değişmesi, para ve ekonomi politikaları arasındaki alışlagelmiş uyumu(ya da yapay uyumu) bozmuştur. Mortgage kredilerinin sorunlu hale dönüşmesiyle kredi krizi olarak piyasalara yansıyan bu durum, mortgage kredilerine dayalı ikincil piyasalardaki derinlik nedeniyle ödemelerin yapılamaması ve şirket zararlarının fonlanabilmesi amacıyla 2007 yılının üçüncü çeyreğinden sonra likidite krizine dönüşmüştür. Likidite krizine dönüşüm ise piyasalarda ani panik alım satımlarına neden olmuş ve başta emtia piyasaları olmak üzere diğer piyasaları olumsuz etkilemiştir.

Şekil-3.1.4.6’da, ABD merkez bankası politika faiz oranları verilmiştir. Buna göre, ABD merkez bankası FED son krizden önceki dönemde enflasyondaki artışa bağlı olarak önce para politikasını sıkılaştırarak faiz oranını yükseltmiştir. Diğer yandan ise, eşik altı konut kredisi krizine bağlı olarak ekonomi geneline yayılan finansal krizin yarattığı likidite sıkışıklığı etkilerini azaltmak için, faiz oranlarını, %0.25’ e kadar indirmiştir.

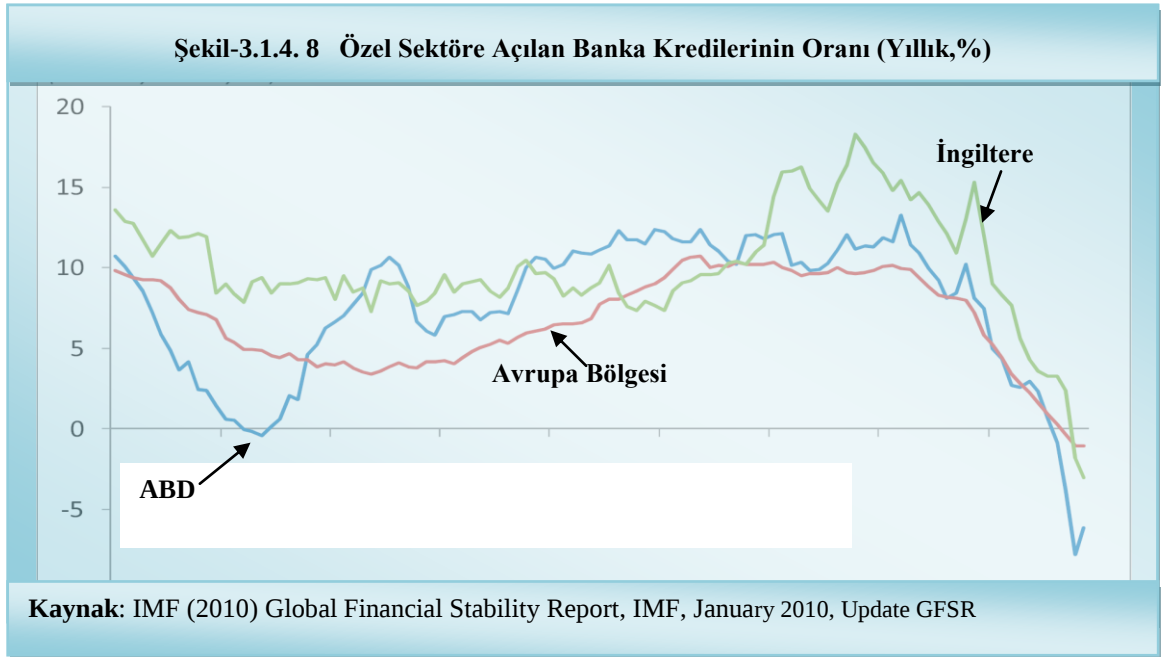
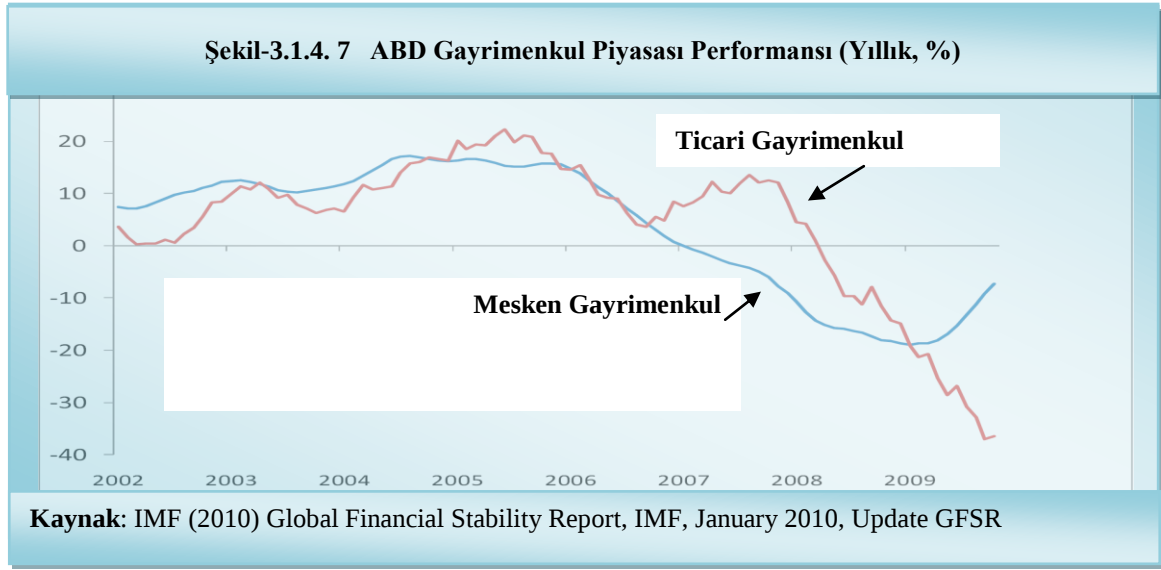
¹¹¹ Demir F., Karabiyik,A vd. (2008), agm.s.98-108

Şekil-3.1.4. 6 ABD MERKEZ BANKASI POLİTİKA FAİZ ORANLARI (%)



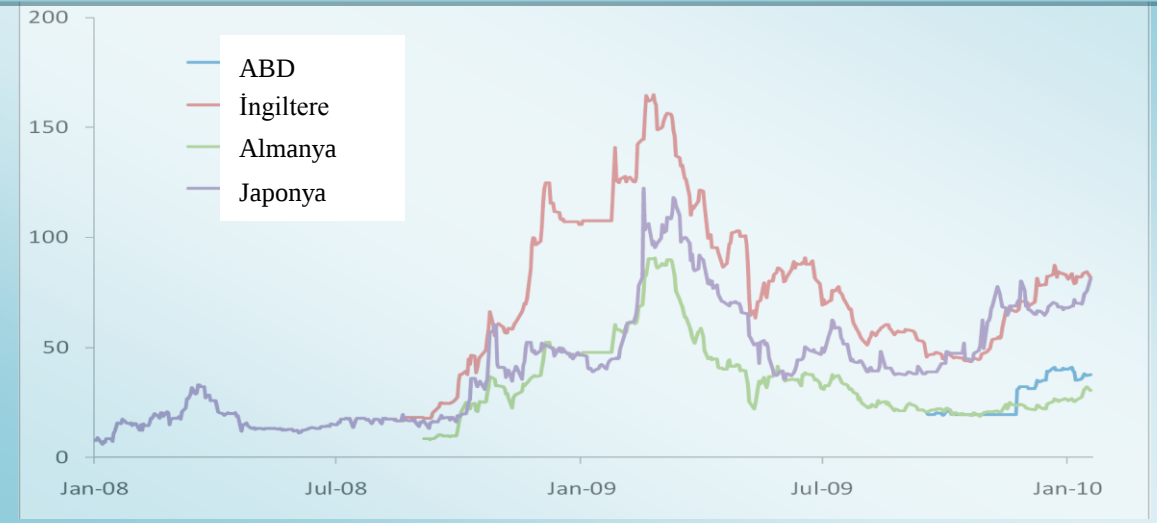
Kaynak: Federal Reserve Bank of USA, FED,

Şekil-3.1.4.7’de, ABD gayrimenkul piyasası performansı verilmiştir. Buna göre, özellikle sektör, 2006 yılından itibaren ivme kaybetmiştir. 2008’le birlikte derin bir düşüşe geçmiştir. Şekil-3.1.4.8’de, özel sektöre açılan banka kredilerinin oranı verilmiştir. Buna göre, özellikle ABD’de krediler 2006 yılında zirve yapmıştır. Diğer yandan ise, İngiltere ve Avrupa bölgesinde, bu oran 2007-2008 yıllarında zirve yapmıştır. Krizle birlikte 2008’den itibaren bu oran hızla azalmaya başlamıştır.



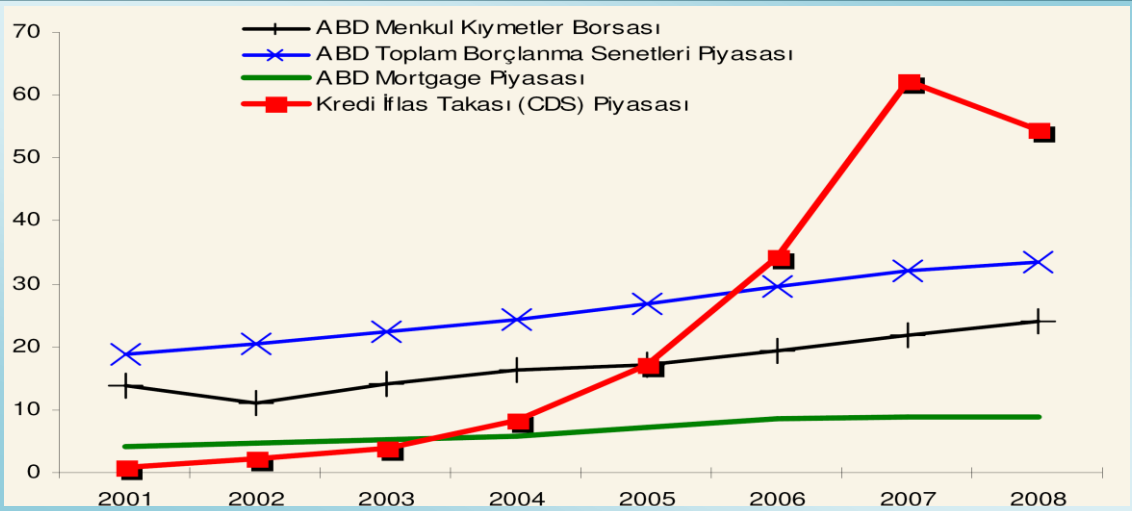
Şekil-3.1.4. 9’da seçilmiş ülkelerin kredi iflas takas primi verilmiştir. Buna göre, 2008’in son çeyreği ile birlikte risk primlerinde artış başlamıştır, 2009’un ilk çeyreğinde ise küresel krizin dip yaptığı dönemde risk primleri tavan yapmıştır. Sonraki dönemde ise krizin etkisindeki azalmaya paralel olarak azalma göstermiştir. Şekil-3.1.4.10’da ise CDS piyasa büyüklükleri verilmiştir. Buna göre, özellikle, ABD menkul kıymetler borsasının büyüklüğü 2007 yılı itibariyle inanılmaz boyutlara ulaşmıştır.

Şekil-3.1.4. 9 Seçilmiş Ülkelerin Kredi İflas Takas (CDS) Spreadleri (Baz Puan)



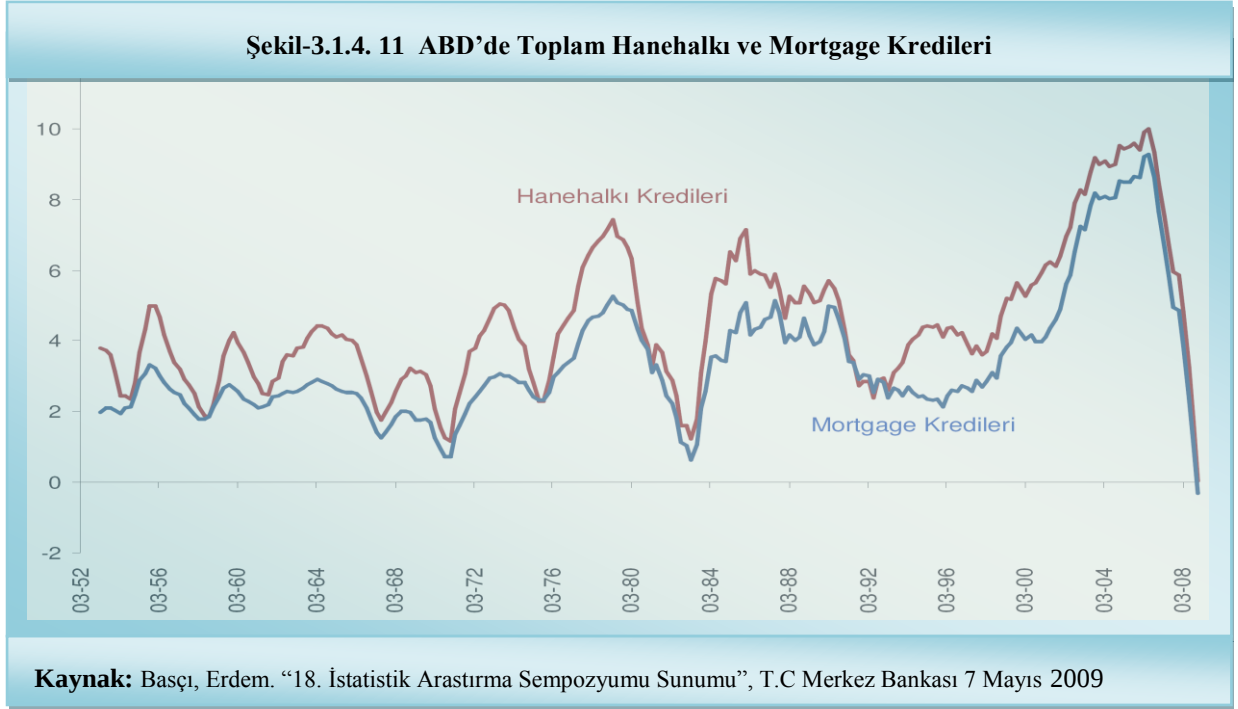
Kaynak: IMF (2010) Global Financial Stability Report, IMF, January 2010, Update GFSR

Şekil-3.1.4. 10 CDS Piyasa Büyüklükleri (2001 – 2008, trilyon ABD doları)

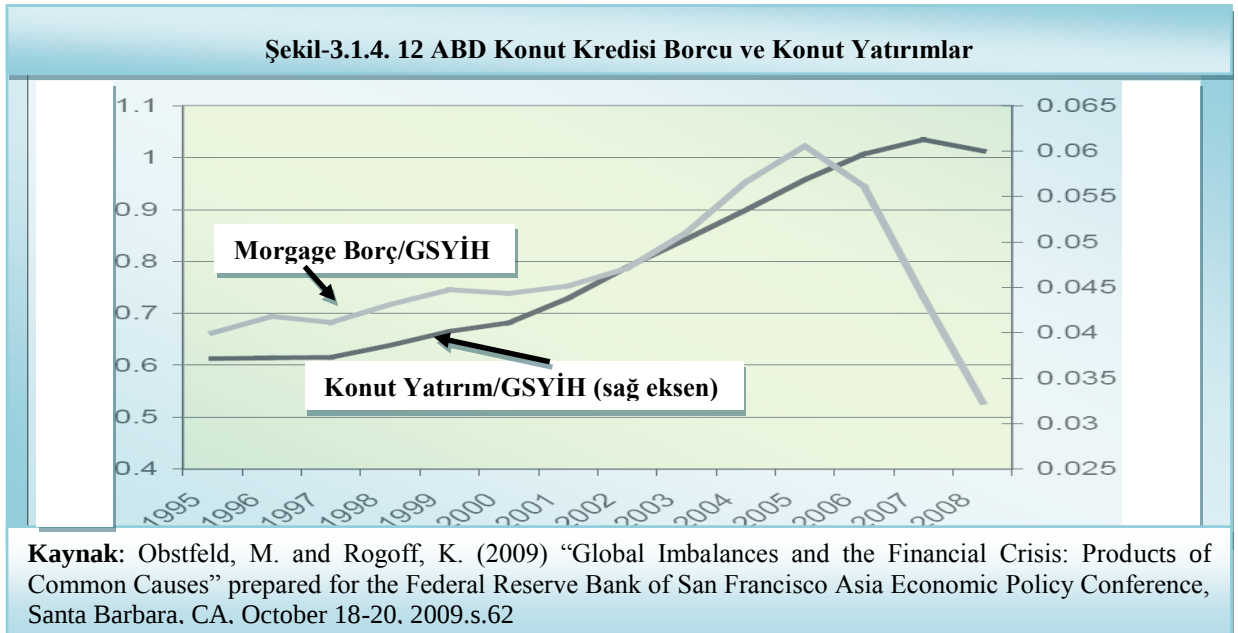


Kaynak: Başçı, Erdem“18. İstatistik Araştırma Sempozyumu Sunumu”T. C Merkez Bankası 7 Mayıs 2009

Şekil-3.1.4.11’de ABD’de toplam hanehalkı ve mortgage kredileri düzeyi verilmiştir. Buna göre, 2007 sonlarına doğru, kredilerin çeyrek dönemlik verilerin yıllık farkının GSYİH’ya oranında inanılmaz bir artış ortaya çıkmıştır. Bu kredi büyümesinin arkasındaki en önemli sebep ise özel sektörün finansal piyasalarda yarattığı türev ürünler sayesinde bir kredi bolluğuna yol açması gelmektedir.

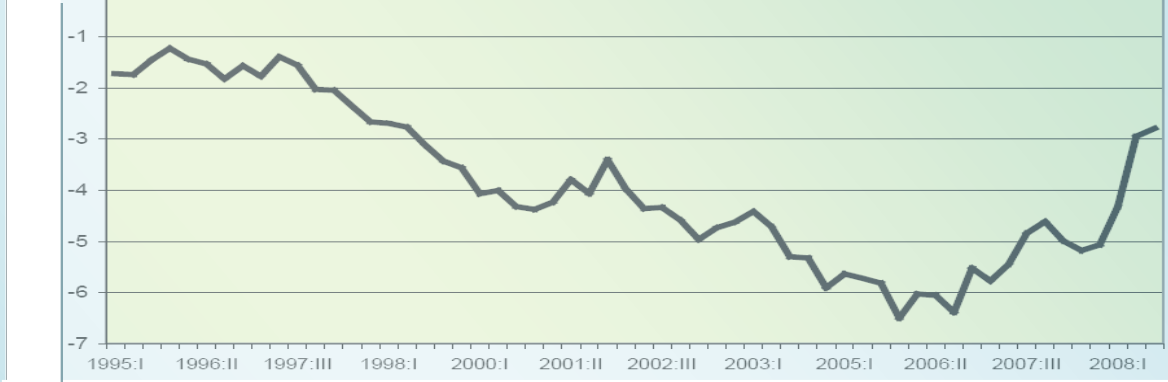


Şekil-3.1.4.12’de, ABD konut kredisi borcu ve konut yatırımları verilmiştir. Kriz öncesi dönemde, ABD konut kredisi borcu ve konut yatırımlarında aşırı bir şişme gözlemlenmiştir.



Şekil-3.1.4.13’de ABD ekonomisi cari işlemler dengesi verilmiştir. Buna göre, kriz dönemi açılan cari açıklar krizle birlikte daralma göstermiştir. ve Şekil-3.1.4.14’de ABD reel döviz kuru verilmiştir. Reel döviz kuru, kriz öncesi ve esnasında değer kaybetmiş, 2009’ yılı ilk çeyreğinde toparlanma göstermiştir.

Şekil-3.1.4. 13 ABD Cari İşlemler Dengesi (% ,yıllık GSYİH)



Kaynak: Obstfeld, M. and Rogoff, K. (2009) “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes” prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, October 18-20, 2009. s.66

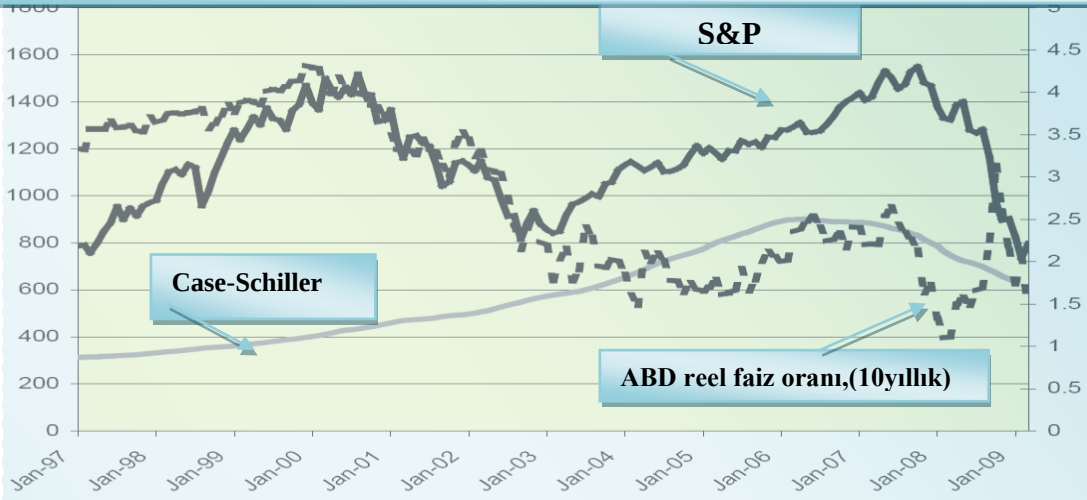
Şekil-3.1.4. 14 ABD Reel Döviz Kuru (2004,01=100)



Kaynak: Obstfeld, M. and Rogoff, K. (2009) “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes” prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, October 18-20, 2009.s.68

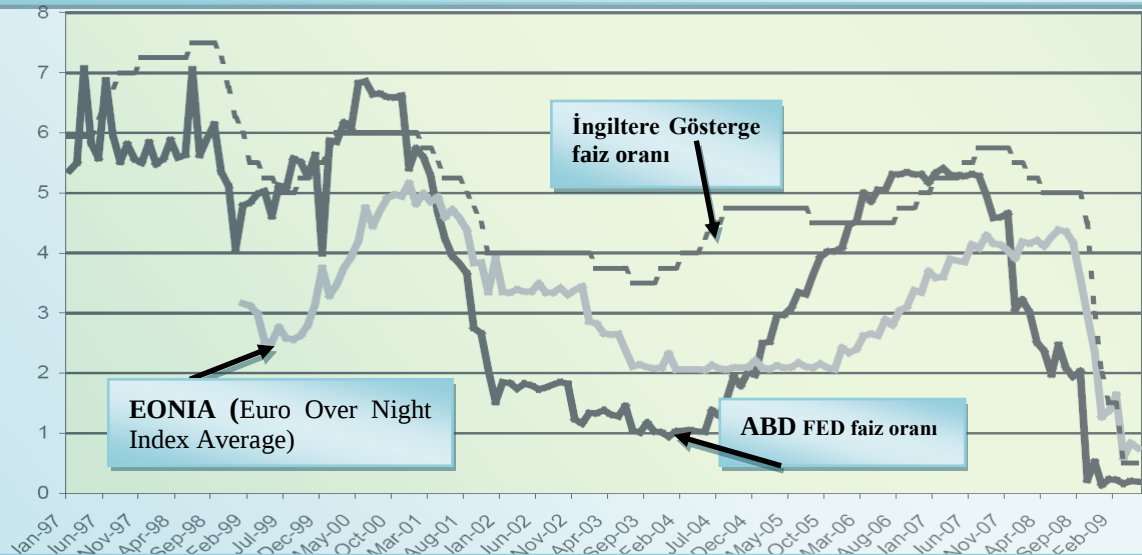
Şekil-3.1.4.15’de ABD nominal varlık fiyatları ve reel faiz oranları, politika faiz oranları verilmiştir. Şekil-3.1.4.16’da seçilmiş ülkelerin politika faiz oranı verilmiştir. Kriz dönemi ile varlık fiyatları ve faiz oranlarında azalma gözlemlenmiştir.

Şekil-3.1.4.15 Nominal ABD Varlık Fiyatları ve Reel Faiz Oranları



Kaynak: Obstfeld, M. and Rogoff, K. (2009) “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes” prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, October 18-20, 2009.s.55

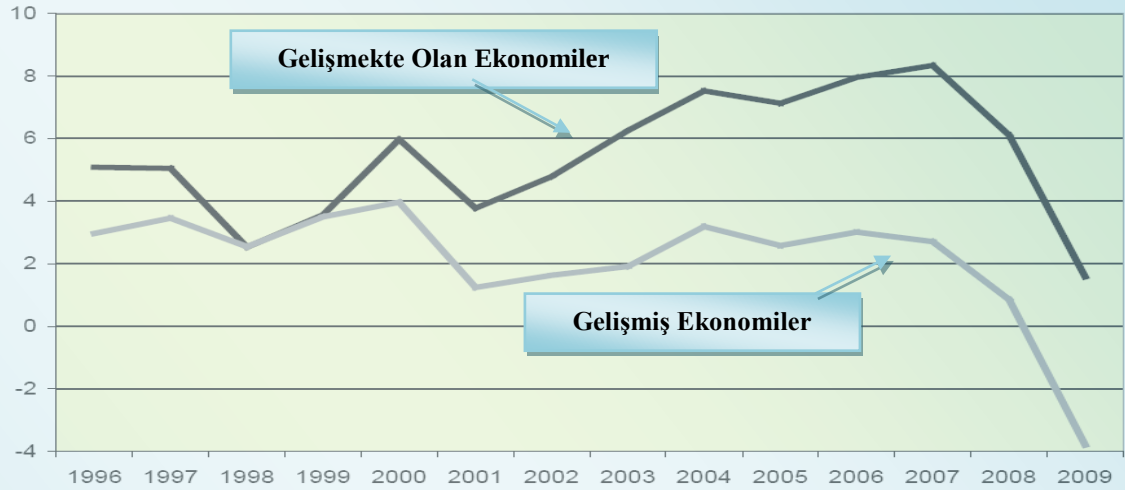
Şekil-3.1.4. 16 Politika Faiz Oranları



Kaynak: Obstfeld, M. and Rogoff, K. (2009) “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes” prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, October 18-20, 2009.s.56

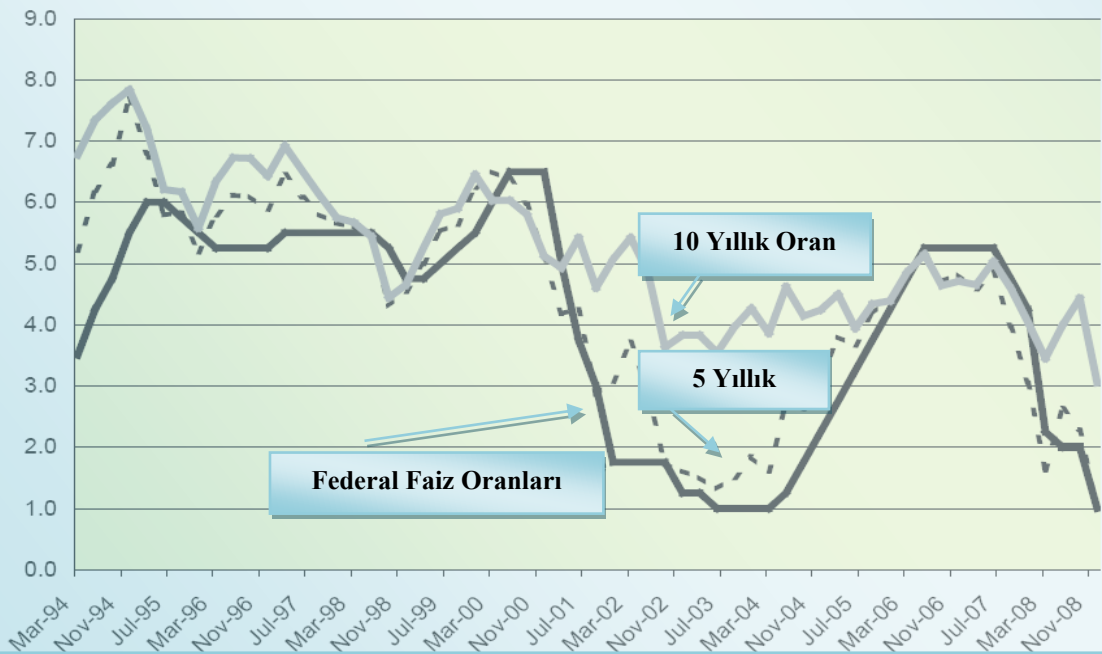
Şekil-3.1.4.17’de gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde reel GSYİH yıllık büyüme oranları verilmiştir. Krizle birlikte önemli daralmalar yaşanmıştır. Şekil-3.1.4.18’de ise ABD seçilmiş faiz oranları verilmiştir. Buna göre, kriz öncesi yükseltile faiz oranları krizle birlikte azaltılmıştır.

Şekil-3.1.4. 17 Reel GSYİH’ın Yıllık Büyüme Oranları



Kaynak: Obstfeld, M. and Rogoff, K. (2009) “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes” prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, October 18-20, 2009.,s.58

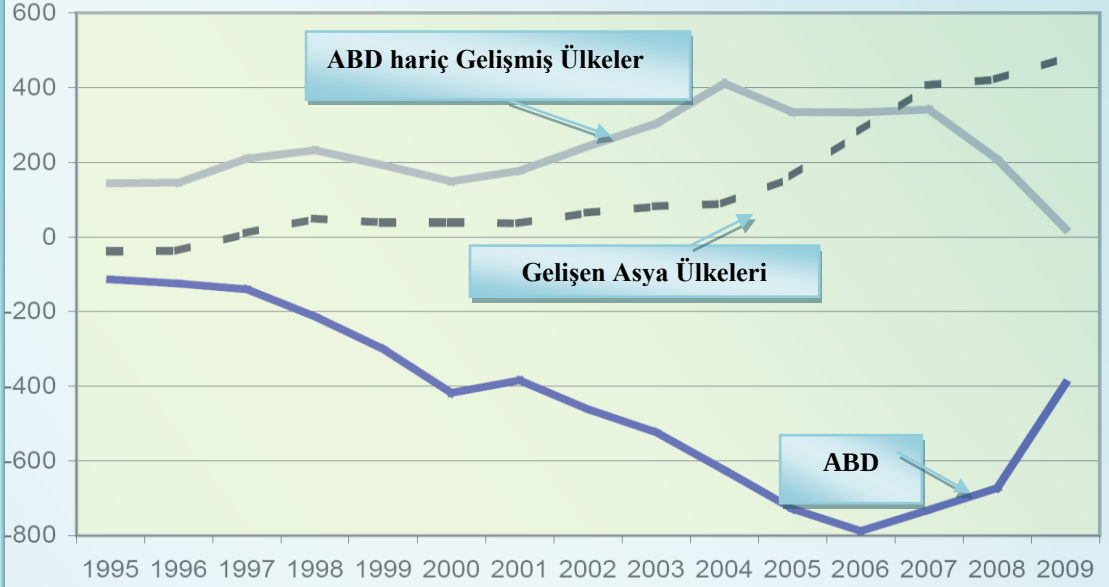
Şekil-3.1.4.18 ABD Faiz Oranlarının Dönem Yapısı



Kaynak: Obstfeld, M. and Rogoff, K. (2009) “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes” prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, October 18-20, 2009.,s. 59

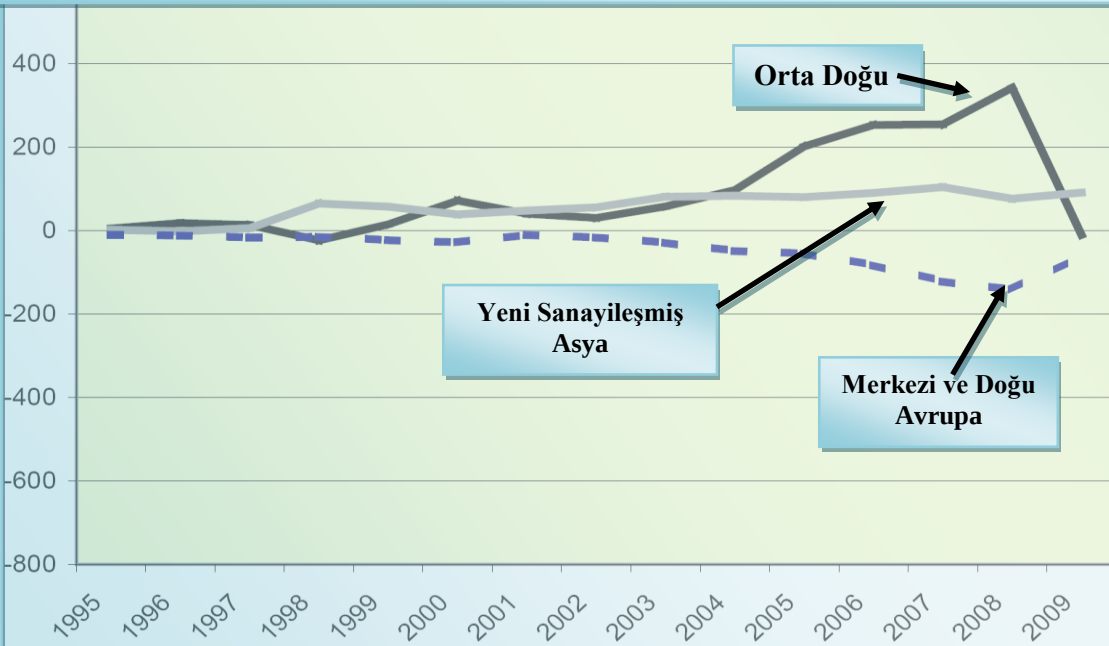
Şekil-3.1.4.19 ve Şekil-3.1.4.20’de küresel cari işlemler dengesi verilmiştir. Buna göre, kriz dönemi açılan cari açıklar krizle birlikte daralma göstermiştir.

Şekil-3.1.4. 19 Küresel Cari İşlemler Dengesi (Milyar US \$)



Kaynak: Obstfeld, M. and Rogoff, K. (2009) “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes” prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, October 18-20, 2009. s.46

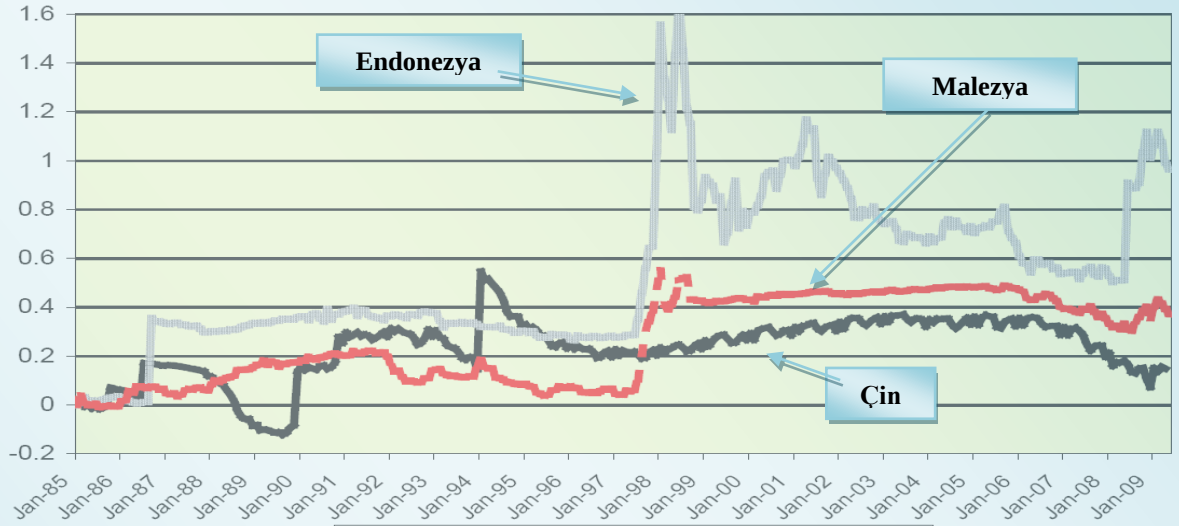
Şekil-3.1.4.20 Küresel Cari İşlemler Dengesi (Milyar US \$)



Kaynak: Obstfeld, M. and Rogoff, K. (2009) “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes” prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, S.B.CA October 18-20, 09 s.46

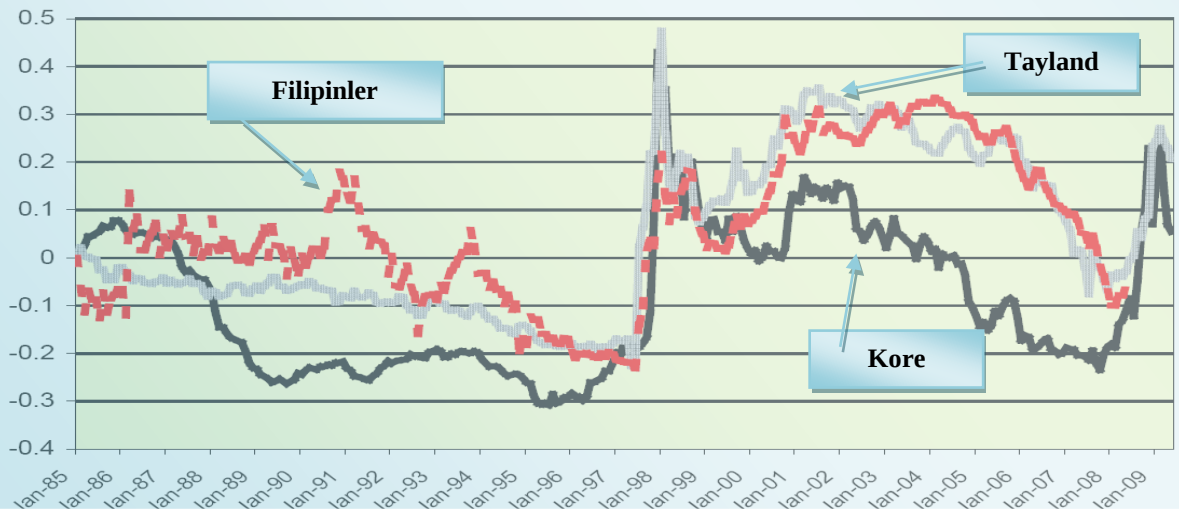
Şekil-3.1.4.21 ve Şekil-3.1.4.22 ‘de seçilmiş Asya ülkelerinin reel döviz kurları verilmiştir. 1998’de Asya krizi esnasında dengeden uzaklaşan kurlar, küresel krizin etkisiyle 2008’in son çeyreği ile birlikte yeniden dengeden uzaklaşmıştır.

Şekil-3.1.4. 21 Seçilmiş Asya Ülkelerinin Reel Döviz Kurları



Kaynak: Obstfeld, M. and Rogoff, K. (2009) "Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes" prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, October 18-20, 2009, s.49

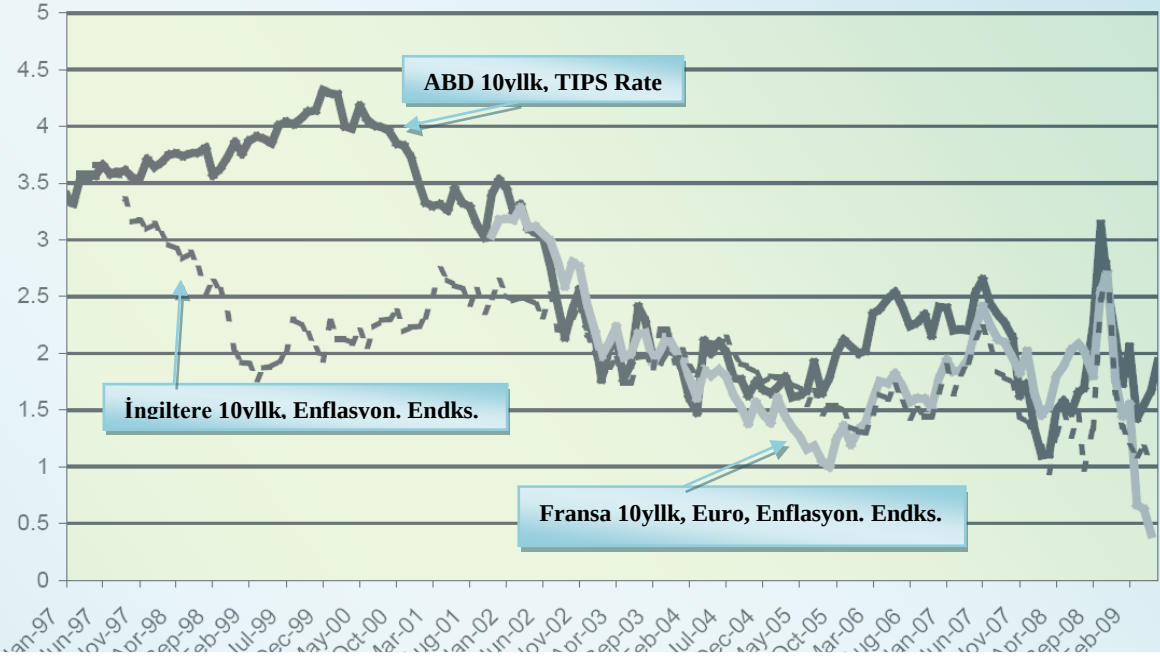
Şekil-3.1.4. 22 Seçilmiş Asya Ülkelerinin Reel Döviz Kurları



Kaynak: Obstfeld M and Rogoff, K. (2009) "Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes" prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, October 18-20, 2009, s.50

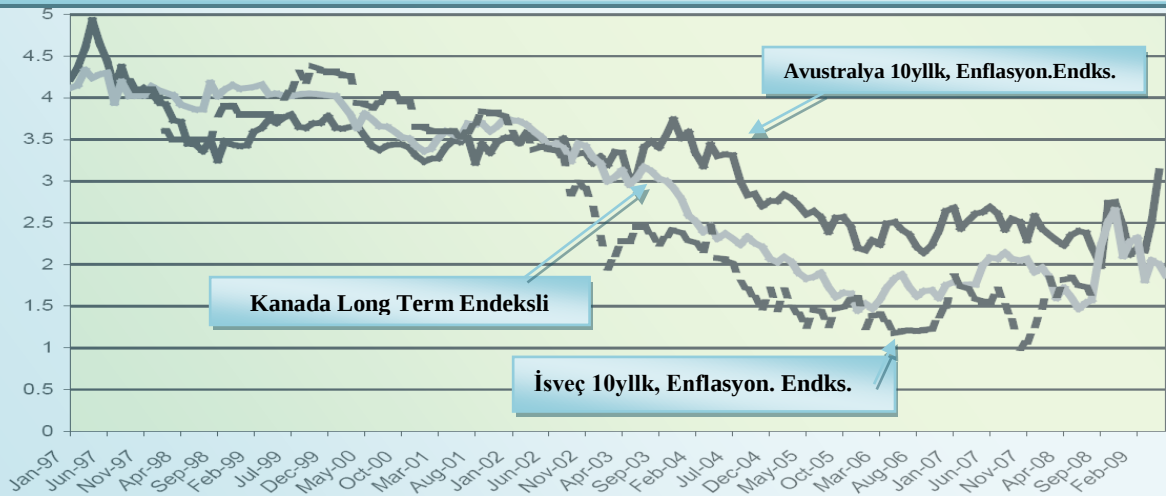
Şekil-3.1.4.23 ve Şekil-3.1.4.24’de seçilmiş ülkelerin, uzun dönem faiz oranları verilmiştir. Buna göre, krizle birlikte uzun dönem faiz oranları dengeden uzaklaşmıştır.

Şekil-3.1.4. 23 Uzun Dönem Faiz Oranları



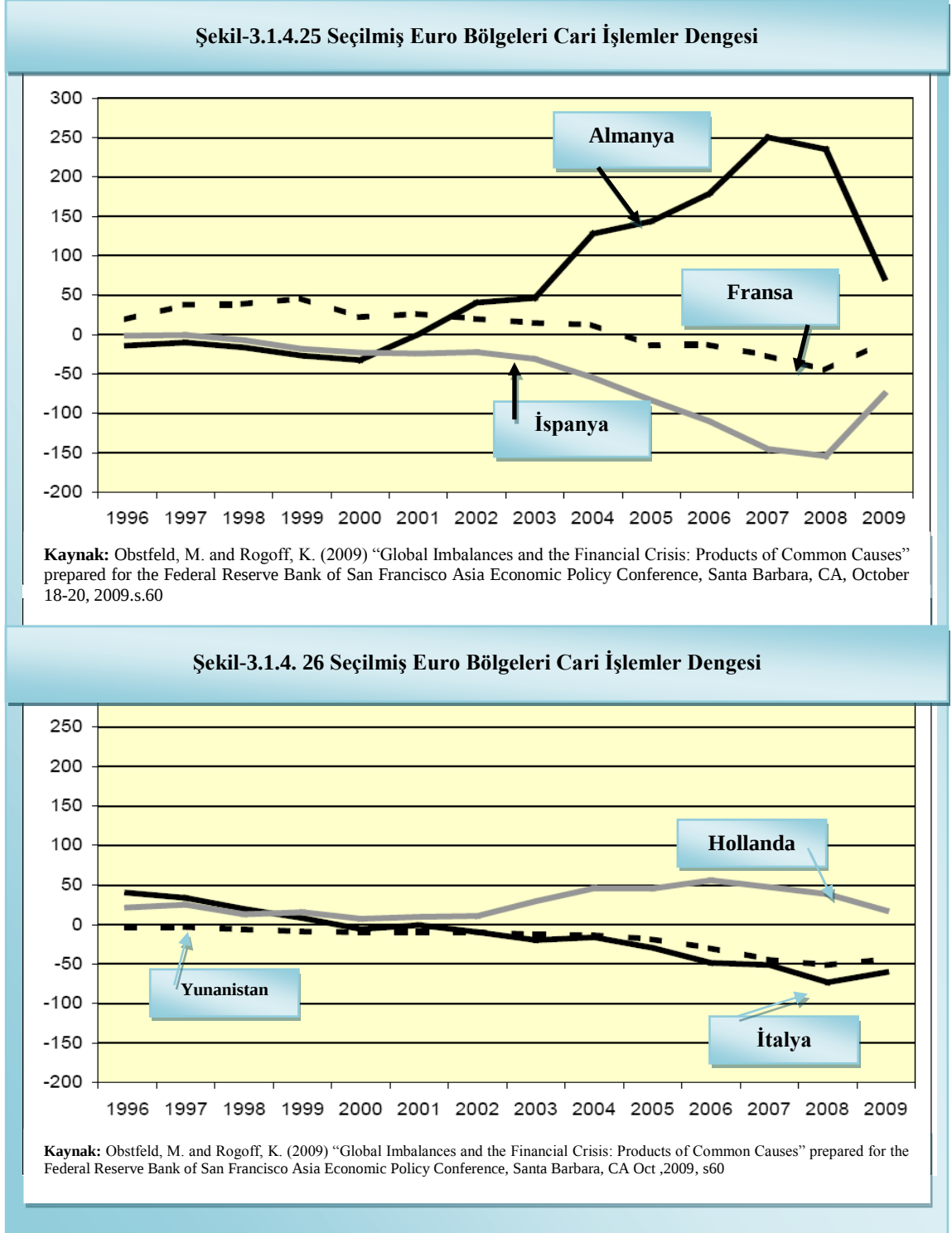
Kaynak: Obstfeld, M. and Rogoff, K. (2009) “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes” prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, October 18-20, 2009.s.53

Şekil-3.1.4. 24 Uzun Dönem Faiz Oranları



Kaynak :Obstfeld, M. and Rogoff, K. (2009) “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes” prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, October 18-20, 2009. s.54

Şekil-3.1.4.25 ve Şekil-3.1.4.26’da Euro bölgesi cari işlemler dengesi verilmiştir. Kriz dönemi açılan cari açıklar krizle birlikte daralma göstermiştir.



Şekil-3.1.4.27’de ABD, Almanya ve Japonya sanayi üretiminin seyri verilmiştir. Buna göre, gelişmiş ülkelerde küresel krizin etkisiyle sanayi üretiminde önemli düzeyde düşüşler gözlemlenmiştir.

Şekil-3.1.4.28’de NAFTA, OECD, Avrupa ve OECD+büyük ekonomilerde küresel krizin etkisiyle sanayide önemli azalmalar gözlemlenmiştir.

Şekil-3.1.4.29’da dünya ekonomisi ticaret göstergeleri verilmiştir. Buna göre, küresel krizin etkisiyle, dünya ithalat ve ihracatında %15'lere varan ve dünya toplam ticaret hacminde ise %30'lara varan daralmalar ortaya çıkmıştır.

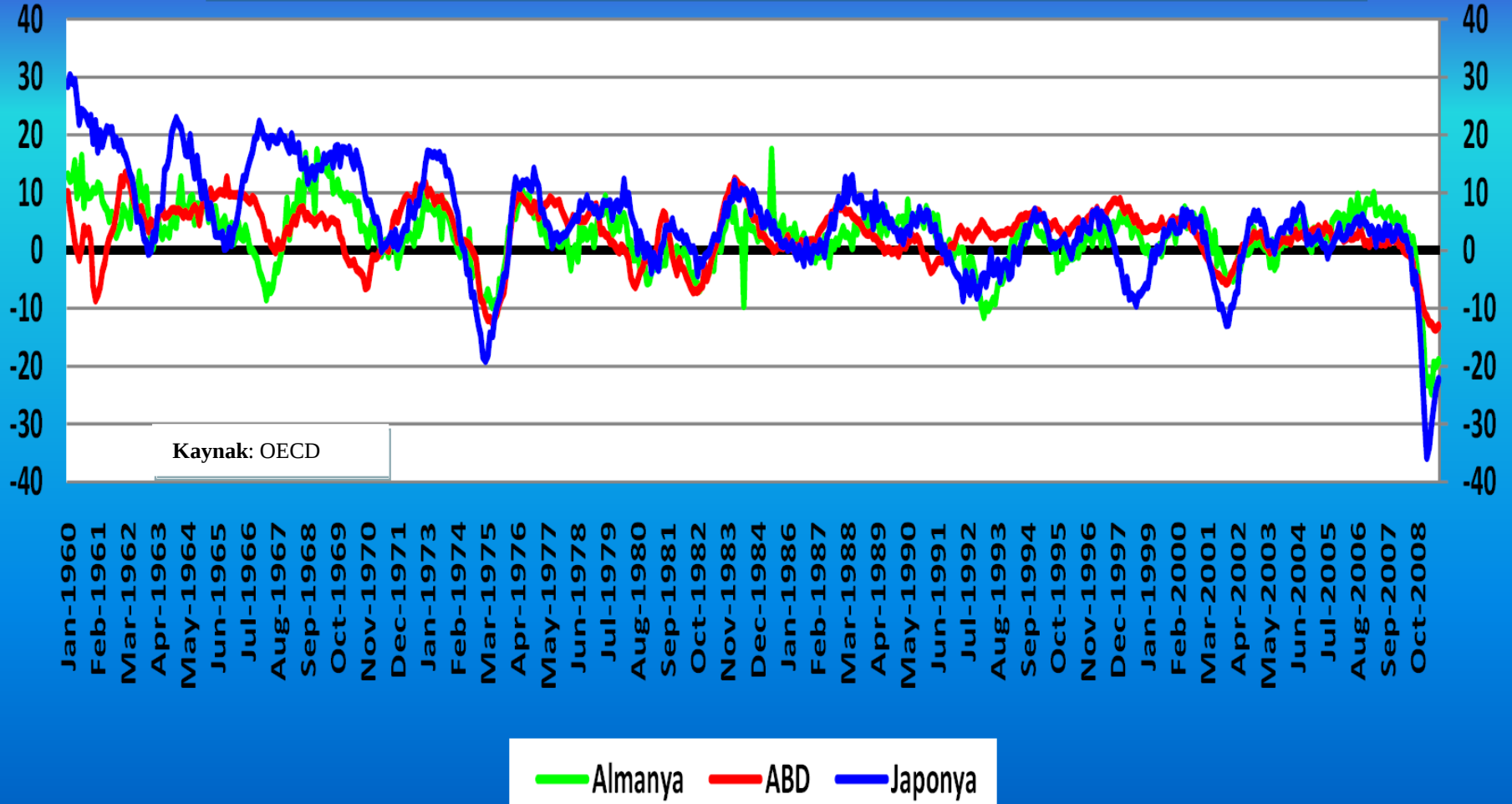
Şekil-3.1.4.30’da küresel krizin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler GSYİH büyüme oranlarına etkileri verilmiştir. Buna göre, 2009 yılı özellikle gelişmiş ekonomiler için önemli iktisadi daralmaların yaşandığı bir dönem olarak tarihteki yerini almıştır.

Claessens, S. Demirgüç-Kunt, A. and Moshirian, F. (2009)¹¹² küresel finansal krizin sonuçlarından çıkan en önemli sonuç olarak, daha istikrarlı bir küresel finansal piyasa yapısı, daha az finansal, ticari engeller ve daha entegre olmuş bir küresel finansal piyasasının kurulması olduğunu vurgulamışlardır.

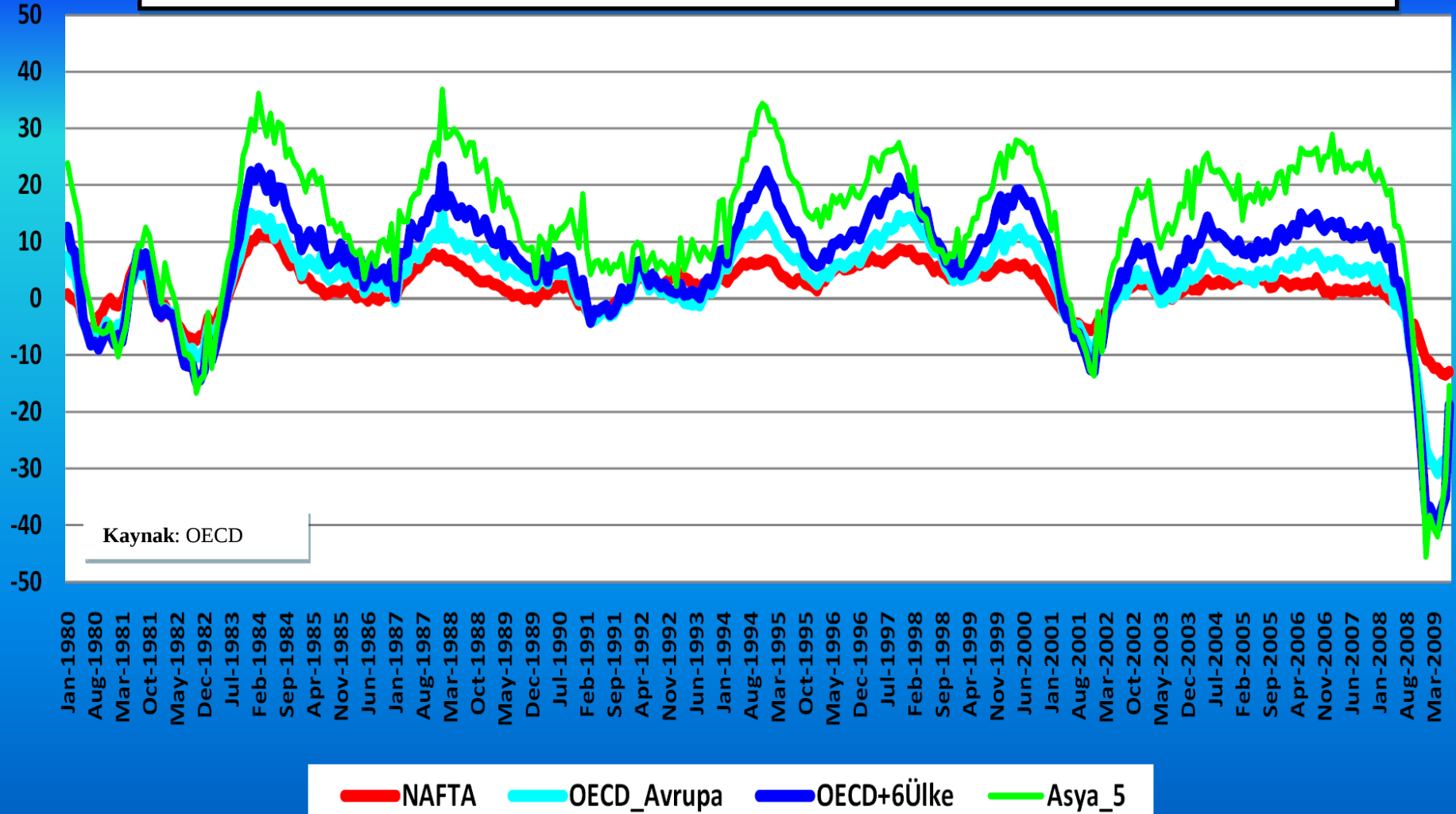
ABD ekonomisinde, konut sektöründe başlayıp, finansal piyasalardan dünya ekonomisine yayılan krizin temel sebepleri arasında, ABD finansal sistemi, bankacılık sistemi ve kredi sistemindeki aşırı riskli yüksek düzeydeki kredilerin geri ödenememesi olarak ortaya çıkmasına karşın, bu krizin kapitalist sistemin içsel çelişkileri ve dinamikleriyle de önemli bağlantıları söz konusudur. Bu sebeple, ABD ekonomisi başta olmak üzere tüm ülke ekonomileri ve küresel ekonomi genelinde, finansal sektör, bankacılık sektörü ve kredilendirme işlemlerinde optimal düzenlemelerin yapılması, gelecek riskli finansal kredi işlemleri başta olmak üzere diğer yapay finansal sektör işlemlerinin önlenmesi ve bu sebeple ortaya çıkan krizlerin engellenmesi mümkün olabilecektir.

¹¹² Claessens, S., Demirgüç-Kunt, A. and Moshirian, F. (2009) "Global Financial Crisis, Risk Analysis And Risk Measurement" Journal of Banking & Finance 33, s.1949–1952

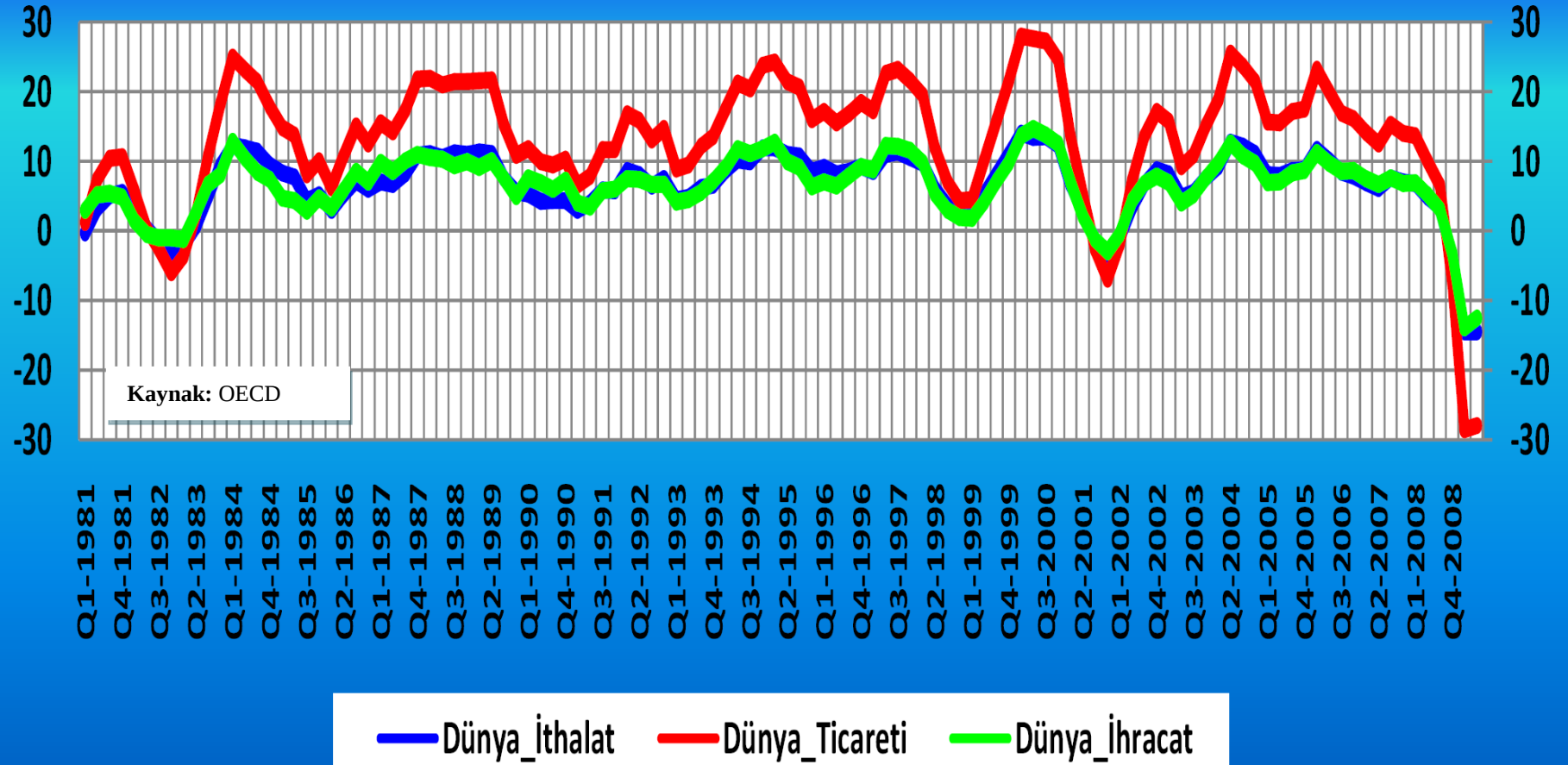
Şekil-3.1.4. 27 ABD, ALMANYA VE JAPONYA SANAYİ ÜRETİMİ (YILLIK,%)



ŞEKİL-3.1.4.28 NAFTA, OECD, AVRUPA VE OECD+BÜYÜK EKONOMİ SANAYİ ÜRETİM DÜZEYLERİ (YILLIK,%)

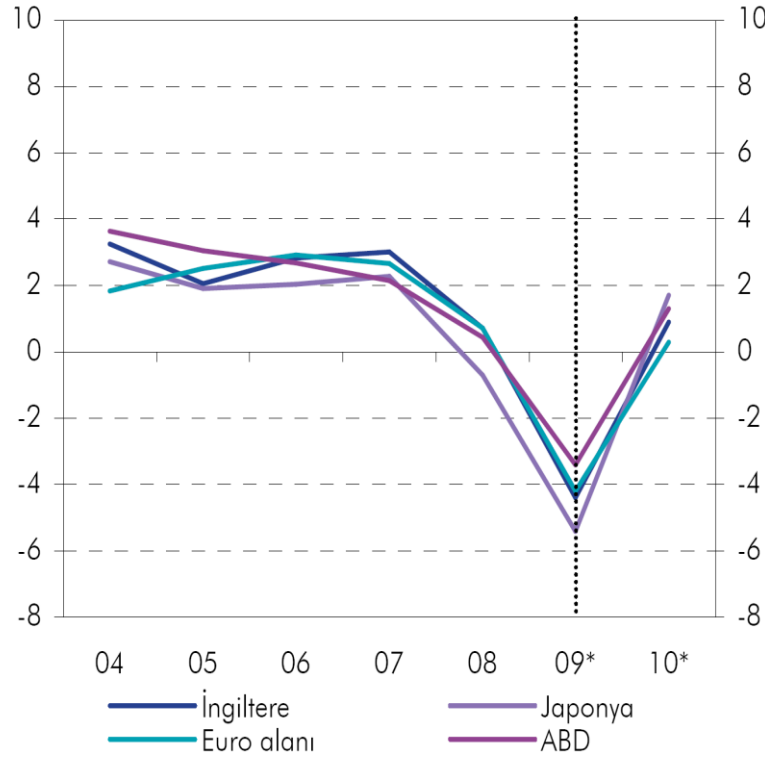


ŞEKİL-3.1.4. 29 DÜNYA EKONOMİSİ TİCARET GÖSTERGELERİ (YILLIK,%)

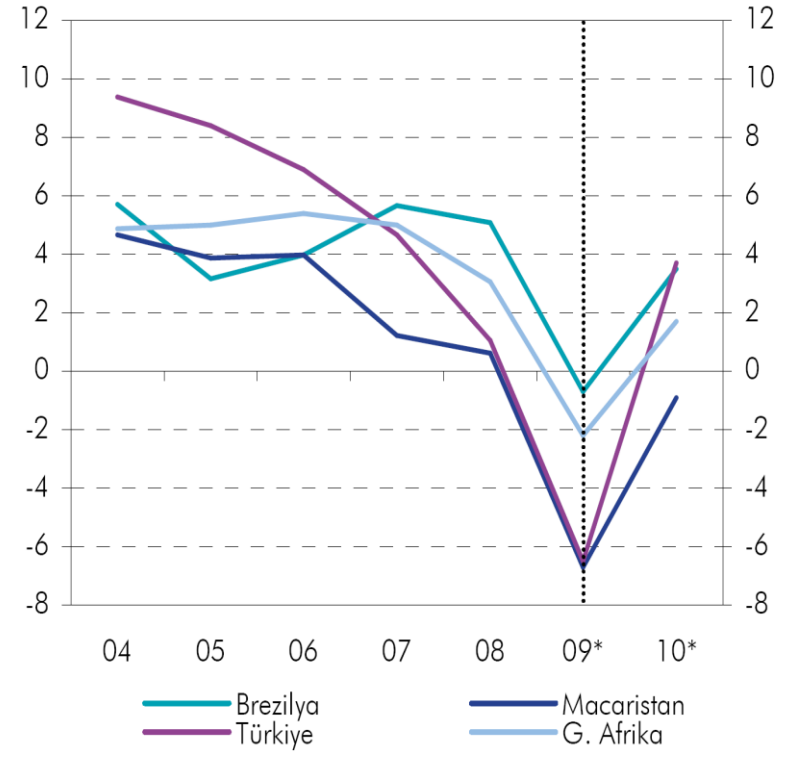


ŞEKİL-3.1.4. 30 KÜRESEL KRİZİN GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER GSYİH BÜYÜME ORANLARINA ETKİLERİ (%)

Gelişmiş Ülkeler



Gelişmekte Olan Ülkeler



Kaynak: TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Kasım-2009, Sayı:9, Not: * 2009-2010 yılları IMF Nisan-2009 tahminleri, s.7

3.2. Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Seçilmiş Krizler

Türkiye ekonomisi, kuruluşundan günümüze daima iktisadi kalkınma sancılarına maruz kalmıştır. Küresel ekonomide varolabilmek ve güçlü bir ekonomi olma yolunda sürekli bir mücadele içerisinde olmuştur. Bu süreçte karşılaşılan en önemli sorunların başında, finansman ve teknoloji üretme açısından dışa bağımlılığın yüksek olması gelmektedir. Bu temel sorunlar her dönemde kendisini farklı şekilde hissettirmiş ve bu sorunlu alanlar iç ve dış sebeplerle sürdürülemez hale geldiğinde ise iktisadi krizler baş göstermiştir. Türkiye ekonomisi için temel iktisadi dönüşümlerden birisi, 1980'lerle birlikte dışa açık (ticari serbestleşme) ekonomi politikalarına geçilmesi ve özel sektör ağırlıklı piyasa ekonomisinin hâkimiyetinin ekonomide artmasıdır. 1990'lı yıllarla birlikte ise finansal serbestleşme politikalarının uygulanmasıyla Türkiye ekonomisi için yeni fırsat ve tehditlerin ortaya çıkması sözkonusu olmuştur. Bu süreçte Türkiye ekonomisi için kamu finansman açığı ve cari işlemler açığı merkezde olmak üzere, kur, faiz, enflasyon, dış ticaret, iç ve dış finansman alanlarında daima çeşitli düzeyde sıkıntılar kendisini göstermiştir. Ne zamanki bu sorunlu alan yönetilemeyecek hale gelmiştir o zaman Türkiye ekonomisi başta döviz krizi olmak üzere finansal kriz ve iktisadi krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Dolayısıyla, iktisadi kalkınma sıkıntıları, finansman açıklarına yol açarken, finansman açıklarının sürdürülememesi de başta finansal krizler olmak üzere iktisadi krizlere yol açmaktadır. Bu bölümde Türkiye ekonomisinde yaşanan finansal krizler, Türkiye ekonomisinin genel sorunları bağlamında sebepleri ve sonuçları açısından incelenecektir.

3.2.1. 1994 Krizinin Sebepleri ve Sonuçları

Türkiye ekonomisi için yukarıda temas edilen iktisadi kalkınma sürecindeki temel zayıflıklarından olan kamu kesimi finansman açığı ve cari işlemler açığı 1990 sonrası finansal krizlerin temel sebepleri arasında en önemli role sahip olmuşlardır. Bu finansman açıklarının sürdürülebilir kılınmasına yönelik izlenen makroekonomi politikalarındaki tıkanmalar yaşandığında ise finansal krizler ortaya çıkmıştır. Bu açıkları finanse etmek için 1990'larla birlikte başlatılan finansal serbestleşme politikaları ise sağlıklı yönetilemediği için ekonominin bünyesinde yarar sağlamaktan ziyade hem finansal sektör üzerinde hem de reel sektör üzerinde yüksek tahribatlara yol

açmıştır. Özellikle, kısa süreli spekülâtif sermaye akımları ülke ekonomisinin üzerinde tam bir uyuşturucu bağımlılığı etkisi yaratmıştır. Türkiye ekonomisinin yapısal iktisadi sorunları ve kırılğan yapısı sebebiyle, küresel ekonomiden uzun vadeli ve düşük faizli sağlıklı borçlanma imkanlarının sağlanamaması, ekonomiyi sağlıklı bir finansman türü olan kısa vadeli, yüksek maliyetli, spekülâtif, yüksek oynaklığa sahip finansmana muhtaç hale getirmiştir. Bu sebeple, bir yandan makroekonomi politikalarının, kısa vadeli finansal sermayeyi cezbedecek şekilde tasarlanması, yüksek faizlerin, düşük sabit döviz kurlarının izlenmesi, reel ekonomi üzerinde üretim, finansman ve ihracat açısından yıkıcı etkilere yaratarak ekonominin bünyesinin zarar görmesine ve yapısal sorunları hızlı ve sağlıklı bir şekilde geride bırakamamasına yol açmıştır. Diğer yandan ise kısa vadeli finansal sermayenin ülkenin kalkınma için ihtiyaç duyduğu sağlıklı finansman imkanı vermemesi, içeride para, kur politikası kontrolünde yarattığı sorunlar ve kredi mekanizmasında yarattığı şişkinlikler Türkiye ekonomisinin kırılğanlığını daha da artırmıştır. Dolayısıyla, Türkiye ekonomisi 1990'lerden günümüze bıçak sırtında, kırılğan bir buz üzerinde yürümeye başlamıştır. İç ve dış sebeplerden kaynaklanan sorunlar, kırılğan ekonomik yapının daha da kolay ve hızlı krize girmesine yol açmıştır.

1994 krizinin temel sebeplerine baktığımızda, Türkiye ekonomisinin kamu kesimi finansman açığı, cari işlemler açığı bu krizde de önemli rol oynamıştır. Ayrıca 1994 öncesinde Körfez Savaşı, Avrupa Para Krizi (ERM) dış finansman koşullarının daha riskli hale gelmesine yol açmıştır. İçeride ise, ekonominin temel göstergelerindeki zayıflık, kısa vadeli finansal sermayenin yarattığı dış finansman imkanlarının ve iç finansman imkanlarının, kamu kesiminde popülist olarak kullanılması, kamu kesimi borç yönetiminde politika hatalarının da birleşmesiyle kamu kesimi finansman açığının sürdürülemez hale gelmesine neden olmuştur.¹¹³

¹¹³ Agenor, R., C.J. Mc Dermott, And M.E, Ucer (1996), “ Fiscal Imbalances, Capital Inflows And The Real Exchange Rate: The Case Of Turkey”, IMF Working Paper.s.1-31

Boratav, K. (1994), “Ekonomik Özgürlükler, Güven Ve Reform Süreci”, İktisat/İşletme Ve Finans, 9, 100: s.22-30.

Celasun, Oya. (1998),” The 1994 Currency Crisis in Turkey “ World Bank Policy Research Working Paper No. 1913, s.1-12

Ozatay, F.(1996), “The Lessons From The 1994 Crisis İn Turkey: Public Debt (Mis)Management And Confidence Crisis”, Yapi Kredi Economic Review, June 1996, Vol:7, s.21-38.

Özatay, F. (2000) “The 1994 Currency Crisis in Turkey”, The Journal Of Policy Reform, 3(4), 327-352,

Uçer, M. , R. Van Rijckeghem Ve R. Yolalan (1998), “Leading Indicators Of Currency Crises: A Brief Literature Survey And An Application To Turkey” Yapi Kredi Economic Review, 9, 2, December.

Kazgan, Gülten (2002)¹¹⁴ belirttiği gibi, 1994 krizi çok şiddetli fakat kısa sürelidir. 1992 ve 1993 yıllarının yaz aylarında Avrupa para piyasalarındaki karışıklığa ve rakip ülkelerdeki devlâüasyonlara yine izlenen “sıcak parayı çekme” politikasının etkisi karışmıştır. Bu ikisi sonuçta, Türkiye’nin dış piyasalarda rekabet gücünü kaybetmekte olduğu beklentisini yaratmıştır. Nitekim TL’nin devalüe edileceği beklentisinin baş göstergesi, cari işlemler bilançosu (CİB) açıklarının 1993 sonunda 6,5 milyar dolara yaklaşmasıdır. Buna hükümetin aynı yılın sonbahar aylarında faiz haddini indirme politikası eklenmiştir. Devalüasyon beklentisinin tetiklediği 4,2 milyar dolarlık sermaye kaçı Türkiye’nin sık para piyasasını ve borsasını altüst etmiştir.

Kepenek ve Yentürk (2007)¹¹⁵’nin ifade ettiği gibi, 1993’te faiz ödemelerinin GSMH içindeki payı %6 düzeyindedir. Siyasi otorite kısa dönemli iktisadi politikaları içerisinde amacını faiz oranlarını düşürme yönünde olacağını açıklamıştı. Bu aşamada ekonomiye likidite enjekte edilmeye başlandı. Ancak yüksek likidite ve düşmesi beklenen faiz oranları döviz talebini hızla artırmaya başladı. Siyasi otorite dövize olan talebi yüksek döviz rezervlerini satarak sınırlamanın mümkün olacağı, bu şekilde piyasada dolaşan paranın İMKB’ye yönlendirebileceklerini varsayımıyla hareket etti. Bu varsayım iki nedenle geçerli olmadı. Bunlardan birincisi, büyük bankalar yüksek bir devalüasyon olacağı bilgisi ile hareket etmekteydiler. Diğer yandan İMKB o dönem için 52 milyon dolar gibi dar bir işlem hacmine sahipti ve piyasada dolaşan spekülâtif sermayeyi mas etme kapasitesine sahip değildi. Sonuç olarak Ocak 1994’te döviz kuru 19.000 TL/\$ Merkez Bankası rezervleri 7 milyar dolar iken Nisan 1994’te döviz kuru 38.000 TL/\$’a çıkarken, uluslararası rezervler 3 milyar dolara düştü. 5 Nisan 1994’te hükümet dengeleri yeniden kurmak amacıyla yeni kararlılık önlemleri paketi ilan etti. Dövizdeki akımı kesmek ve kısa dönemli kamu borçlarını ödeyebilmek için Mayıs 1994 tarihinde %400 faizli borçlanma kağıtlarını piyasaya sürmek zorunda kaldı. Dengeleri düzeltmeden yapay yolla faiz oranlarını düşürme çabası faiz oranlarında çok daha yüksek oranda bir sıçramaya neden olmuştu. Sonuç ücretlerin düşürülmesi, işsizlikte artış, yüksek bir devalüasyon ve üç basamaklı enflasyon döneminin açılması olarak kendini göstermiştir. Tablo-3.2.1.1’de Türkiye ekonomisi 1994 krizinde cari

¹¹⁴ Kazgan, Gülten (2002) “1990 Sonrası Yıllarda Türkiye’de Krizler Ve İşsizlik; Çalışanlar Ve Sosyal Güvenlikleri İçin Çözümler Açısından Bir İrdeleme” 17-18 Mayıs 2002, Galatasaray Üniversitesi, s.5

¹¹⁵ Kepenek, Y. Ve Yentürk, N. (2007), Türkiye Ekonomisi, İstanbul: Remzi Kitabevi, 19.bsm. s.580vd

işlemler dengesi kalemleri ve Tablo-3.2.1.2’de Türkiye ekonomisi 1994 krizinde sermaye hareketleri, rezervler ve net-hata noksan kalemleri verilmiştir. Buna göre, özellikle, krizin etkisiyle rezervlerdeki erime yüksek boyutlara ulaşmış, sıcak para çıkışında önemli artış yaşanmış, kurlardaki değer kaybına bağlı olarak cari açığa iyileşme görülmüştür.

Tablo-3.2.1.1 Türkiye Ekonomisi 1994 Krizinde Cari İşlemler Dengesi Kalemleri (Mlyn\$)

	1993	1994	1994				1995
	Yıllık	Yıllık	I	II	III	IV	I
Cari İşlemler Dengesi	-6.433	2.631	-1.133	1.408	2.014	342	428
a.Mal Ticareti Dengesi (FOB)	-14.087	-4.167	-1.776	-806	-499	-1.086	-1.776
b.Hizmet Ticareti Dengesi	6.740	7.052	826	2.011	2.513	1.702	1.623
c.Gelir Dengesi	-2.744	-3.264	-718	-825	-815	-906	-1.56
d.Cari Transfer Dengesi	3.652	3.010	535	1.028	815	632	1.317
Mal Ticaret Hacmi (FOB)	44.771	40.379	9.428	8.468	10.129	12.354	11.290
Oran ve Endeksler							
İhracat (FOB) / İthalat (CIF) (1)	52.1	77.8	65.0	77.3	88.9	80.3	69.4
Özel İmal. San.Birim Ücret End.(2)	46.3	94.2	128.3	88.8	88.6	88.3	91.8
İhracat Birim Değer End.(2003=100)	108.9	105.7	106.8	104.6	104.8	106.6	104.1
İthalat Birim Değer End.(2003=100)	86.6	94.9	84.9	92.1	99.5	103.0	107.1
Mal Tic.Den./Mal Tic.Hacmi (1)	-31.3	-10.3	-18.8	-9.5	-4.9	-8.8	-15.7
Hizmet Tic.Den./Mal Tic.Hacmi (%)	15.1	17.5	8.8	23.7	24.8	13.8	14.4
Gelir Dengesi/Mal Tic.Hacmi (%)	-6.1	-8.1	-7.6	-9.7	-8.0	-7.3	-6.7

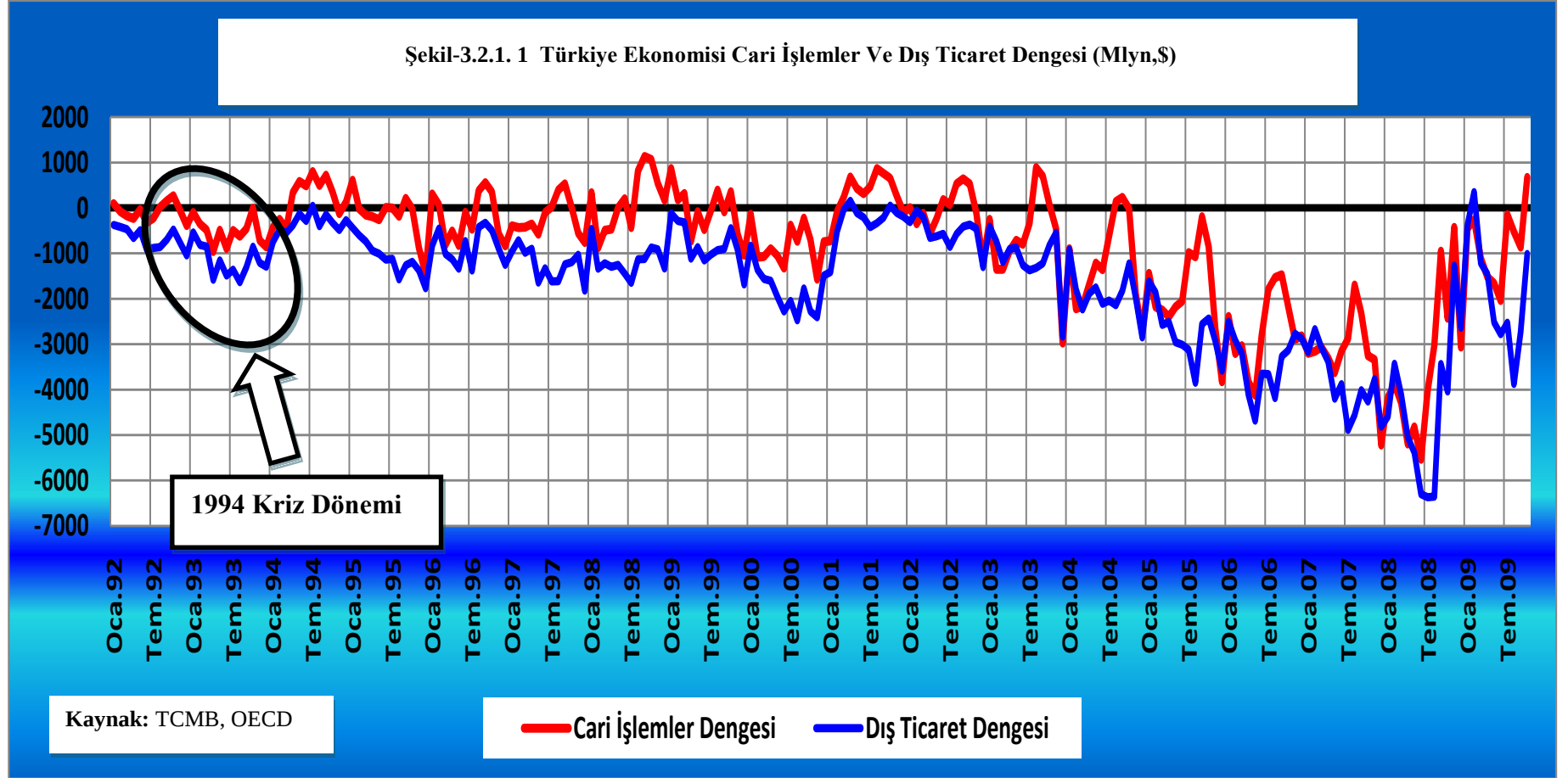
Kaynak: Yükseler, Z. (2009) “ Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler Ve Ödemeler Dengesi Uyumu” TCMB Çalışmalar, s.34

Tablo-3.2.1. 2 Türkiye Ekonomisi 1994 Krizinde Sermaye Hareketleri, Rezervler ve Net-Hata Noksan Kalemleri (Mlyn\$)

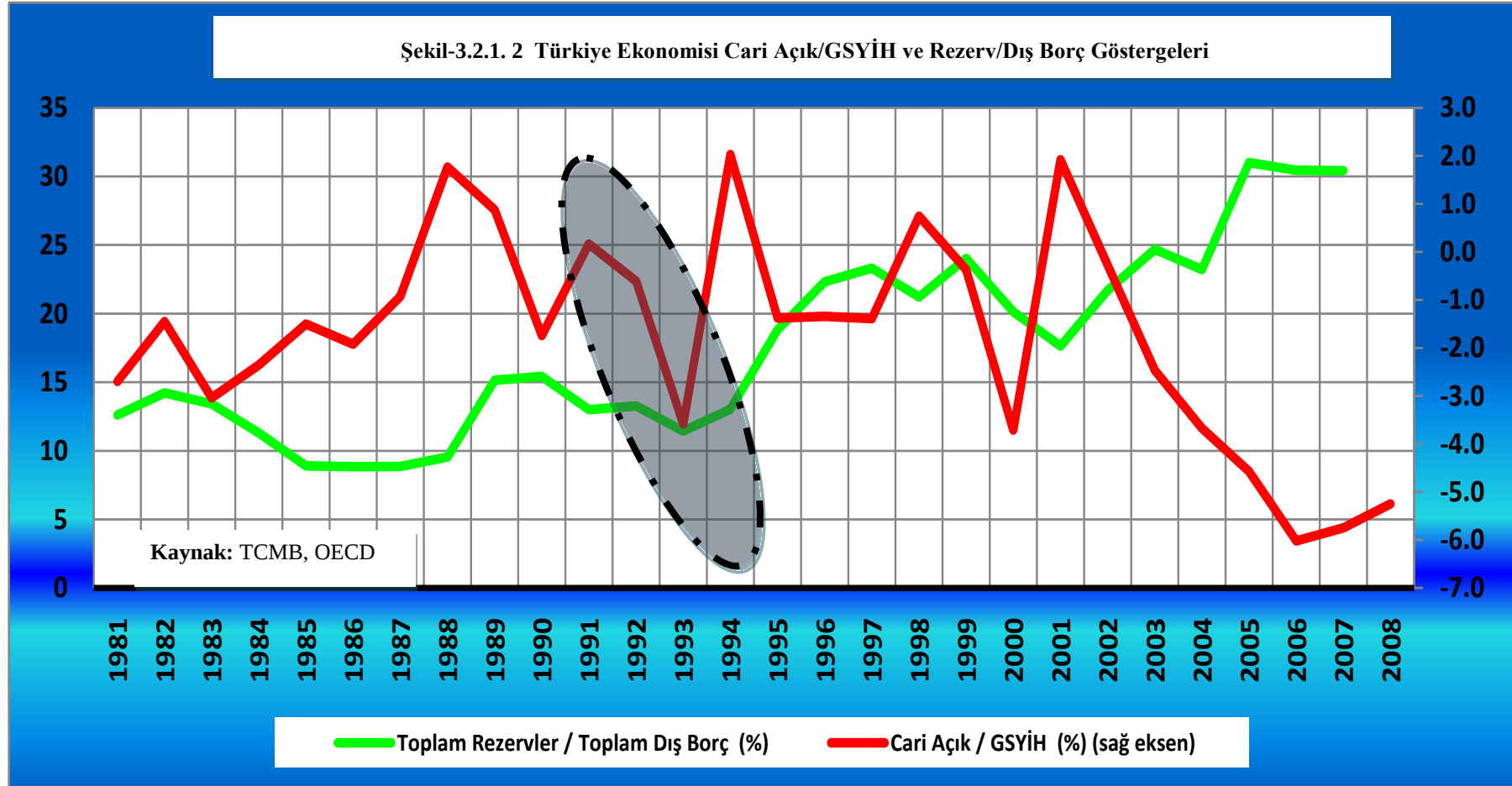
	1993	1994	1994				1995
	Yıllık	Yıllık	I	II	III	IV	I
I.Sermaye Hareketleri Dengesi	11.797	-6.348	-1.156	-2.857	-1.878	-477	1.201
1.Doğrudan Yatırımlar (Net)	622	559	51	119	132	257	126
2.Sıcak Para Akımı (Net)	5.054	-5.747	-1.641	-2.049	-857	-1.200	895
3.Krediler (Net)	7.023	-928	360	-895	-829	436	-153
a.Kamu (*)	2.580	-849	463	-699	-386	-227	-416
IMF Kredileri	0	340	0	0	231	109	0
b.Özel Sektör	4.445	-79	-103	-196	-443	663	263
Bankalar-Uzun Vadeli Krediler	193	-282	93	-27	-357	9	-45
Diğer Sektör+Ticari Kredi	4.252	203	-196	-169	-86	654	308
4.Diğer Varlık ve Yükümlülük (Net)	-904	-252	74	-32	-324	30	308
II.Rezervler(**)	-3.202	1.905	4.955	-420	-2.655	25	-2.005
Resmi Rezervler	-308	-546	2.980	-798	-2.374	-354	-367
Bankaların Döviz Varlıkları	-2.894	2.451	1.975	378	-281	379	1.632
III. Net Hata ve Noksan	-2.162	1.832	-2.666	1.869	2.519	110	676
Yüzde Oranlar							
Ser.Har.Dengesi/Top.Mal Ticareti H.	26.3	-15.8	-12.3	-33.7	-18.5	-3.9	10.6
Rezervler /Top.Mal Ticaret Hacmi	-7.2	4.7	52.6	-5.0	-26.2	0.2	-17.8
Net Hata-Noksan/T.Mal Ticaret Hac.	-4.8	4.5	-28.3	22.1	24.9	0.9	3.3

Kaynak: Yükseler, Z. (2009) “ Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler Ve Ödemeler Dengesi Uyumu” TCMB Çalışmalar, s.40

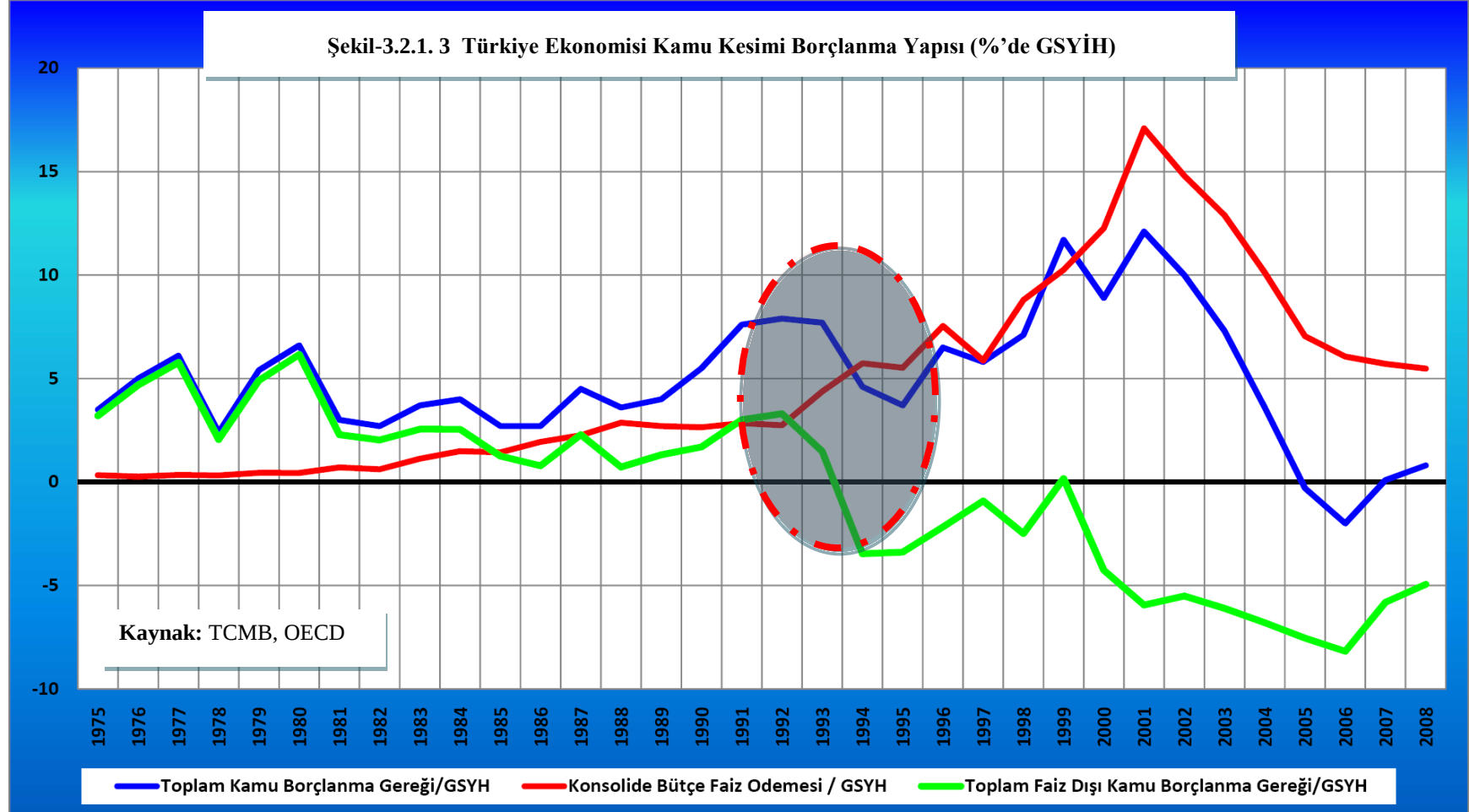
Şekil-3.2.1.1’de Türkiye ekonomisi cari işlemler ve dış ticaret dengesi verilmiştir. Buna göre, 1994 krizi öncesinde cari işlemler açığında önemli artış söz konusu olmuştur. Krizle birlikte döviz kurundaki değer kaybına bağlı olarak cari işlemler açığı azalma göstermiştir.



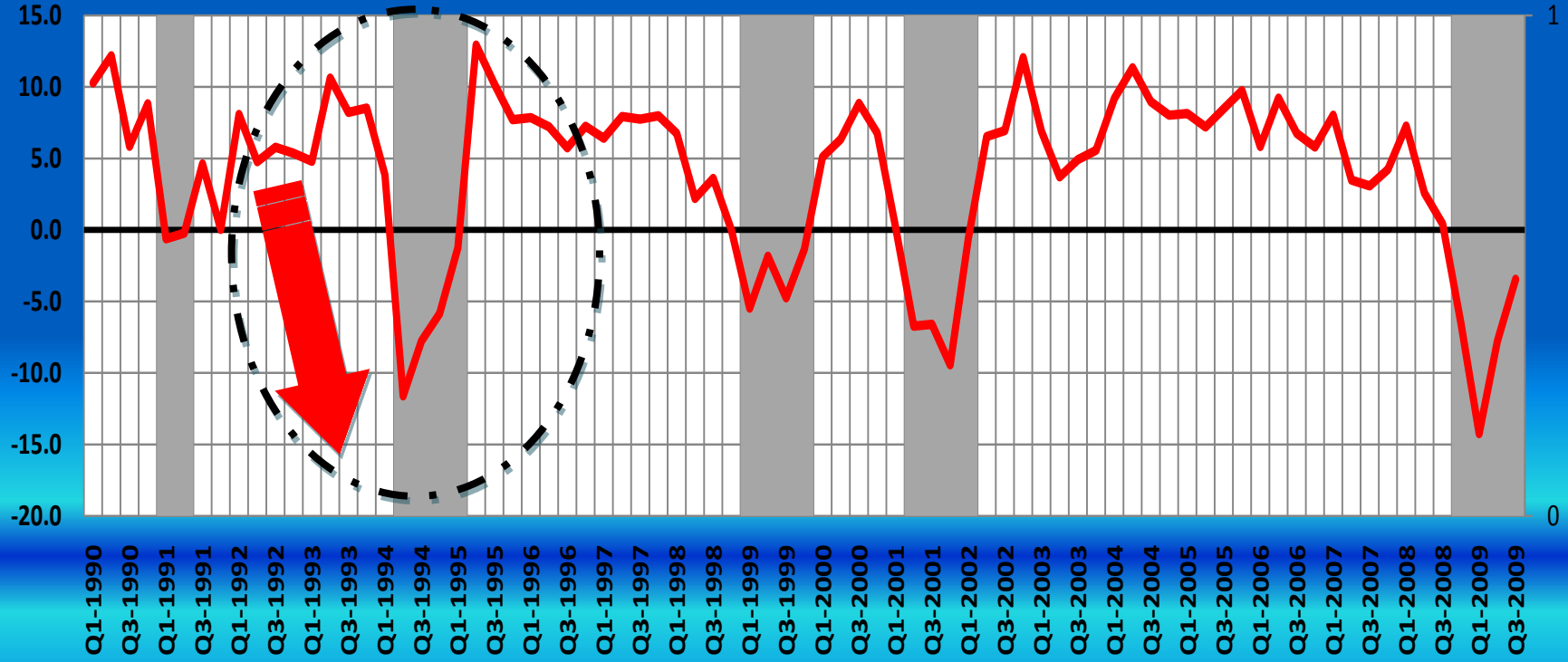
Şekil-3.2.1.2’de Türkiye ekonomisi cari işlemler/GSYİH ve toplam rezervler/toplam dış borç stoku verilmiştir. Buna göre, 1994 krizi öncesinde cari işlemler açığının GSYİH'ya oranı %4'lere kadar söz konusu olmuştur. Krizle birlikte döviz kurundaki değer kaybına bağlı olarak cari işlemler açığı azalma göstermiştir. Kriz döneminde rezervlerde de önemli kayıplar ortaya çıkmıştır.



Şekil-3.2.1.3'de Türkiye ekonomisi kamu kesimi borçlanma yapısı verilmiştir. Buna göre, 1994 krizi öncesi, toplam kamu kesimi borçlanma gereksiniminin GSYİH'ya oranı, %8'lere yaklaşmıştır. Bu borç büyüklüğünün finansmanının sağlıklı yönetilememesi, 1994 krizinin temel sebebidir.



Şekil-3.2.1. 4 Türkiye Ekonomisi GSYİH Büyümesi (Yıllık%) Ve Resesyon Dönemleri

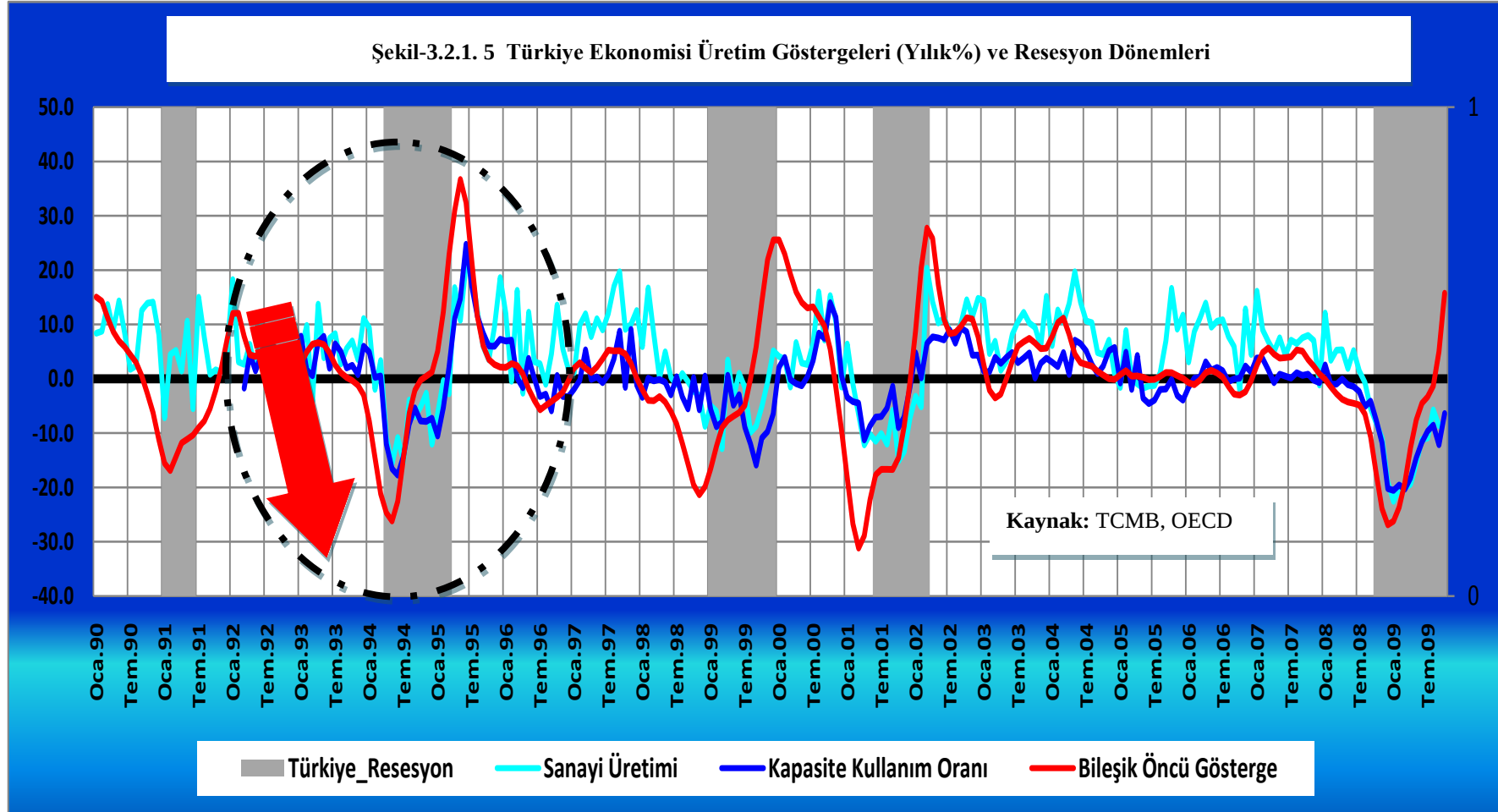


Kaynak: TCMB, OECD

■ Türkiye Ekonomisi Resesyon — GSYİH_(Yıllık%)

Şekil-3.2.1.4’de Türkiye Ekonomisi GSYİH büyümesi ve resesyon dönemleri verilmiştir. Buna göre, 1994 krizi döneminde, çeyrek dönem bazında GSYİH’da %10’ları aşan daralmalar görülmüştür. Kriz kısa süreli ancak oldukça derin etkilere sahip olmuştur.

Şekil-3.2.1.5’de Türkiye ekonomisi üretim göstergeleri ve resesyon dönemleri verilmiştir. Buna göre, 1994 krizi döneminde sanayii üretiminde %15’leri aşan daralmalar gözlemlenmiştir. Krizin etkisi ortalama bir yıl sürse de derinliği oldukça yüksek olmuştur.



3.2.2. 2000-2001 Krizinin Sebepleri ve Sonuçları

Türkiye ekonomisi 1994 krizinden sonra temel ekonomik sorunlarıyla birlikte yol almaya devam etmiştir. Yapısal sorunları kökten çözecek politikalar geliştirilememiştir. Diğer yandan, 1997-1998 yıllarında Asya ve devamında da Rusya ekonomisinde yaşanan krizler, dış finansman iklimini olumsuz etkileyerek Türkiye ekonomisi için sıkıntılara yol açmıştır. Kamu kesimi finansman açığının ve yüksek kronik enflasyonun kontrol edilebilir ve sürdürülebilir hale getirilmesi kaçınılmaz hale gelmiştir.

Kazgan (2002)¹¹⁶ nin belirttiği gibi, *“1998 yılına gelindiğinde Türkiye, 1980’li ve 1990’lı yılların bıraktığı olumsuz mirasın yükünü aynı yönde sürdüremeyecek durumdaydı. 1997 sonunda enflasyon %100’e varmıştı; iç borçlar bir bakıma çevrilemez noktadaydı. Dış borçlar da hızla artmıştı. 1997 yılı bu dönemin her açıdan bir doruk yılı oldu; ayrıca izleyen yıllar ardarda dışsal nitelikli olumsuzlukları getirdi. Bir olumsuzluk kaynağı, Asya-Rusya krizinin Türkiye’ye yansarak 1998 başından itibaren mal ve hizmet ihracat gelirlerini ve borsaya giren portföy yatırımlarını olumsuz yönde etkilemesi oldu. Bu olumsuz etkiler sürerken hükümet enflasyonu indirme amaçlı bir programı devreye soktu; IMF ile 1 Aralık 1999’da “yakın izleme” anlaşması imzaladı. Bu, temelde kamu harcamalarının kısılması anlamına geliyordu. Çünkü 1996’dan sonra yükselişe geçen bütçe açığı/GSMH oranı %9’u aşmıştı. 1998’de 2 milyar dolar CİB fazlası sağlanmış, elverişli hava koşulları tarımda üretimi artırırken (%8,5 oranında) GSMH da %3,9 kadar artmıştı. Buna karşılık enflasyon (TÜFE) %84,6 oranında sürüyordu; faiz giderlerinin bütçe harcamalarına oranı %40’a varmıştı; özel imalat sanayinde kapasite kullanım oranı düşerken 24 bin firma kapanmış, işsizlerin sayısı ve işsizlik oranı, reel ücret artışları duraklamıştı. Bunda, borsadan 6,7 milyar dolarlık sermaye kaçışının olumsuz etkisinin payı açıktı. Avrasya bölgesinden Rusya krizini izleyerek borsalardan kaçan sermaye Türkiye’yi de kapsamına almış, borsa tarihsel bir dibe vurmuştu.”*

¹¹⁶Kazgan, Gülten (2002), agm ,s.7vd

Kazgan, Gülten, (2005) Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001) : "Ekonomi Politik" Açısından Bir İrdeleme İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi, 2005.

Kazgan, Gülten, (2000). Küreselleşme Ve Ulus-Devlet Yeni Ekonomik Düzen, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları,

Özaty, Fatih. (2009). Finansal Krizler Ve Türkiye", İstanbul: Doğan Kitap, 2009

Akyüz, Yılmaz ve Boratav Korkut (2003) ¹¹⁷,ın ifade ettiği gibi, Türkiye ekonomisi, kamu kesimi finansman açığı ve kronikleşmiş yüksek enflasyonu aşağıya çekme hedefi çerçevesinde Aralık-1999’da IMF’le döviz kuru temelli bir istikrar programı uygulamaya sokuldu.

Kazgan (2002)¹¹⁸ nin vurguladığı gibi, “programdaki, makroekonomik önlemler, temelde, enflasyonun indirilmesine ve bu bağlamda kamu harcamalarının kısılarak bütçe açıklarının düşürülmesine, iç borçların çevrilebilir duruma sokulmasına yönelikti. Burada iki parasal önlem devreye sokuldu. Birinci önlem, döviz kurunun enflasyonu indirmek için “çapa” olarak kullanılmasıydı; öyle ki, döviz fiyatı artışı beklenen enflasyonun altında tutulacağı için TL reel olarak değer kazanacaktı. Burada TCMB’nin 35 milyar dolara yaklaşan net döviz rezervlerine güveniliyordu. Döviz çapası ithalatı arttırırken mal arzını bollaştıracak, TL üzerinden ithal malları fiyatlarını düşürecek; ayrıca faiz hadlerini düşürürken üretimi ve yatırımları artırarak ekonomiyi canlandırarak, dövize hücumu sınırlayacak, böylece enflasyonu düşürmeye katkı yapacaktı. Kamu harcamalarını sınırlayıcı politikalar, faiz düşüşleri ve döviz fiyatlarını sınırlayıcı politikalara eklenerek kamunun bütçe açıklarını sınırlayacaktı. İkinci politika, TCMB’nin para arzını genişletmeyi sadece döviz rezervlerindeki artışa bağlaması (yarı para kurulu uygulaması), iç varlıklardaki artışlara bağlı genişlemeyi devreden çıkarmasıydı. Yani devletin “senyoraj hakkı” sınırlanıyor, TL yaratılması döviz rezerv artışına bağlanıyordu. Bu iki temel politika birlikte, 2000 yılının ilk çeyreğinden itibaren reel değeri artan TL ve hızla düşen faizlerin etkisiyle imalat sanayiinde kapasite kullanımını ve yatırımlar ile GSMH’yi artışa geçirdi; istihdam artmaya başladı. Fakat TÜFE ya da TEFEE’de beklenen düşüş ortaya çıkmadı. Dolayısıyla TL’deki reel değerlenme beklenenin üstüne çıkmaya, CİB açığı da olağanüstü hızla büyümeye başladı. Bu, TCMB’nin döviz rezervlerini eritiyordu. Ayrıca, stand-by anlaşması koşulu olarak dolar fiyatının enflasyonun altında kalacağı beklentisi şirketleri ve ticari bankaları hızla dış borçlanmaya, döviz tevdiat hesaplarını şişirmeye, girişimcileri ise ucuz dövizle dış yatırıma götürmeye başladı. Bu arada yılın ortasına doğru, birkaç ticari bankanın iflas etme noktasında olduğu iki kamu bankasının görev zararlarının 15 milyar dolara vardığı ve bunun da iç borçları bu oranda şişirdiği basına yansdı. Diğer bir deyişle, bankaların sarsıntısı devreye giriyordu. Yılın üçüncü çeyreğine gelindiğinde cari işlemler açığındaki patlama buna eklendi. Döviz fiyatı tutulamayacak beklentisi doğdu. Nitekim Kasım ayının ikinci yarısında 3 milyar dolar

¹¹⁷ Akyüz, Yılmaz ve Boratav Korkut (2003) "The Making Of The Turkish Financial Crisis" World Development Vol. 31, No. 9, Pp. 1549–1566, 2003

¹¹⁸ Kazgan, Gülten (2002) , agm.s.10vd

tutarında sermaye çıkışı bu beklentinin sonucuydu. Yukarıda değinilen olumsuz etkenlere, sermaye çıkışları sürerken, TCMB döviz rezervindeki 5 milyar dolar tutarında azalışın yarattığı para arzı daralması eklendi. Bu daralma Kasım 2000'deki krizi tetikleyen önemli bir etken oldu. Nedeni, yılın üçüncü çeyreğine girildiğinde ticari bankaların açık pozisyonlarını kapamak için dövize, dolayısıyla TL'ye ihtiyaçlarının artmasıydı; ihtiyacın arttığı bir dönemde TL darlığının ortaya çıkması ve bu açığın TCMB tarafından karşılanmaması faiz haddini de fırlatan önemli bir hata olmuştu. Bu arada Türkiye'nin en büyük ilk on bankası içinde yer alan bir banka da, bazı büyük özel bankaların baskısıyla sarsıntıya girdi”.

Uygur (2001)'un ifade ettiği gibi, TCMB, 2000 Kasım ayında dövizini de hedef alan yoğun spekülasyon saldırısını (a) çok yüksek faiz ile, (b) önemli döviz rezervi kayıplarıyla ve, belki daha önemlisi, (c) 7.5 milyar dolar büyüklüğündeki ek IMF kredisi ile geri püskürtebilmiştir. IMF kredisi, ek rezerv olanağı biçiminde verilmiştir ve vadesi oldukça kısa, maliyeti de yüksektir. Demek ki TCMB, ilan edilen döviz kuru çizelgesini çok yüksek bir maliyetle savunabilmiştir. Ancak şunu da vurgulamak gerekir ki, daha sonra olabilecek benzer bir saldırıya karşı savunma gücü büyük ölçüde azalmıştır¹¹⁹.

Kazgan (2002)¹²⁰'nin belirttiği gibi, 2000 yılı sonu itibariyle, CİB açığının 10 milyar dolara çıkması, buna karşılık TCMB rezervlerinin yaz aylarındaki 36,5 milyar dolarlık seviyesinden 30 milyar dolara gerilemesi, 2001 başında (Şubat ve Mart) 5 milyar dolara yakın yeni bir sermaye çıkışını tetikledi. Bunu izleyerek döviz fiyatlarının hızla tırmanışa geçmesi olağandı. Mart itibariyle TL %33 oranında devalüe olurken faiz hadlerinin %100'ü aşması, TCMB rezervlerinin de 30 milyar doların altına inmesiyle, IMF programı çöktü; program çökerken de reel kesim programla birlikte çöküşe geçti. IMF programı bu kez tersine dönüyor, Türkiye “serbest dalgalı kur” rejimine, hem de devletin döviz rizikosu doruklarda dolaşırken geçiyordu. On sekiz adet banka batmış, TMSF'ne devredilmiş, bunların yükü (20 milyar dolar kadar) devlete yani halka kalmıştı; faiz hadlerinin ve döviz fiyatının fırlamasıyla iç-dış borç faizlerinin TL yükü arttığı için, devlet harcamalarını artıran yeni bir yük doğmuştu. Buna iki kamu bankasının görev zararları da eklendiğinde bütçe açıkları için 2001 yılı beklentisi,

¹¹⁹ Uygur, Ercan. (2001) “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım Ve 2001 Şubat Krizleri” Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 2001/1, <http://www.tek.org.tr> Erişim Tarihi Kasım- 2009, s.8

¹²⁰ Kazgan, Gülten (2002). agm.s.12vd

2000’de GSMH’nın %10’na inmişken, 2001’de %17’ye çıkarıldı. Bu tarihi bir rekordu. IMF programının bütçe ayağı da çöktüğü gibi enflasyon hedefi de çöktü, 2001 için %80-85 aralığına fırladı. Bu tablo tabii borsayı da çökertti; döviz tevdiat hesapları 40 milyar doların üstüne tırmanışa geçerken, dolarizasyon özel kesimle birlikte devleti de (bankalarla borç takası, dövizde endeksli kağıt ihracı, yabancı bankalara da garanti verme gibi) içine aldı; devletin döviz riski olağanüstü arttı. 2001 yılının Ekim ayı sonunda başta yabancı bankaların TL aleyhine spekülasyonunun etkisiyle döviz fiyatı 1.5 milyon TL’ye çıkıp, devalüasyon oranı %49’a varırken, devletin bu riskler ve diğer döviz ödemeleri için TL yükü de olağanüstü boyutlarda artıyordu. Türkiye tarihinin en büyük ekonomik fiyaskosu IMF güdümünde yaşanıyor. Bu süreç açık döviz pozisyonu olan şirketler ve bankaları çökertirken, döviz ve faiz fırlamasıyla doğan iç talep kısılması bir yandan, devlet bütçesinin %52’sine varan faiz ödemelerinden ötürü ne yatırım ne diğer herhangi bir harcamaya gücü kalmayan devletin diğer harcamalarının kısılması diğer yandan, reel ekonomiyi adım adım çökertmeye geçti. Uygur (2001)¹²¹, enflasyonu düşürme programının zayıflıklarını aşağıdaki şekilde açıklamıştır:

- “(1)Türkiye’nin geçmişte IMF ile yaptığı anlaşmalardaki başarısız program uygulamaları yeni programın da başarısı konusunda şüpheler uyandırması,
- (2) Döviz çıpa yapan benzer programların 1990’larda Brezilya, Meksika, Rusya ve Tayland gibi birçok ülkede finansal krizlerle sona ermesi, IMF ve Dünya Bankası desteğinin, olması programın en önemli ayağını oluşturan döviz kuru çizelgesinin güvenilirliği 2000 ortalarına, hatta Kasım ayına kadar yüksek görünmesine karşın, enflasyonun öngörülenden çok yavaş düşmesi ve programın giderek döviz kuru çıpasına daha çok dayanması, programın başarısı konusundaki şüpheleri arttırması. 2000 Kasım ayında yaşanan finansal krizle birlikte, kur çizelgesi büyük güven kaybına uğrayarak, Kasım’dan itibaren özellikle yabancılar programın sürdürülemediğini inanmaları,
- (3) Riskli bir bankacılık sistemi dışarıdan borçlanacak ve fakat sterilizasyon da olmaması, Para kurulu benzeri bir kurala göre, TCMB’nin Net İç Varlıkları sabitlendiği için, parasal taban TCMB’nin Net Dış Varlıklarına göre belirlenmesi, Para-faiz politikasının olmadığı bu düzen, programın “otomatik mekanizması”, hatta garantisi gibi sunulsa da, yabancı kaynak giriş-çıkışında bir aksama, bir düzensizlik olduğunda ekonomide para-faiz intibakı yapılmasına imkan vermemesi,
- (4) Programın enflasyonu düşürmek isterken büyümenin yükseleceğini öngörmesi
- (5) Faizdeki hızlı düşüşün ve ithalat temelli iç talepteki artışın boyutunun eksik öngörülmesi
- (7) 2000 yılında kamu fiyatlarını da bir çıpa olarak kullanmak amacıyla, 1999’un sonlarında yüksek kamu zamları yapıldı. Kamu kesimi enflasyonunun 2000 başından itibaren %2 dolayında kalacağı varsayıldı. Ancak 2000 Ocak ayında kamu enflasyonunun bazı sektörlerde %30’u aştığı görüldü. Bu konuda asıl şaşırtıcı gelişme, elektrik ve petrol fiyatlarının enflasyon hedefinin çok üzerinde artacağına açıklanmasıydı. Bu çelişkiler sonradan farkedildi, yapılan zamlar geri alındı ve kamu fiyatları çıpasının var olduğunu vurgulayan açıklamalar yapıldı, ama güven duygusuna olan olumsuzluğu.

¹²¹ Uygur, Ercan. (2001), agm.s.10

- (8) Enflasyon beklentisinin yüksekliği yanında, bu tür olayların da katkısıyla, enflasyonun kendisi de 2000 başlarında oldukça yüksek çıktı ve programın sürdürülebilirliği tartışıldı.
- (9) Bu arada 2000 Şubat ayında portföy yatırımı amacıyla, özellikle hisse senedine yönelik olarak Türkiye'ye gelen yabancı fonların bir bölümünün Türkiye'den ayrıldığı anlaşıldı. Bu olay borsa endeksinde önemli düşüşe neden oldu. 2000 18 Ocak'ta 18,548 olan borsa endeksi, %21,6 azalışla 18 Şubat'ta 14,539'a indi. Bu olay program konusunda bazı somut kuşkular doğurdu.
- (9) Program, enflasyon hedefiyle uyumlu bir gelirler politikası da öngörmüştü. Birincisi, kira artışlarının TÜFE enflasyon hedefi ile sınırlanması için yasa çıkarılmıştı. Buna karşılık, bu sınırlamaya genel olarak uyulmayacağı anlaşıldı. Nitekim 1999 Aralık ayından 2000 Aralık ayına kadarki 12 aylık dönemde TÜFE endeksi içindeki kira kaleminde %49,1 oranında artış oldu. İkincisi, ücret artışlarının kamu kesiminde %25 sınırı içinde kalacağı özel kesimin de buna uyması gerektiği açıklandı. Ücret artışlarında da %25 hedefi şu nedenlerle aşıldı. Birincisi, daha önce yapılan toplu iş sözleşmeleri nedeniyle, 2000'de kamu kesiminin önemli bir bölümünde ücret artışı %60-70'lere ulaştı. İkincisi, özel kesimin bir bölümünde de geçmiş enflasyonu temel alan ücret artışları oldu ve yine %60 oranları görüldü.
- (10) Konsolide bütçe içinde kalındığında kamu açığının istenen düzeye rahatça ineceği belli olmuştur ama kamu bankalarını ve KİT sistemini de içine alan kamu kesimi açıklarının hedeflenen düzeye indirilmesi kolay görünmüyordu. Çünkü kamu bankalarının görev zararları artarak sürüyordu. KİT sistemi açıkları da, bunların fiyatları çıpa olarak kullanıldığından, giderek büyüyordu. Bu durum dikkate alındığında enflasyonun 1999'da %60'lardan 2000'de %20'lere inmesi zor görünüyordu.
- (11) Bütçenin ve kamu kesiminin mali uyum hedefleri faiz dışı denge üzerinde yoğunlaşmıştı ve bu yoğunlaşmanın şöyle bir sakıncası vardı: Faiz dışı denge hedefleri, özel kesime yapılan faiz transferlerini ve bu transferlerin özel talep üzerindeki uyarıcı etkisini gözardı ediyordu. Kamu talebi ile birlikte özel talebi de önemseyen bir yaklaşımın, faiz transferlerini de dikkate alması gerekirdi.
- (12) Yapısal uyumun önde gelen bir kalemi olan özelleştirmenin mali uyuma en büyük katkısı yapması hesaplanmıştı. Ancak 2000 yılı ortalarına doğru özelleştirme hedefine varılamayacağı belli olmuştur.
- (13) Yapısal uyum sürecinde belki de en önemli konu, zayıf ve sorunlu olduğu bilinen bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmasıydı. Ancak kamu bankaları da dahil olmak üzere, bankacılığı yeniden yapılandırma girişimleri hep batık banka sayısının çok yüksek olduğu ve sistemin sanıldığından da zor durumda olduğu duygusunu yarattı. Buna karşılık, 2000'nin yarısına varıldığında bankacılık sistemi dış borçlanmayı hızla sürdürüyordu.
- (14) Bankalar dışarıdan borçlanıyor, para kurulu benzeri düzene göre TCMB'nin Net İç Varlıkları sabit, ama sterilizasyon da yapılmıyor ve parasal taban TCMB'nin Net Dış Varlıklarına göre belirleniyor. Bu düzende bankaların dış borçlanması şu gelişmeleri birlikte getiriyordu.
 - Nominal faiz ve daha hızlı olarak da reel faiz düşüyordu. Bu konuda DİBS faizi öncülük ediyor, tüketiciyi ilgilendiren mevduat faizi daha da çok iniyordu.
 - Krediler, özellikle tüketici kredileri hızla artıyordu. TCMB verilerine göre, 2 1999 Aralık ayı sonunda 1004.3 Trilyon TL olan tüketici kredileri, 2000 Ekim ayı sonunda 4504.5 Trilyon TL'ye ulaşmış ve reel olarak bile %300'ün üzerinde artmıştı.
 - Enflasyonun kur artışına göre yüksek olması (TL'nin reel değerlenmesi) hem bir fiyat (ikame) etkisi hem de gelir etkisi ortaya çıkarıyordu. Bu etkilerle ithalat talebi hızla yükseliyordu. TL'nin reel değerlenmesi ile oluşan gelir etkisi "Laursen-Metzler etkisi" olarak bilinmektedir ve "TL gelirinin ithal edilen malları satınalma gücünün artması" şeklinde özetlenebilir. Bu tür talep artışı ile ithalata dayalı bir büyüme ortaya çıkmıştı.
 - İç talep ve ithalat artışları, genel olarak ithalattaki, özel olarak otomobil ithalatındaki sıçramanın doğru algılanıp yönetilememesi,

- İç talebin artması ve TL'nin reel değeri düşmesi ihracatın duraklamasına neden oluyordu. Euro/dolar paritesindeki düşme, bir yandan ihracatın bu bölgeye arzını olumsuz etkiliyor, diğer yandan da ihracatın dolar değerini düşürüyor, döviz girdisini azaltıyordu.
- (15) Bu gelişmelerle birlikte cari açık hızla yükseliyordu. Program cari açığı GSMH'nın %1,5-2'si dolayında, 3-4 milyar dolar arasında öngörmüştü. Gerçekleşme 9.8 milyar dolar oldu. Cari açığın bu kadar yüksek çıkmasında petrol fiyatındaki artışın da etkisi vardı ama, otomobil örneğinde olduğu gibi, asıl önemli neden dayanıklı tüketim mallarındaki artışı. Büyük olasılıkla, program için yapılan çalışmalarda ithalatın fiyat ve gelir esneklikleri oldukça düşük varsayılmıştı.
- (16) Giderek büyüyen cari açığın sürdürülebilmesi için mutlaka dış kaynak girişi gerekiyordu. Dış kaynak girişi net doğrudan yabancı yatırım şeklinde olsa, bazı olumsuz beklentiler oluşmayabilirdi. Ancak Türkiye'ye 2000 yılı içinde gelen yabancı doğrudan yatırım varsayılının tersine çok sınırlıydı. Kötüsü, giriş yapan yatırım sermayesi kadar çıkış yapan yatırım sermayesi de oldu ve 2000'de net doğrudan yabancı yatırım 112 milyon dolarda kaldı. Dış kaynak girişi dış borçlanma yoluyla olmak zorundaydı. İşte bu nedenle borçlanmak önemliydi, borç verenlerin ülkeye bakış açısı önemliydi.
- (17) Krize giden yolda, dış borç verenlerin hem ülkenin makroekonomik dengelerine ve hem de borçlanmaya aracılık eden bankalara ilişkin bakış açıları belirleyici olmuştur.”

Alper, C. Emre. (2001)¹²², 2001 likidite krizinin oluşmasına etki eden temel faktörler olarak, Sermaye girişlerinin sürekliliğini sağlama ve beklentilerin yönetilmesinde hükümetin hataları, IMF programındaki, kur riskine karşı yeterli desteğin sağlanmasında eksikliği ifade etmiştir. Programdaki bir tasarım hatası olarak, faizlerin aşırı düşmesine yol açan, sterilizasyonun olmamasının niyet mektubunda olmasını, belirtmişlerdir. Diğer yandan, petrol fiyatlarındaki, FED faizlerindeki yükselmeler, \$/Euro paritesindeki olumsuz gidişat gibi olumsuz dışsal koşullar ve Türkiye'deki bankacılık sistemindeki kırılgan yapının etkisiyle 2001 Şubat krizinin ortaya çıktığı vurgulamıştır¹²³.

Akalın ve Uçak (2007)¹²⁴ 'ın ifade ettiği gibi, IMF'nin gelişmekte olan ülkelerin para ve sermaye piyasalarını serbestleştirme yaptırımının altında bir ideoloji yatmaktadır. Bu ülkeler sermaye hareketlerini serbestleştirdikçe borçları artmıştır. İçeride kâr oranları düşen gelişmiş ülke ekonomileri ise kendilerine yüksek getirili alanlar bulmuşlardır. Fakat sermaye çektikçe spekülasyon olarak balon gibi büyüyen gelişmekte olan ekonomiler, bir spekülasyon atakla karşılaştıklarında krize girmişlerdir.

¹²² Alper, C. Emre. (2001) "The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong"· forthcoming: Russian and East European Finance and Trade (2001), Vol. 37, No. 6, s. 51-71.

¹²³ Akyüz, Y. Ve Boratav, K (2002a), "Türkiye'de Finansal Krizin Oluşumu", İktisat/ İşletme Finans: 15-45. Boratav, K. (2002b), "2000/2001 Krizlerinde Sermaye Hareketleri", Mülkiye Birliği Dergisi, Cilt: XXV, Sayı: 230: 207-220.

Yeldan, E. (2001), Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim Ve Büyüme, İletişim Yayınları, Araştırma-Inceleme Dizisi 109, İstanbul.

¹²⁴ Akalın Gülsüm, Uçak, Ayhan (2007) "Ekonomik Krizlerde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Rolü Ve IMF'nin Kriz Yönetimi" Öneri. C.7.S.28. Haziran 2007.255-262.

Latin Amerika, Güneydoğu Asya ve Türkiye krizlerinde de görüldüğü gibi, IMF kriz öncesi ve sonrası uygulattığı yanlış politikalarla ülkelerin makroekonomik göstergelerinin daha da bozulmasına neden olmaktadır. Fakat IMF ısrarla uluslararası finans sermayesinin lehinde hareket ederek, finansal serbestleşmeyi sorgulanmaz bir zorunluluk olarak görmekte ve çalışanlarına yaptırdığı analizlerde kısa vadeli sermaye hareketlerinin yıkıcı etkisini dikkate aldırmamaktadır. Oysa bu tip ülkeler için sermaye hareketlerinin kontrol edilmesi gereği açıktır. Kısa vadeli sermaye hareketleri üzerine belirli limitler koyma şeklinde doğrudan kontrollere başvurulabileceği gibi, yabancıların bankacılık ve menkul kıymet işlemlerinin vergilendirilmesi gibi dolaylı kontrollere de gidilebilir.

Yeldan (2002)¹²⁵’ın ifade ettiği gibi, neo-liberal hegemonyanın az gelişmiş uluslara önerdiği “kalkınma” modeli, daraltıcı para ve maliye politikalarına dayanan ve yüksek finansal getiri ve devalüasyon riskinden arındırılmış bir döviz kuru sistemini amaçlayan, dışa açık (yabancı sermayeye bağımlı) bir iktisadi yapıyı öngörmektedir. Bu yapı altında merkez bankaları “bağımsız” kılınarak, sadece ve sadece ulusal paranın değerini korumakla görevlendirilmekte ve bu amacın dışında başka hiç bir rol oynamamaları için ellerindeki bütün müdahale olanakları kısıtlanmaktadır. Kamunun maliye politikaları ise doğrudan doğruya “faiz dışı fazla veren bütçe” amacına mahkum edilmektedir. Kamu tüketim ve yatırım harcamalarında olağanüstü kesintiler pahasına sağlanması beklenen bu politika sonucunda kamusal alanın sınırlarının alabildiğince daraltılması öngörülmekte ve kamunun geleneksel olarak kar amacı gütmeyen tüm sosyal altyapı faaliyetleri finansal sermayenin spekülatif faaliyet alanına çekilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin hiçbirinde artık faiz dışı –birincil- bütçede açık verebilen herhangi bir ekonomi kalmamıştır. Neo-liberal öğreti, küreselleşmenin nimetlerinden yararlanılabilmesi için ulusal merkez bankalarının özgün para, faiz ve döviz kuru politikalarıyla uluslararası sermaye akımlarına ayak bağı olmaması gerektiğini dikte etmektedir. Merkez bankalarının görevi fiyat ve kur istikrarını sağlamak ve ulusal piyasada yüksek finansal getiri düzeyini korumak olmalı; kamu maliyesi ise doğrudan doğruya uluslararası sermayenin çıkar alanını genişletmek için gerekli tüm tedbirleri almakla koşullandırılmalıdır.

¹²⁵ Yeldan, Erinc. (2002) “Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler” Praksis, s.9

Kazgan (2002)¹²⁶’nin belirttiği gibi Türkiye’nin yeni bir finansal krize girmesini önlemek yolunda alınan hiçbir önlem hükümetin gündeminde yoktur. Aksine, bir çok çevrenin yine “sıcak para” beklentisinde olduğunu söylemekte fazla hata olmasa gerekir. Çağdaş tıp “önleyici” önlemlere çok önem vermektedir; çünkü insan hasta olduktan sonra hastalığın tedavisi hem daha zor hem çok daha pahalıdır; çok zaman başarı oranı da daha düşüktür. Aynı durum ekonomi için geçerlidir: Önemli olan Türkiye’nin sık sık krize girmesinin önlenmesidir; çünkü 1990’lı yıllardan bu yana girilen krizler o kadar ağır bir fatura bırakmış bulunuyor ki, yeni bir krizi düşünmek dahi karabasan gibidir. Ne var ki kimse de bunun bilincinde değildir. IMF istikrar programı ve Dünya Bankası’nın “reform” programı yoluyla dayattığı politikalarsa, temelde uluslararası sermayenin bütün kesimlerde egemenliğini sağlamaya dönüktür. Bu ölçüde de Türkiye’yi kalkındırma – geliştirme gibi bir amacı yoktur. Hükümetler en azından krizlerden kazananları vergileyip, vurgun yiyenlere bu kaynaktan mali imkan sağlayabilir. Türkiye’de hükümetlerin içine düştüğü “kapanda” bu yolda çözüm üretmek belki de tek yoldur. Genelde, gelişmekte olan ülkeler ve özelde ise Türkiye ekonomisinde karşılaşılan finansal krizlerin temel iki ayağından birincisi değişen küresel iktisadi sistemde, merkez ülkelerinin lehinde olacak şekilde piyasa ekonomisinin hakimiyetinin genişletilmesi gelirken, ikinci ayak olarak ise, gelişmekte olan ülkelerin, bu süreçten kendilerini kurtararak güçlü bağımsız bir ekonomiye geçiş politikalarını tasarlayıp hayata geçirememeleri gelmektedir. Bu sebeple, kapitalizmin yıkıcı doğası içinde ülke ve bölge ekonomileri güçlerini geliştirebildikleri sürece sisteme yön verebilecekler ve kendi kurallarını geçerli kılabilecektir ya da tersi geçerli olacaktır. Türkiye ekonomisinde yaşanan 2000-2001 krizinde, temel ekonomik göstergeleri incelediğimizde ise aşağıdaki sonuçlarla karşılaşmaktayız.

Tablo-3.2.2.1 Türkiye ekonomisi 2000/2001 krizinde cari işlemler dengesi kalemleri verilmiştir. Buna göre, 2000 yılı ve 2001 yılı ilk çeyreği döneminde cari işlemler dengesinde yüksek açıklar gözlemlenmekte, özel imalat sanayiindeki ücretler endeksinde krizle birlikte çok önemli düzeyde azalmalar görülmektedir.

¹²⁶ Kazgan, Gülten (2002), agm.s.15

Tablo-3.2.2. 1 Türkiye Ekonomisi 2000/2001 Krizinde Cari İşlemler Dengesi Kalemleri (Mlyn\$)

	2000 Yıllık	2001 Yıllık	2001				2002 I
			I	II	III	IV	
Cari İşlemler Dengesi	-9.920	3.760	-571	1.422	2.092	814	-461
a.Mal Ticareti Dengesi (FOB)	-22.057	-3.368	-1.973	-162	-976	-252	-571
b.Hizmet Ticareti Dengesi	11.375	7.136	1.633	2.353	3.455	1.695	703
c.Gelir Dengesi	-4.002	-5.000	-1.191	-1.430	-1.040	-1.339	-1.227
d.Cari Transfer Dengesi	4.744	2.987	960	661	653	713	634
Mal Ticaret Hacmi (FOB)	83.707	72.821	18.223	17.916	18.026	18.656	18.411
Oran ve Endeksler							
İhracat (FOB) / İthalat (CİF) (1)	51.0	77.5	68.9	82.0	76.5	83.0	78.3
Özel İmal. San.Birim Ücret End.(2)	102.8	71.2	96.5	71.0	63.3	64.6	74.2
İhracat Birim Değer End.(2003=100)	92.8	90.4	95.0	90.9	89.8	86.0	87.3
İthalat Birim Değer End.(2003=100)	90.1	89.8	93.9	90.5	89.3	85.4	84.9
Mal Tic.Den./Mal Tic.Hacmi (1)	-26.5	-4.6	-10.8	-0.9	-5.4	-1.4	-3.1
Hizmet Tic.Den./Mal Tic.Hacmi (%)	13.6	12.5	9.0	13.1	19.2	9.1	3.8
Gelir Denaesi/Mal Tic.Hacmi (%)	-4.8	-6.9	-6.5	-8.0	-5.8	-7.2	-6.7

Kaynak: Yükseler, Z. (2009) “ Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler Ve Ödemeler Dengesi Uyumu” TCMB Çalışmalar, s.35

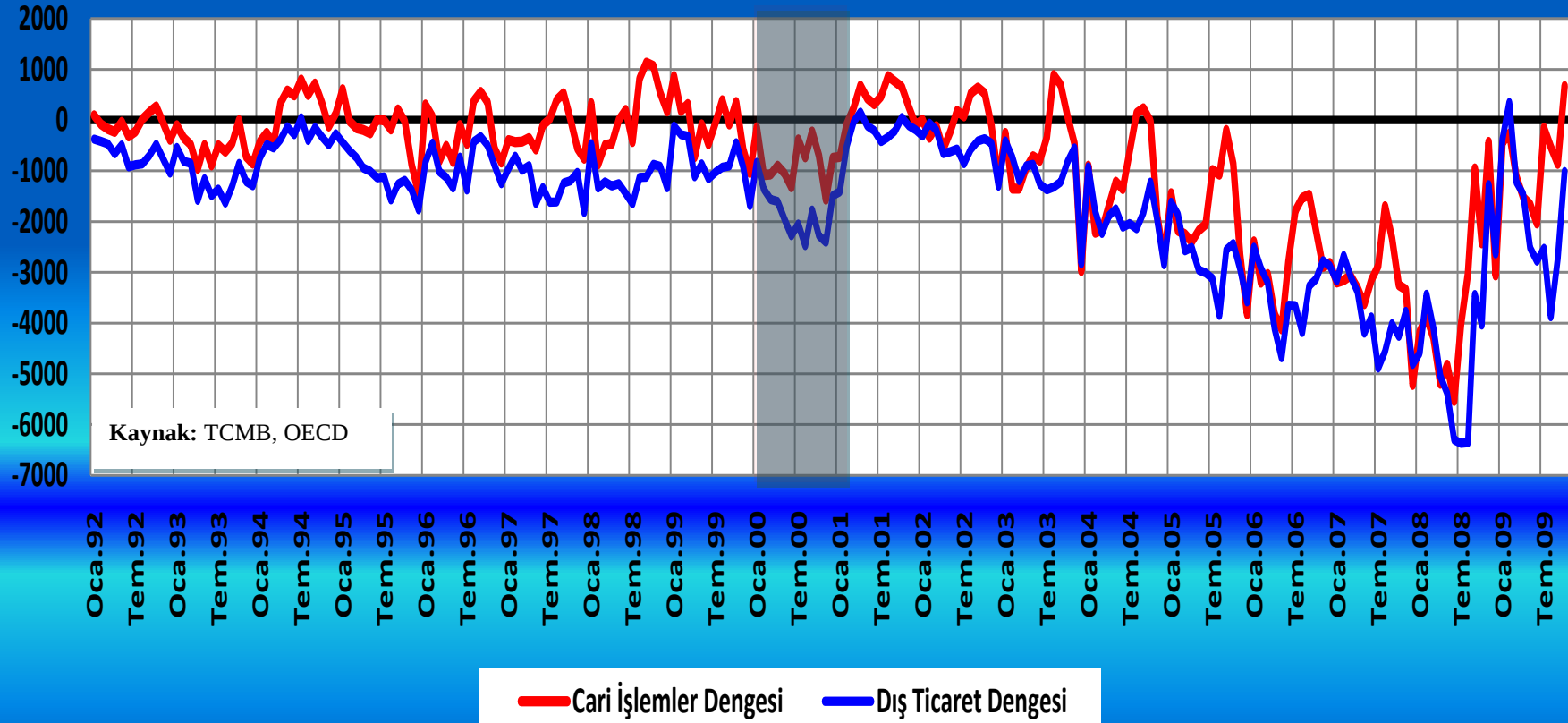
Tablo-3.2.2.2’de Türkiye ekonomisi 2000/2001 krizinde sermaye hareketleri, rezervler ve net-hata noksan kalemleri (mlyn\$) verilmiştir.

Tablo-3.2.2. 2 Türkiye Ekonomisi 2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri, Rezervler ve Net-Hata Noksan Kalemleri (Mlyn\$)

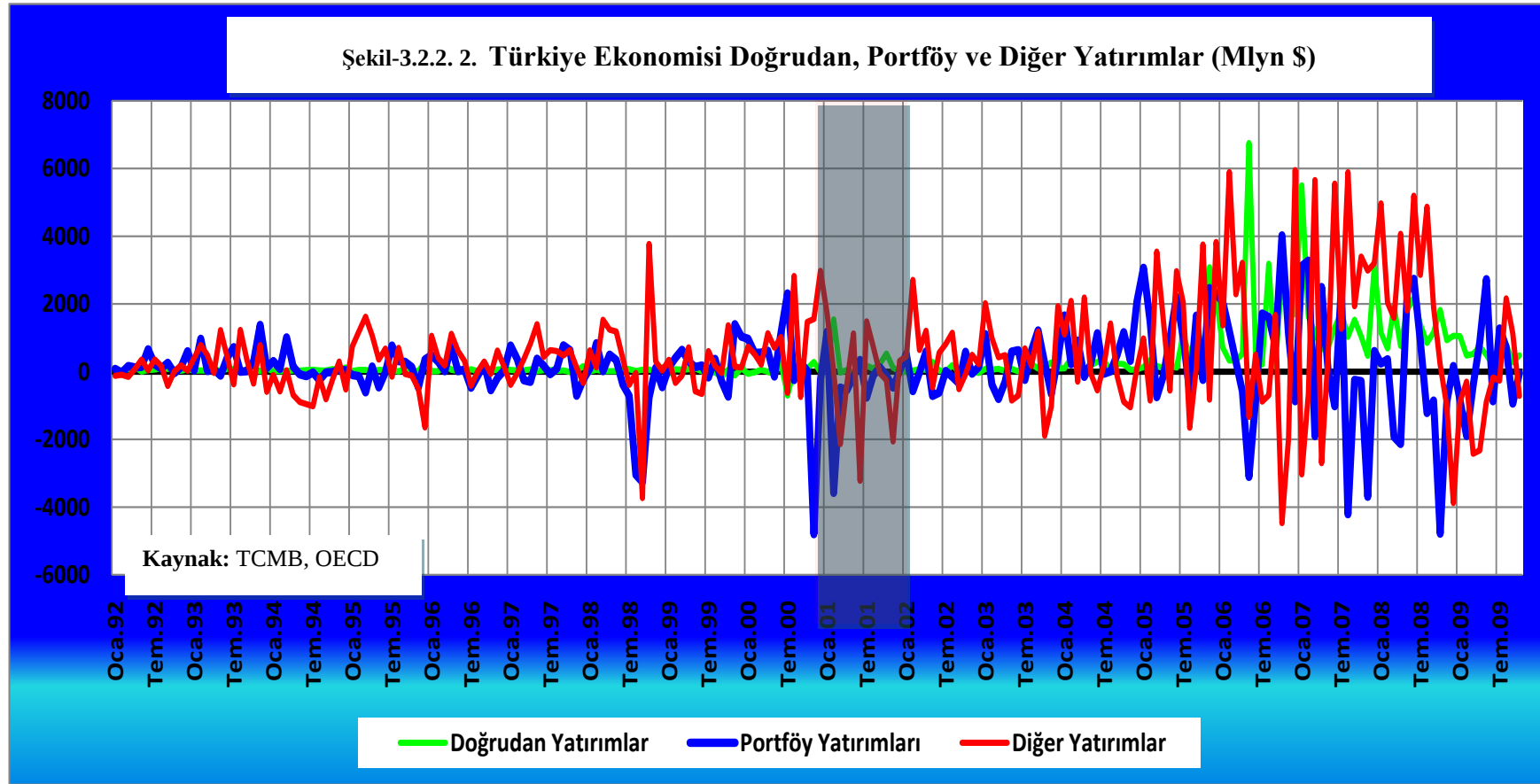
	2000 Yıllık	2001 Yıllık	2001				2002 I
			I	II	III	IV	
I.Sermaye Hareketleri Dengesi	14.625	-5.254	-2.607	-1.250	299	-1.696	2.071
1.Doğrudan Yatırımlar (Net)	112	2.855	1.574	122	495	664	106
2.Sıcak Para Akımı (Net)	-536	-12.443	-4.766	-1.883	-3.092	-2.702	-559
3.Krediler (Net)	15.664	6.571	935	557	3.647	1.432	4.213
a.Kamu (*)	12.197	9.087	1.417	1.628	4.278	1.764	3.954
IMF Kredileri	3.351	10.230	1.415	3.809	3.034	1.972	2.979
b.Özel Sektör	5.467	-2.516	-482	-1.071	-631	-332	-259
Bankalar-Uzun Vadeli Krediler	-363	-1.024	-342	-296	-523	137	-39
Diğer Sektör+Ticari Kredi	5.830	-1.492	-140	-775	-108	-469	-298
4.Diğer Varlık ve Yükümlülük (Net)	-613	-2.237	-350	-46	-751	-1.090	-1.589
II.Rezervler(**)	-2.044	3.621	4.055	126	-57	-503	78
Resmi Rezervler	-354	2.694	3.138	1.556	-1.688	-312	-1.700
Bankaların Döviz Varlıkları	-1.690	927	917	-1.430	1.631	-191	-778
III. Net Hata ve Noksan	-2.661	-2.127	-897	-298	-2.334	1.382	1.688
Yüzde Oranlar							
Ser.Har.Dengesi/Top.Mal Ticareti H.	17.5	-7.2	-14.3	-7.0	1.7	-9.1	11.2
Rezervler /Top.Mal Ticaret Hacmi	-2.4	5.0	22.3	0.7	-0.3	-2.7	0.4
Net Hata-Noksan/T.Mal Ticaret Hac.	-3.2	-2.9	-4.9	-1.7	-12.9	7.4	-9.2

Kaynak: Yükseler, Z. (2009) “ Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler Ve Ödemeler Dengesi Uyumu” TCMB Çalışmalar, s.41

Şekil-3.2.2. 1 Türkiye Ekonomisi Cari İşlemler Açığı Ve Dış Ticaret Dengesi (Mlyn \$)

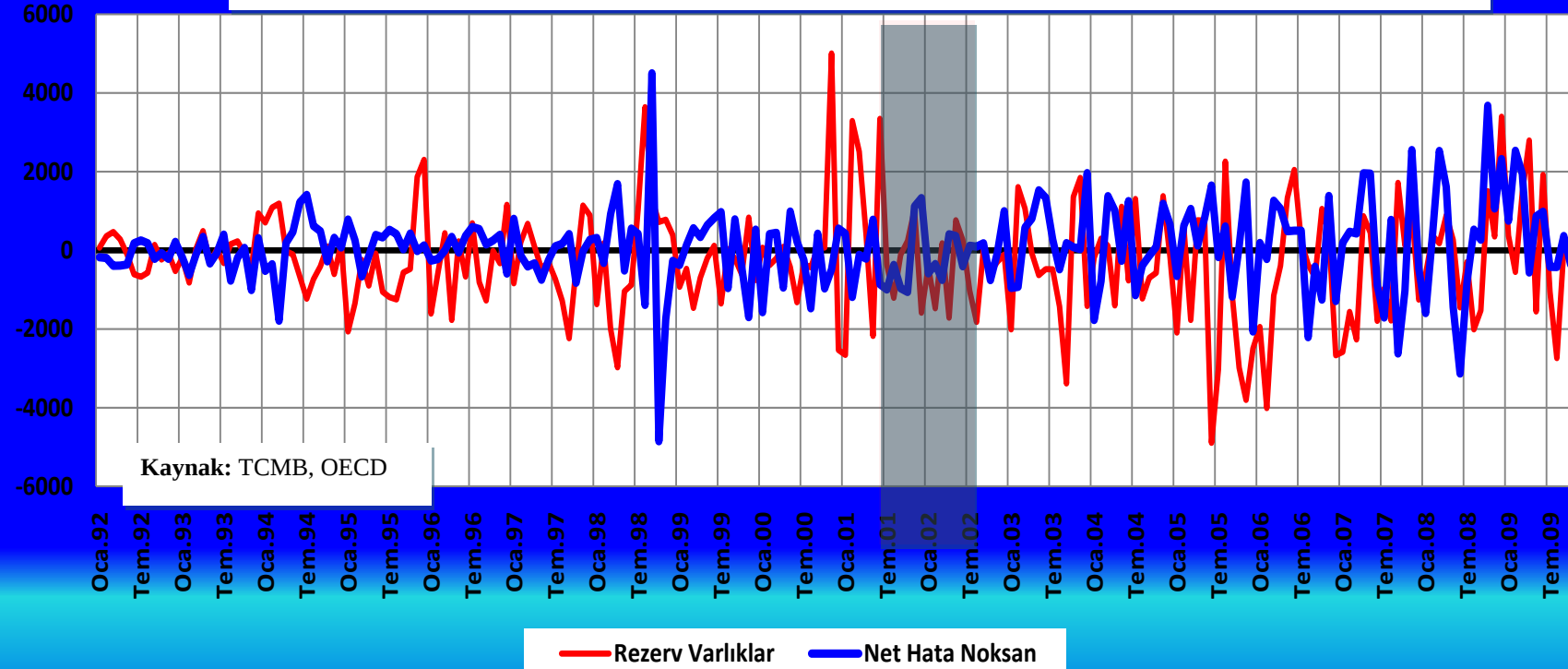


Şekil-3.2.2.1’de Türkiye ekonomisi cari işlemler açığı ve dış ticaret dengesi verilmiştir. Buna göre, diğer kriz dönemlerinde olduğu gibi, 2000-2001 kriz dönemi öncesinde de cari işlemler açığında önemli artışlar gözlemlenmiştir.



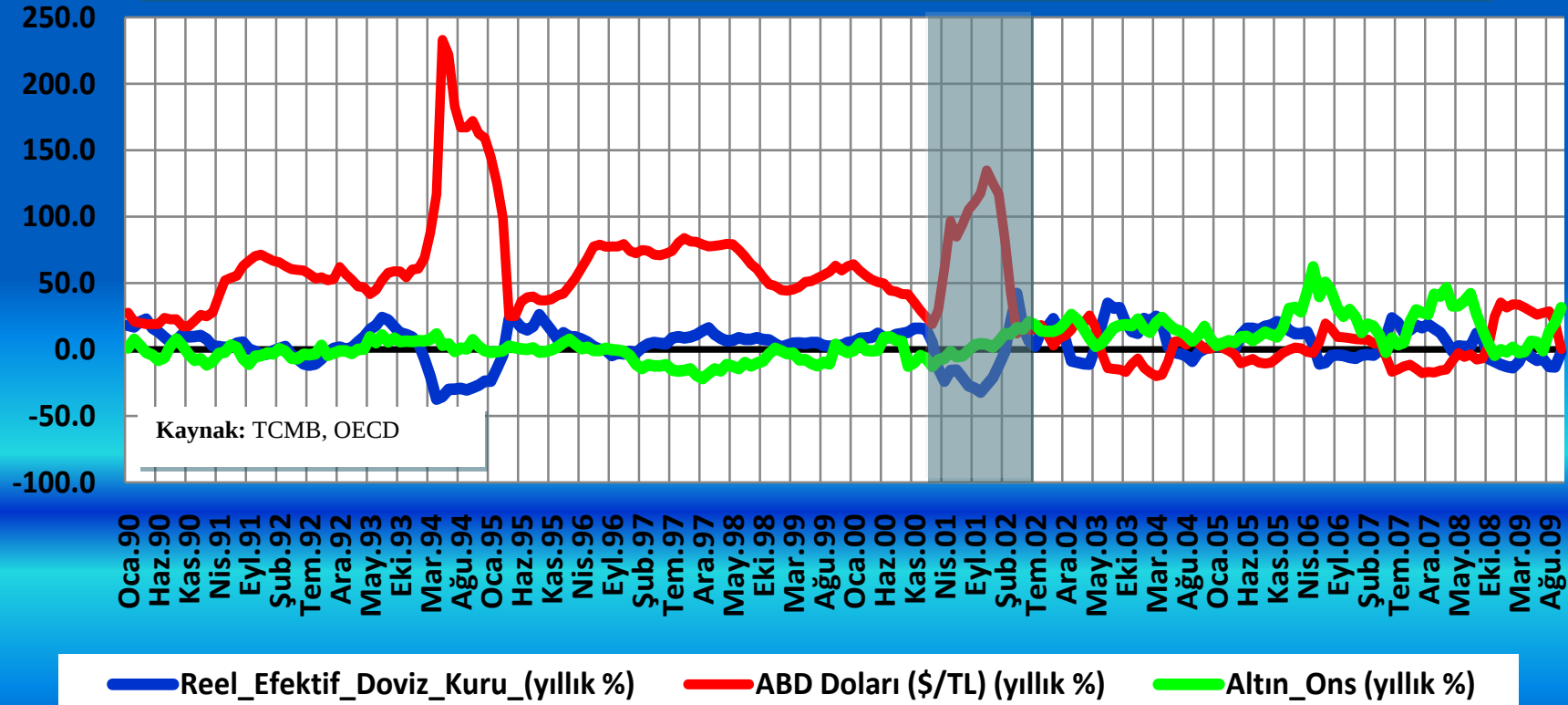
Şekil-3.2.2.2’de Türkiye ekonomisi doğrudan, portföy ve diğer yatırımlar kalemleri verilmiştir. Buna göre, 2000-2001 krizi dönemlerinde özellikle portföy yatırımları başta olmak üzere diğer ve doğrudan yatırımlar kalemlerinde önemli azalmalar gözlemlenmiştir.

Şekil-3.2.2. 3. Türkiye Ekonomisi Rezerv Varlıklar ve Net Hata Noksan Kalemleri (Mlyn \$)



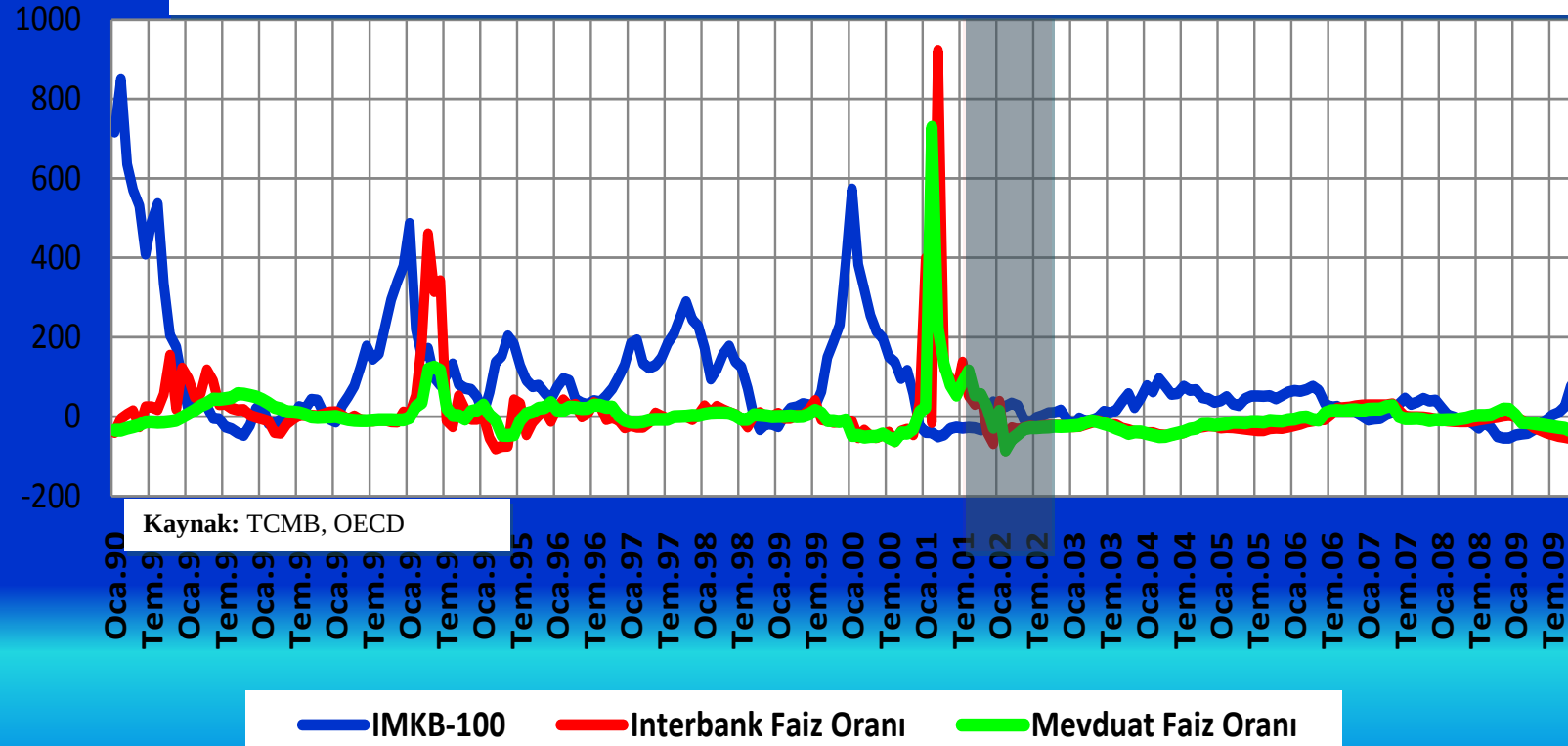
Şekil-3.2.2.3’de Türkiye ekonomisi rezerv varlıklar ve net hata noksan kalemleri verilmiştir. Buna göre, 2000-2001 krizi dönemlerinde rezervlerde önemli düzeyde azalmalar gözlemlenmiştir.

Şekil-3.2.2. 4. Türkiye Ekonomisi Döviz Kurları ve Altın (Yıllık, %)



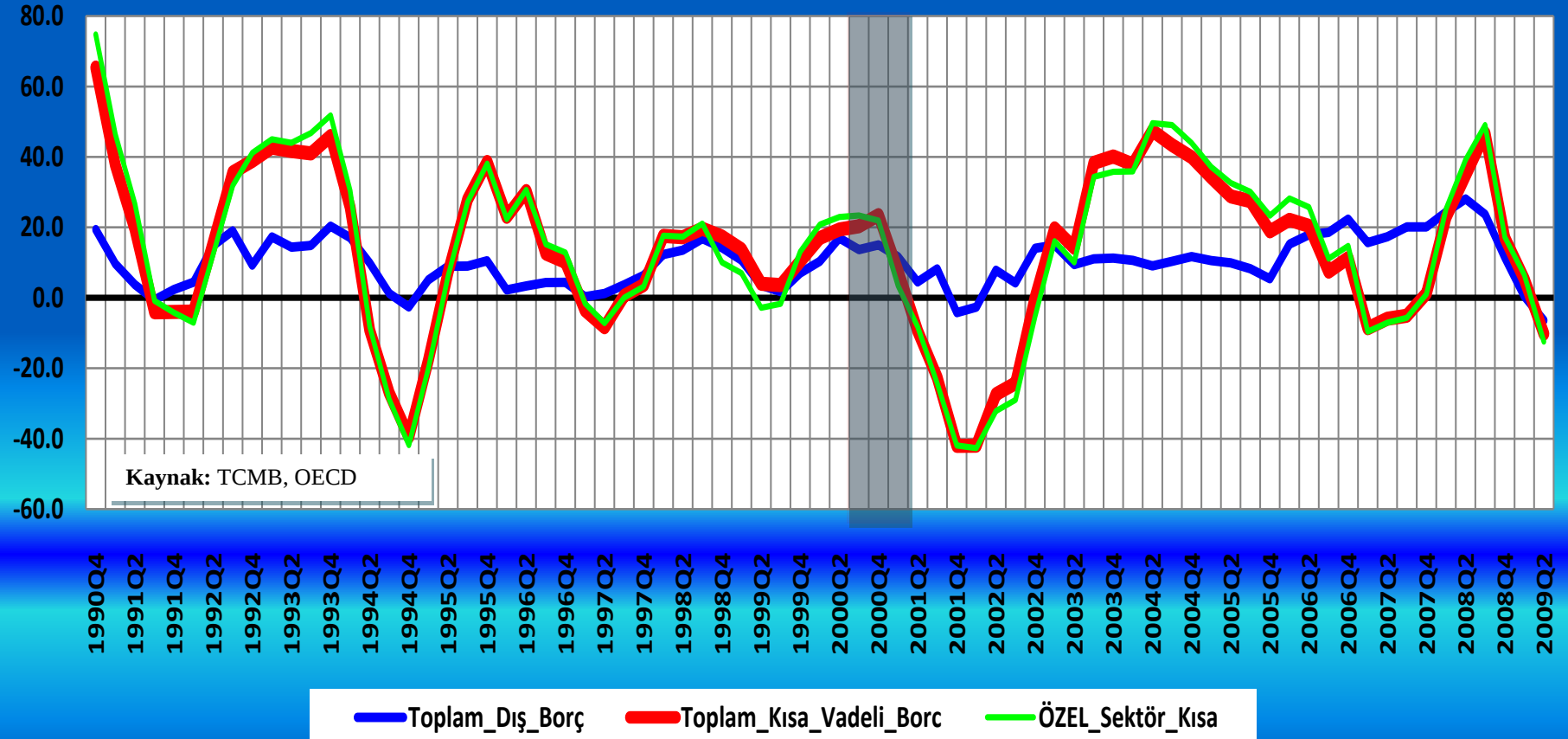
Şekil-3.2.2.4’de Türkiye ekonomisi döviz kurları ve altın fiyatlarındaki yüzde değişim verilmiştir. Buna göre, 2000-2001 krizi dönemlerinde ABD dolar kurunda, %100’ü aşan yükselmeler gözlemlenirken, reel efektif döviz kurunda ise çok ciddi düşüşler gözlemlenmiştir.

Şekil-3.2.2. 5. Türkiye Ekonomisi İMKB-100 ve İnterbank Faiz Oranları (Yıllık, % Değişim)

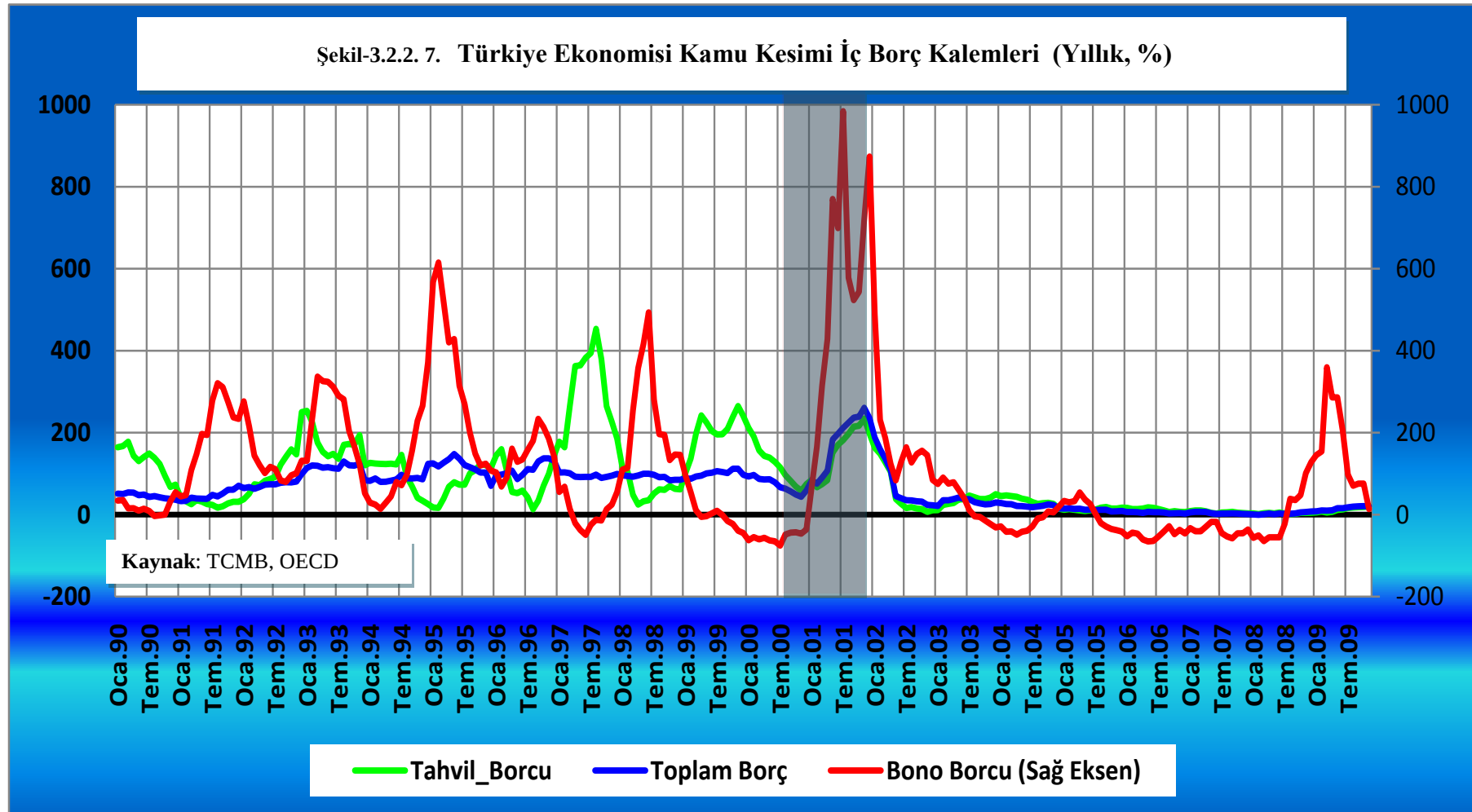


Şekil-3.2.2.5’de, Türkiye ekonomisi İMKB-100 ve interbank faiz oranları oranları verilmiştir. Buna göre, 2000-2001 krizi dönemlerinde, programa yönelik güvenin kaybolmasıyla birlikte dövize yönelik hücumu durdurmak ve dış finansmanı sürdürebilmek için faiz oranlarında sıçramalar gözlemlenmiştir.

Şekil-3.2.2. 6. Türkiye Ekonomisi Dış Borç Göstergeleri (Yıllık, %)

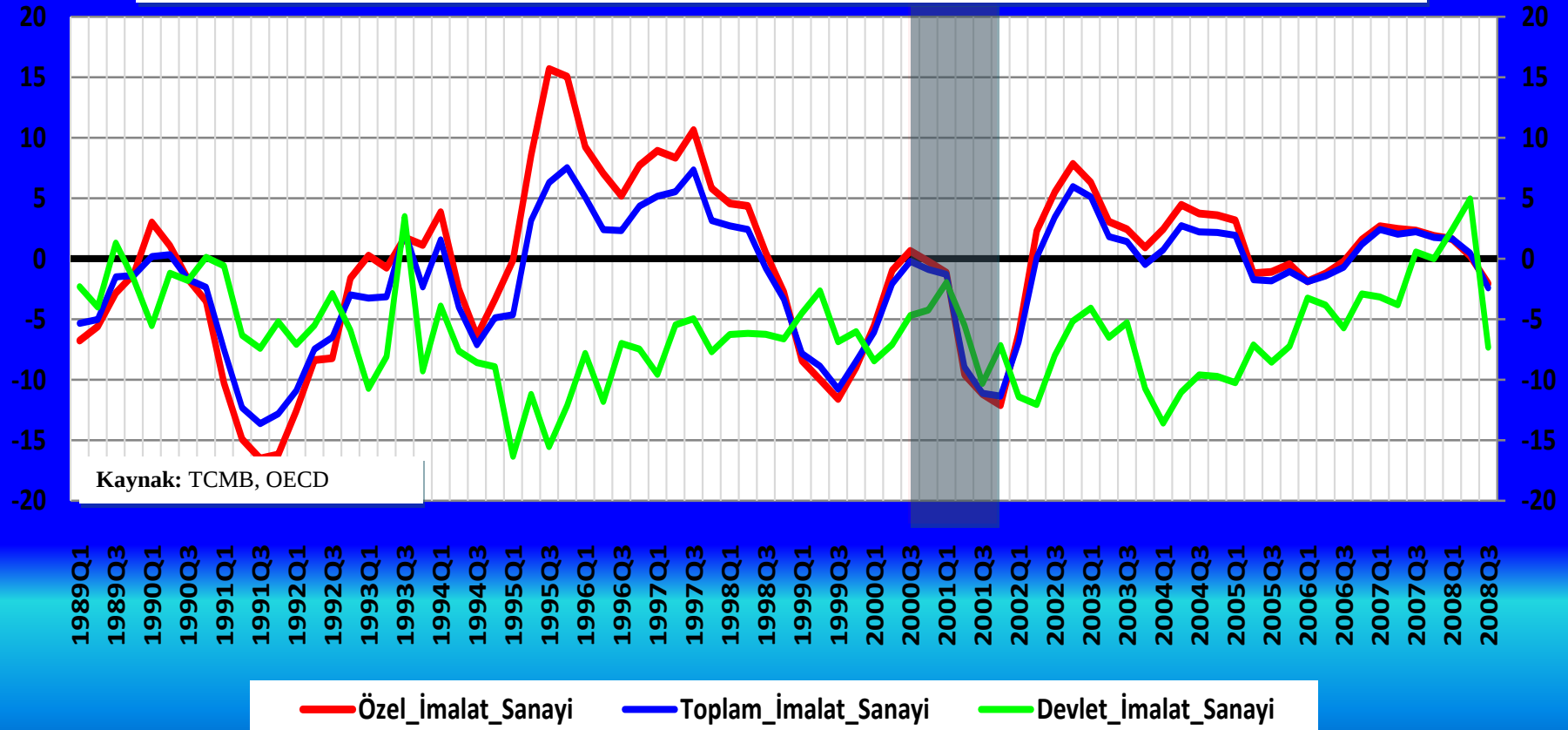


Şekil-3.2.2. 6'da Türkiye ekonomisi dış borç göstergeleri verilmiştir. Buna göre, 2000-2001 krizi öncesinde kur politikasının da etkisiyle özellikle özel sektör kısa vadeli borç yükü oldukça yüksek bir seviyeye ulaşmıştır.



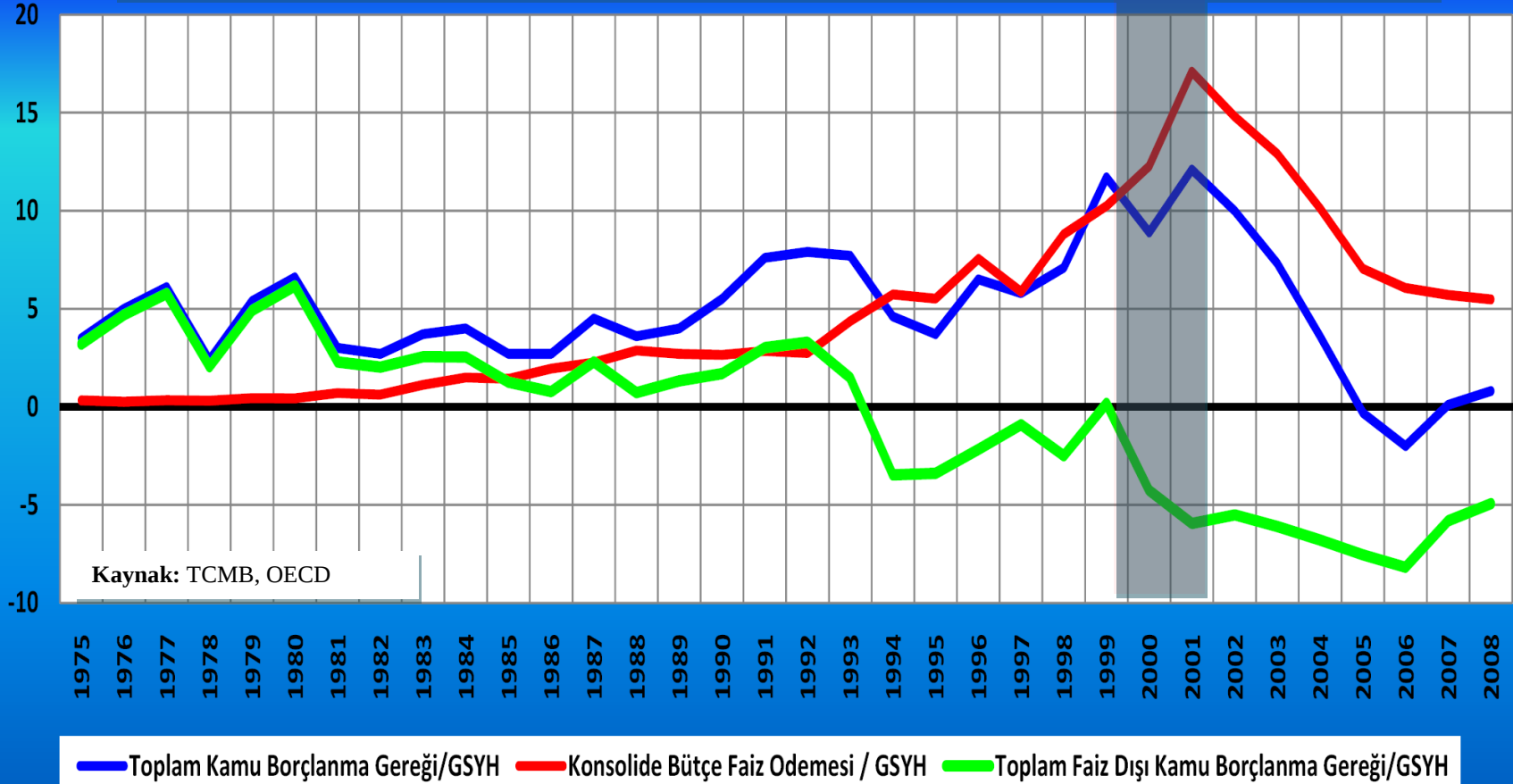
Şekil-3.2.2.7’de Türkiye ekonomisi kamu kesimi iç borç kalemleri verilmiştir. Buna göre, 2000-2001 krizi dönemlerinde özellikle kamu kesiminin bonoya bağlı borçlarında faizlerdeki sıçramaya bağlı olarak çok ciddi sıçramalar gözlemlenmiştir.

Şekil-3.2.2.8. Türkiye Ekonomisi İmalat Sanayiinde Çalışanlar (Yıllık, %)



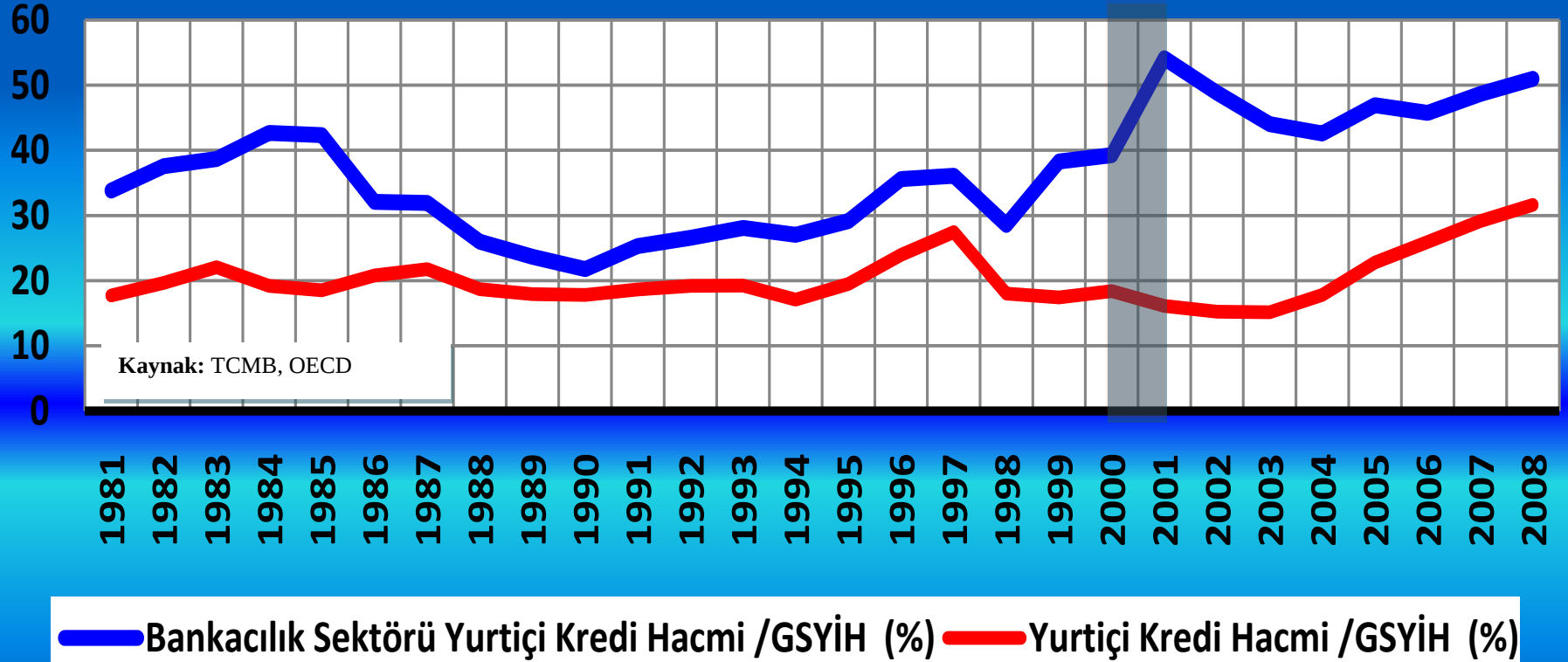
Şekil-3.2.2.8’de Türkiye ekonomisi imalat sanayiinde çalışanların yüzde değişimi verilmiştir. Buna göre, 2000-2001 krizi dönemlerinde istihdamda, %10’u aşan daralmalar gözlemlenmiştir.

Şekil-3.2.2.9. Türkiye Ekonomisi Kamu Kesimi Borçlanma Yapısı (%'de GSYİH)

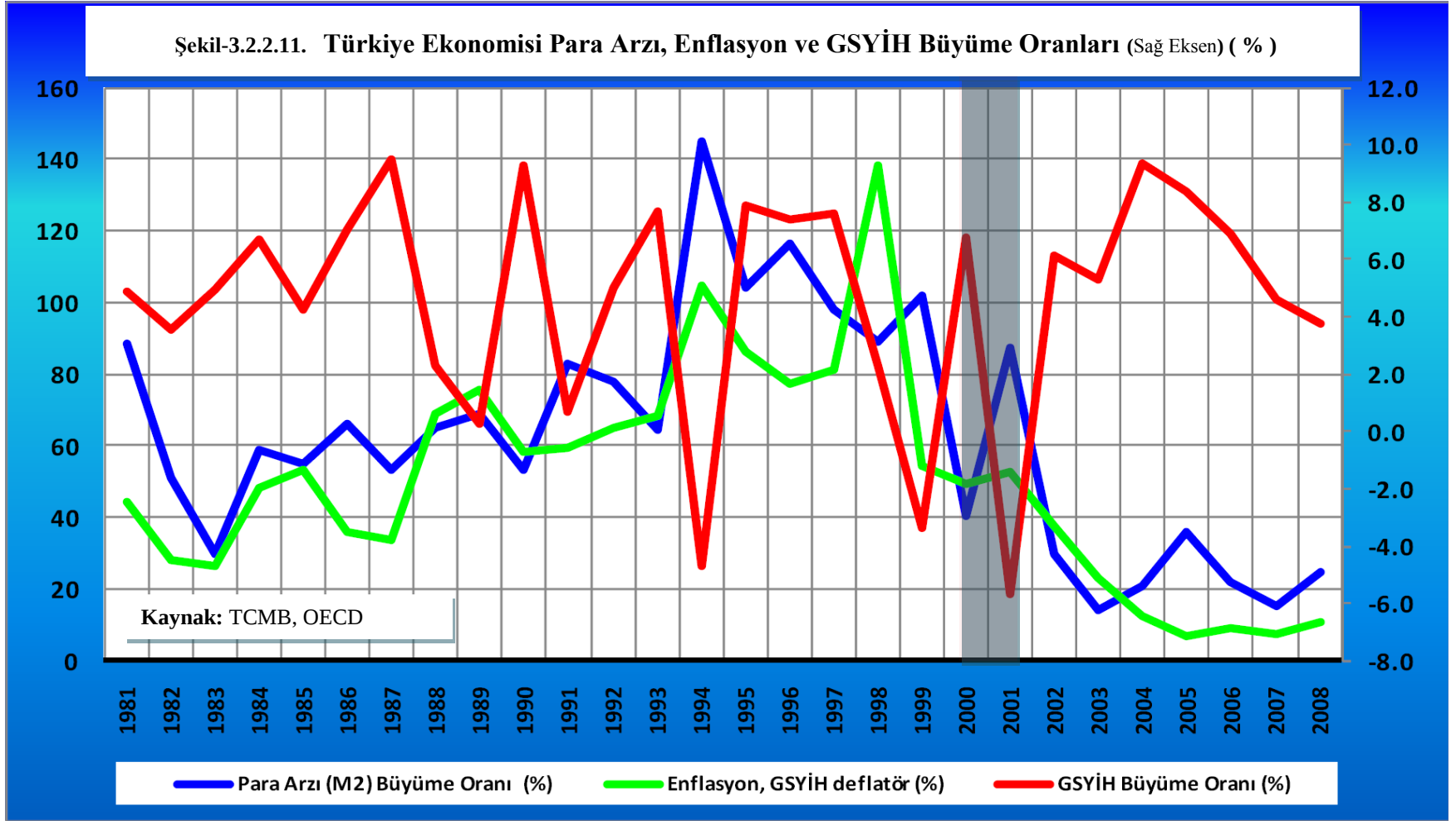


Şekil-3.2.2.9'da Türkiye ekonomisi kamu kesimi borçlanma yapısı verilmiştir. Buna göre, özellikle faiz ödemeleri ve toplam kamu kesimi borçlanma gereksiniminin GSYİH'ı oranı, banka batıkları, yükselen faiz oranları ve döviz kurları sebebiyle ciddi oranda artmıştır.

Şekil-3.2.2. 10. Türkiye Ekonomisi Yurt İçi Kredi Hacmi (%'de GSYİH)

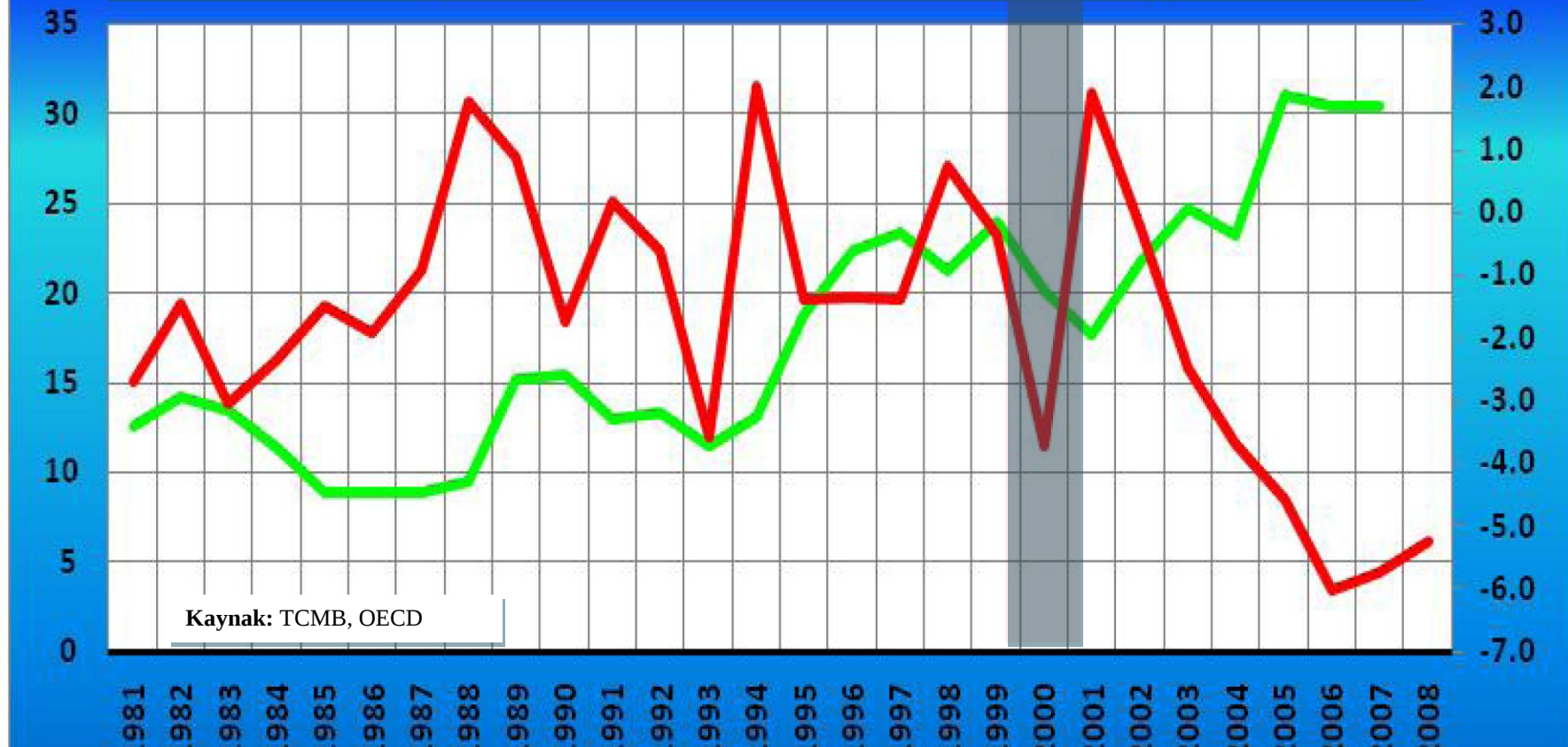


Şekil-3.2.2.10'da Türkiye ekonomisi yurt içi kredi hacmi verilmiştir. Buna göre, 2000-2001 krizi dönemlerinde özellikle, bankacılık sektörü yurtiçi kredi hacminde çok ciddi artışlar söz konusu olmuştur. Kur ve faizlerdeki başlangıçtaki olumlu seyir kredileri artırmaya karşın, enflasyondaki azalmamaya bağlı olarak beklentilerin bozulması kredilerin tekrar azalmasına yol açmıştır.



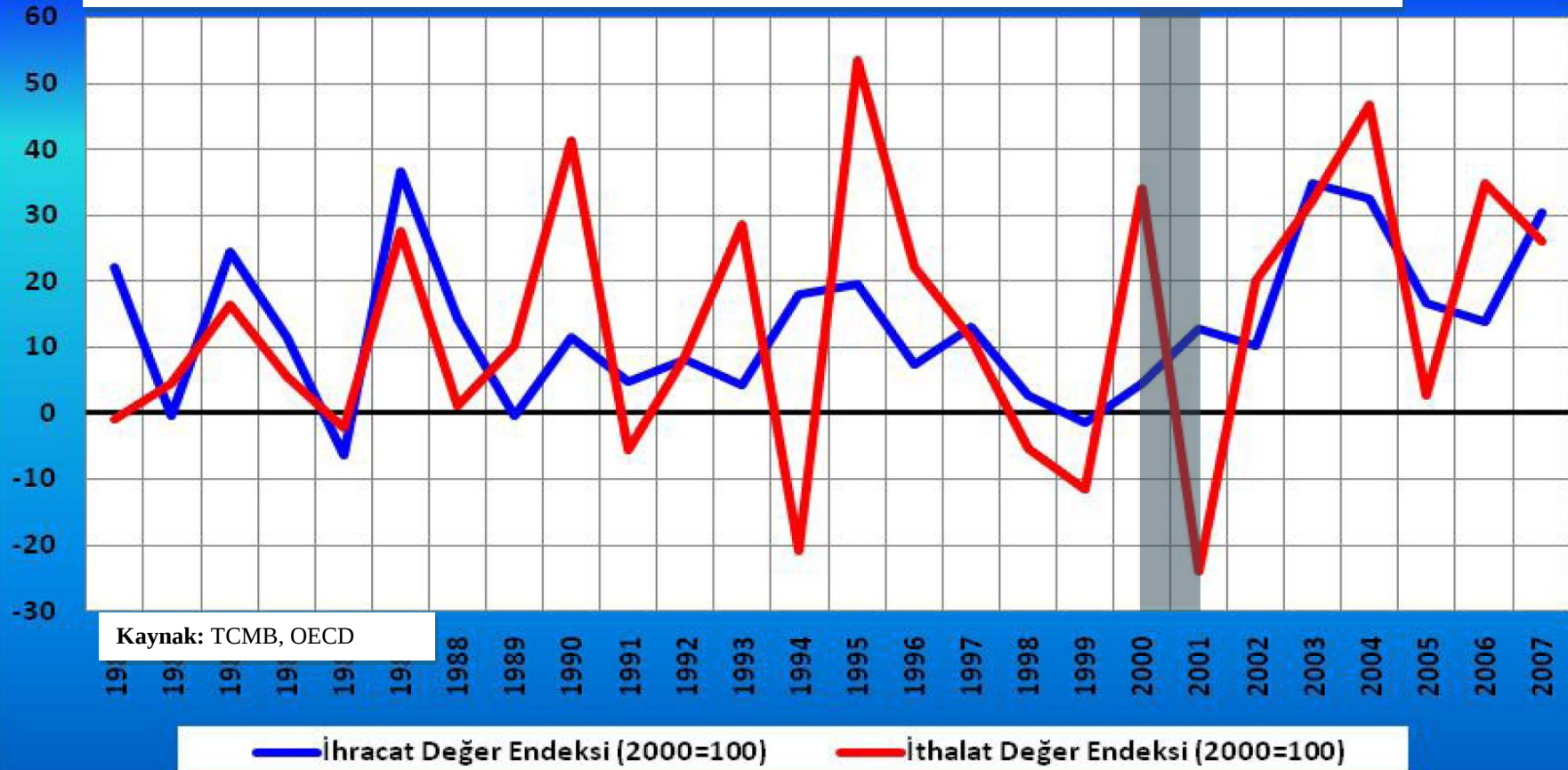
Şekil-3.2.2.11’de Türkiye ekonomisi para arzı, enflasyon ve GSYİH büyüme oranları verilmiştir. Buna göre, 1999 istikrar programıyla enflasyonda göreceli olarak bir azalma ortaya çıksa da arzulandığı ölçüde bu dönemde azalma görülmemiştir. Para arzında ise, yabancı sermaye girişlerine bağlı olarak geçici artışlar söz konusu olmuştur. Ancak GSYİH’ da %6’lara varan daralmalar görülmüştür.

Şekil-3.2.2. 12. Türkiye Ekonomisi Dış Borç Riski Göstergeleri (%)



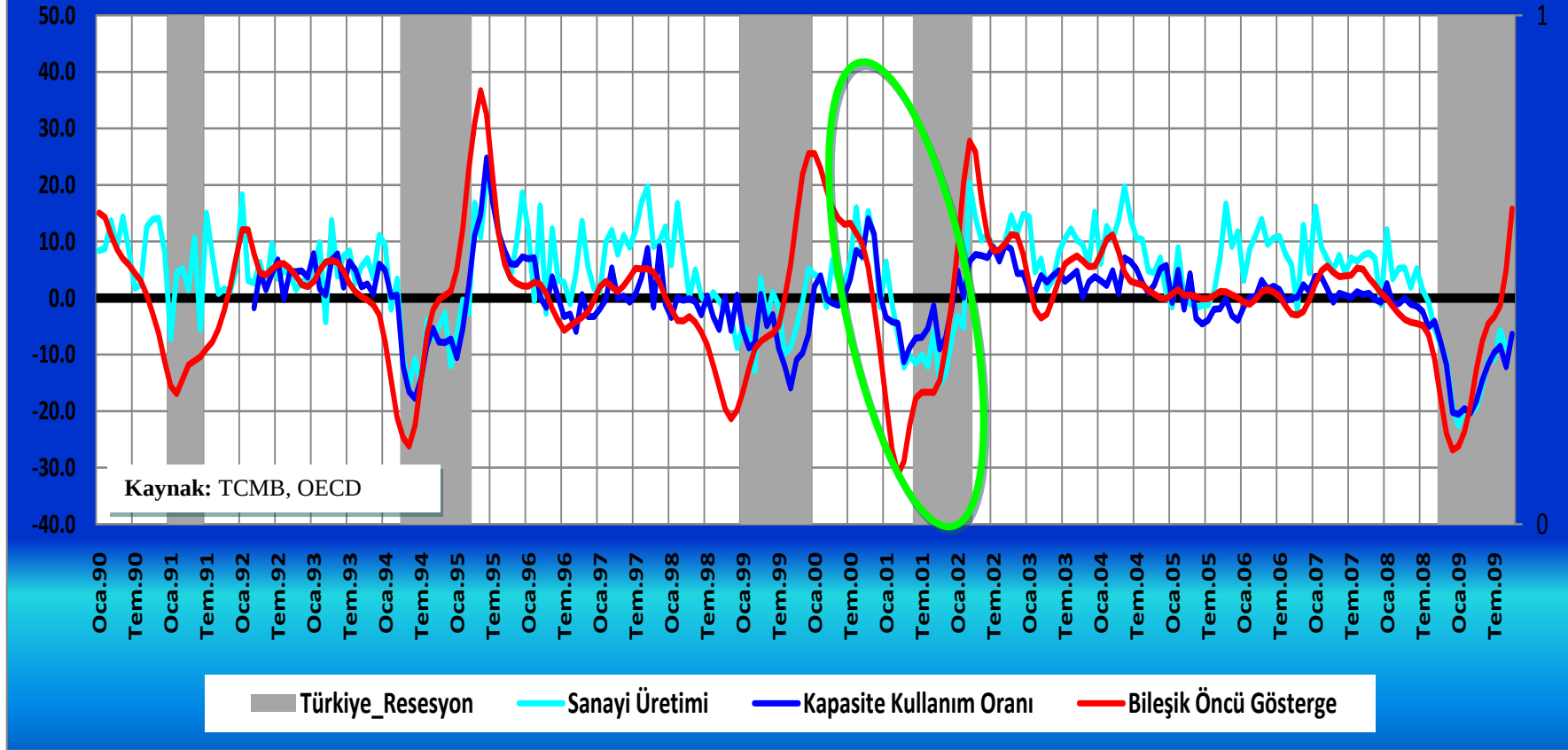
Şekil-3.2.2.12’de Türkiye ekonomisi dış borç riski göstergeleri verilmiştir. Buna göre, 2000-2001 krizi dönemlerinde cari işlemler açığında %4'lere varan bir artış söz konusu olmuştur. Rezervlerin dış borca olan oranında azalma, dış borcun, ihracata olan oranında ise artış söz konusu olmuştur. Bu dönemde dış borçlar açısından risklerin yükseldiğini gözlemliyoruz.

Şekil-3.2.2. 13. Türkiye Ekonomisi İhracat ve İthalat Değer Endeksleri (2000=100)

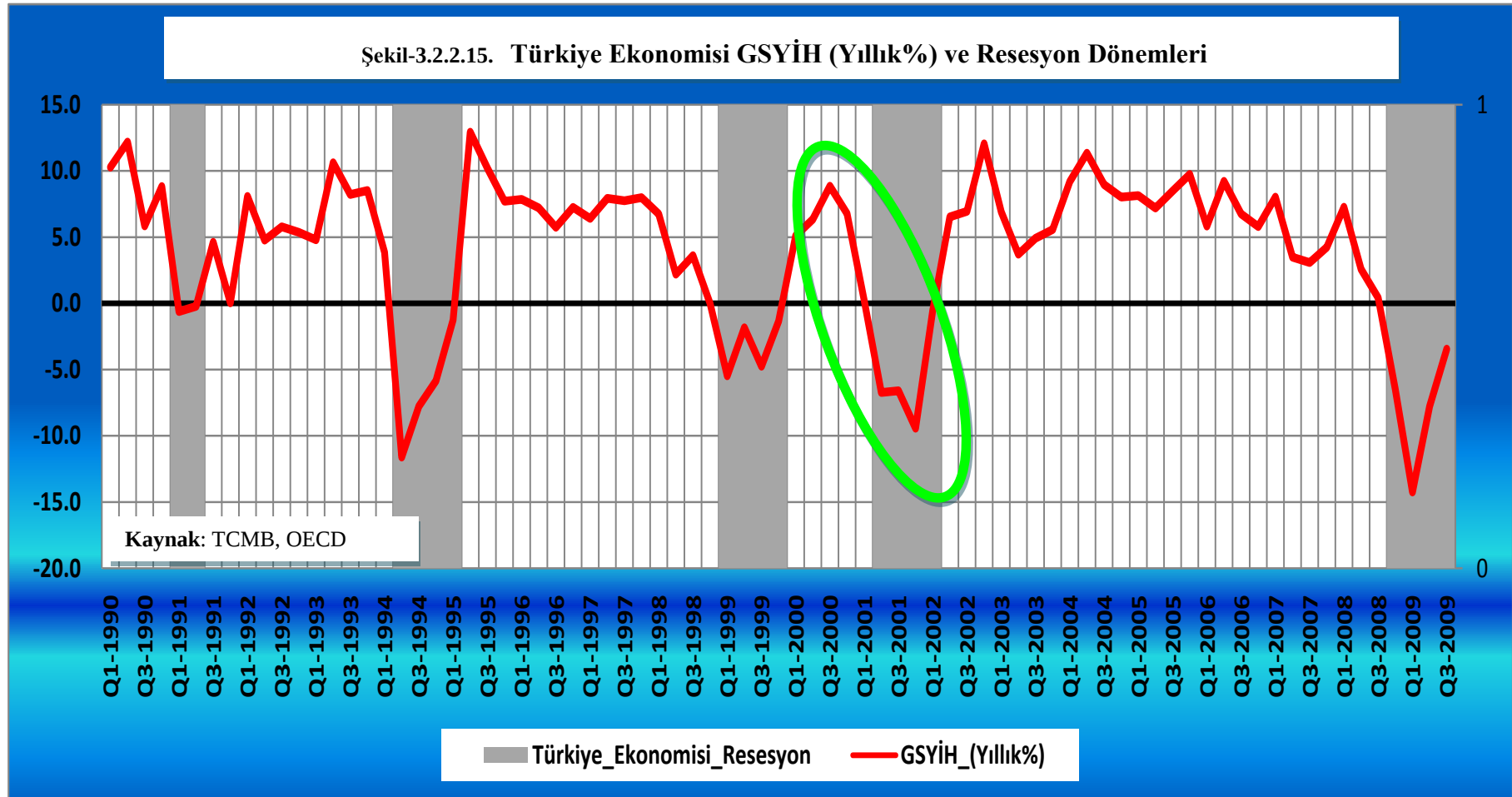


Şekil-3.2.2.13’de Türkiye ekonomisi ihracat ve ithalat değer endeksleri verilmiştir. Buna göre, 2000-2001 krizi dönemlerinde özellikle ithalat değer endeksi kurlardaki değer kaybı ve iç talebin zayıflamasına bağlı olarak azalma göstermiştir. İhracat değer endeksi ise kurlar ve dış talebe bağlı olarak değer kazanmıştır.

Şekil-3.2.2. 14. Türkiye Ekonomisi Üretim Göstergeleri (Yıllık%) ve Resesyon Dönemleri



Şekil-3.2.2.14’de Türkiye ekonomisi üretim göstergeleri ve resesyon dönemleri verilmiştir. Buna göre, 2000-2001 krizi dönemlerinde krizin etkisiyle artan finansman maliyetleri ve azalan iç talep sebebiyle sanayi üretiminde ve kapasite kullanım oranında %10’ları aşan daralmalarla karşılaşmıştır.



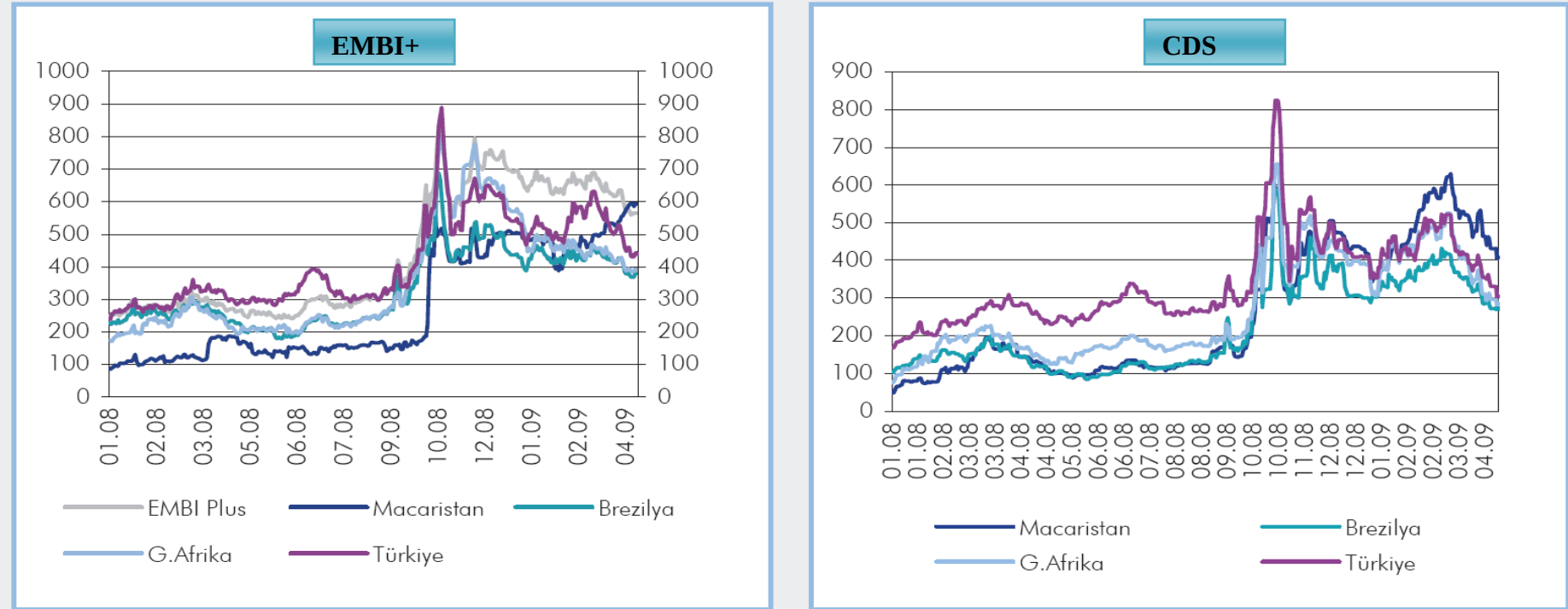
Şekil-3.2.2.15’de Türkiye ekonomisi GSYİH ve resesyon dönemleri verilmiştir. Buna göre, 2000-2001 krizi dönemlerinde GSYİH %10’lara varan çeyrek dönemlik daralmalara maruz kalmıştır.

3.2.3. 2008-2009 Küresel Krizinin Türkiye Ekonomisine Etkileri

ABD’de 2007 ortasından konut sektöründeki sorunlarla baş gösterip, 2008’in son çeyreğinde kendisini küresel çapta hissettiren ve 2009’un ilk çeyreğinde dip yaparak ikinci çeyrekte itibaren dipten dönüş sergileyen küresel iktisadi kriz tüm ülkeler için önemli ölçüde üretim ve refah kayıplarına sebebiyet vermiştir. Krizin yayılma mekanizması, küresel düzeyde beklentilerin, kredi mekanizmalarının ve talebin bozulmasına bağlı olarak, iflaslar, üretim ve istihdamda bozulmalar olarak kendisini göstermiştir. Türkiye ekonomisi de aynı mekanizmalardan etkilenerek, küresel krizden payına düşen üretim ve refah kaybını almıştır. Küresel finansal piyasalarda, 2008’in son çeyreğinde artan belirsizlik ve risk, beklentilerin bozulmasına yol açarak öncelikle, küresel iktisadi güveni olumsuz etkilemiştir. Devamında ortaya çıkan güven bunalımı, iktisadi birimlerin risk iştahlarını azaltarak, küresel likidite sıkışıklığına yol açmıştır. Dünya genelinde ülkeler ve merkez bankaları, güven ve likidite sorunlarını çözmek için genişleyici para politikaları uygulamaya koymaya çalışsalar da tek başına para politikaları beklenen sonucu verememiştir. Çünkü krizin zarar boyutundaki belirsizlik ve güven bunalımı, parasal aktarma mekanizmasının işleyişindeki etkinliği olumsuz etkileyerek, para politikasının etkinliğini azaltmıştır. Türkiye ekonomisinde krizin etkisi öncelikle, küresel finansal krizin yarattığı belirsizliğe bağlı güvensizlikle yurtdışı kredi mekanizmaları ve finans kanallarındaki tıkanıkla kendini göstermiştir. Türkiye’nin risk primi artarak kredi bulma iklimi olumsuz etkilenmiştir. Şekil-3.2.3.1’de seçilmiş gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye ülke risk primleri (EMBI+) ve kredi iflas takası (CDS) spreadlerin gelişimi verilmiştir. Buna göre 2008’in son çeyreğinde sıçrama gösteren endeks, 2009’un ikinci çeyreğiyle birlikte kriz öncesi değerine yaklaşmıştır. Şekil-3.2.3.2’de Türkiye ekonomisi için finansal stress endeks değerleri ve alt bileşenleri verilmiştir. Buna göre uluslararası finansal risklerinin artmasına bağlı olarak Türkiye ekonomisi için de özellikle döviz ve hisse senedi piyasalarında risk artmıştır. Diğer yandan volatilitenin artması da stress endeksini yükseltmiştir. Türkiye ekonomisi için bankacılık sektörü ve ülke kredi risklerinin düşük olması finansal stress endeksinin daha fazla yükselmesini engellemiştir.

Şekil-3.2.3. 1 Gelişmekte Olan Ülkeler Ve Türkiye Risk Primleri

Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Ülke Risk Primleri^{1,2} ve Kredi İflas Takası (CDS) Spreadleri³ Gelişimi (Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg

(1) Ülke risk primi, ilgili ülkenin EMBI+ endeksi ile ABD Hazine kağıtlarının getirileri arasındaki farktır.

(2) EMBI+ endeksi, gelişmekte olan 18 ülkenin Eurobond'larını, Brady tipi tahvillerini (Brady bonds) ve ikincil piyasası olan kredilerini (traded loans) içermektedir. EMBI+ endeksinde Brezilya'nın ağırlığı yüzde 22,49; Türkiye'nin yüzde 10,04 ve Güney Afrika'nın yüzde 1,82'dir. Ayrıca, her ülke için ayrı ayrı EMBI+ endeksi de hesaplanmaktadır.

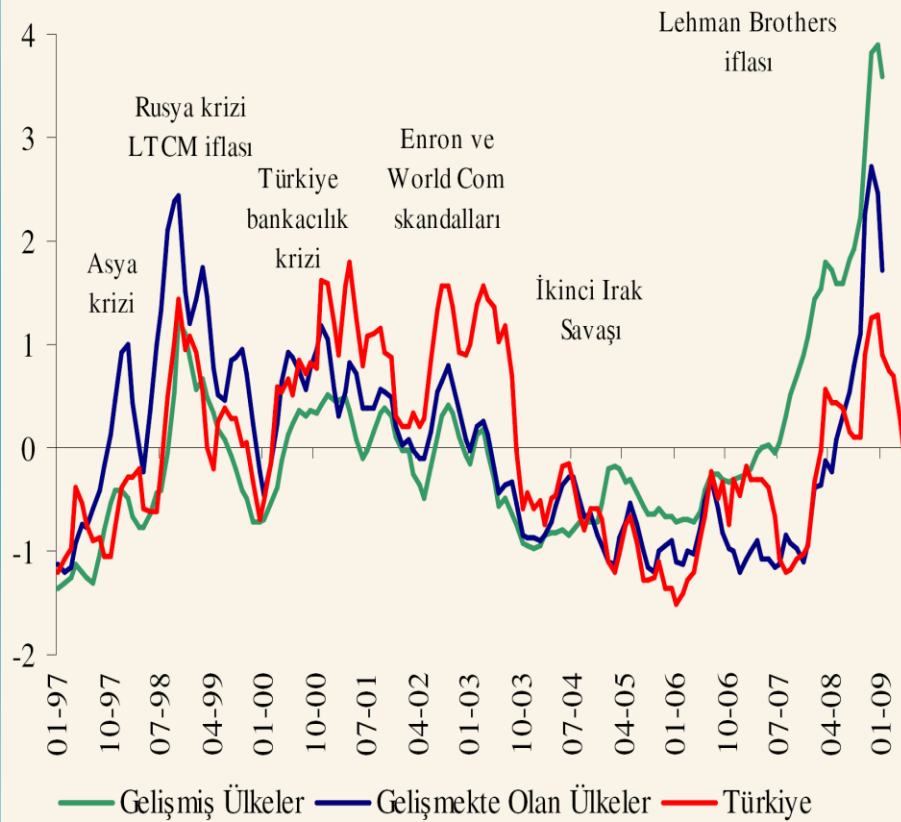
(3) 5 yıllık ABD doları cinsinden CDS sözleşmeleri referans alınmıştır.

Kaynak: TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Mayıs-2009 s.9

Şekil-3.2.3. 2 Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Finansal Stres Endeksleri

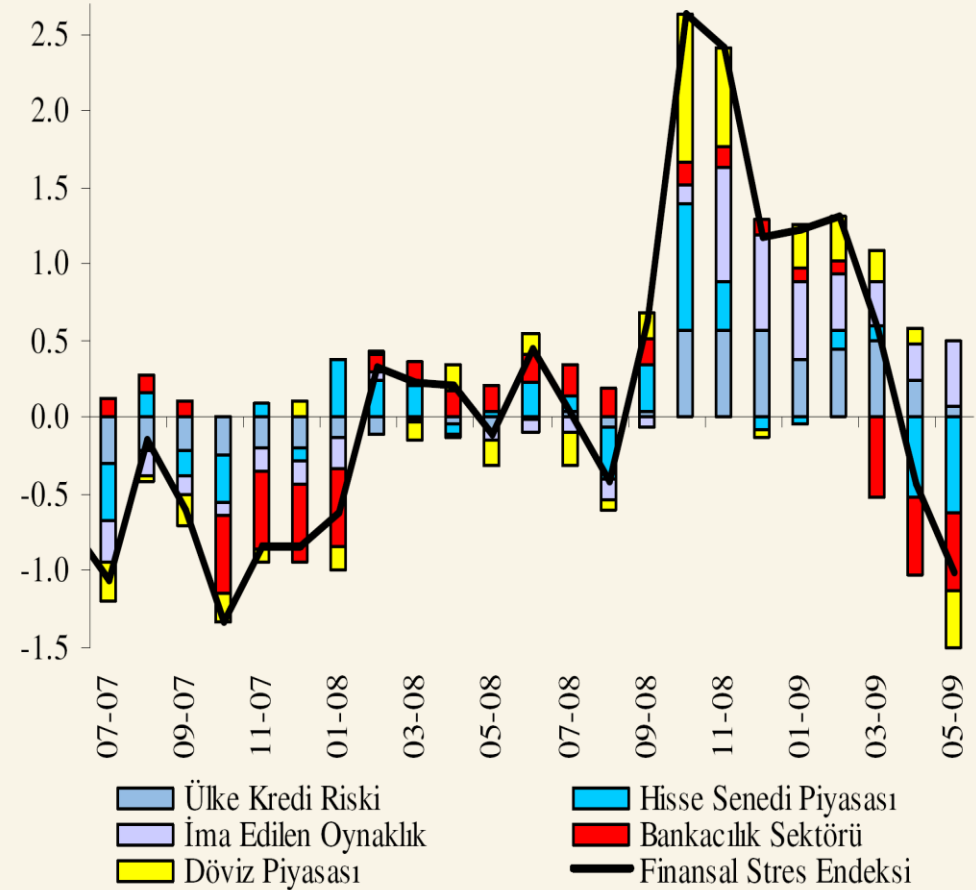
Finansal Stres Endeksleri*

(Ocak 1997 – Mayıs 2009)



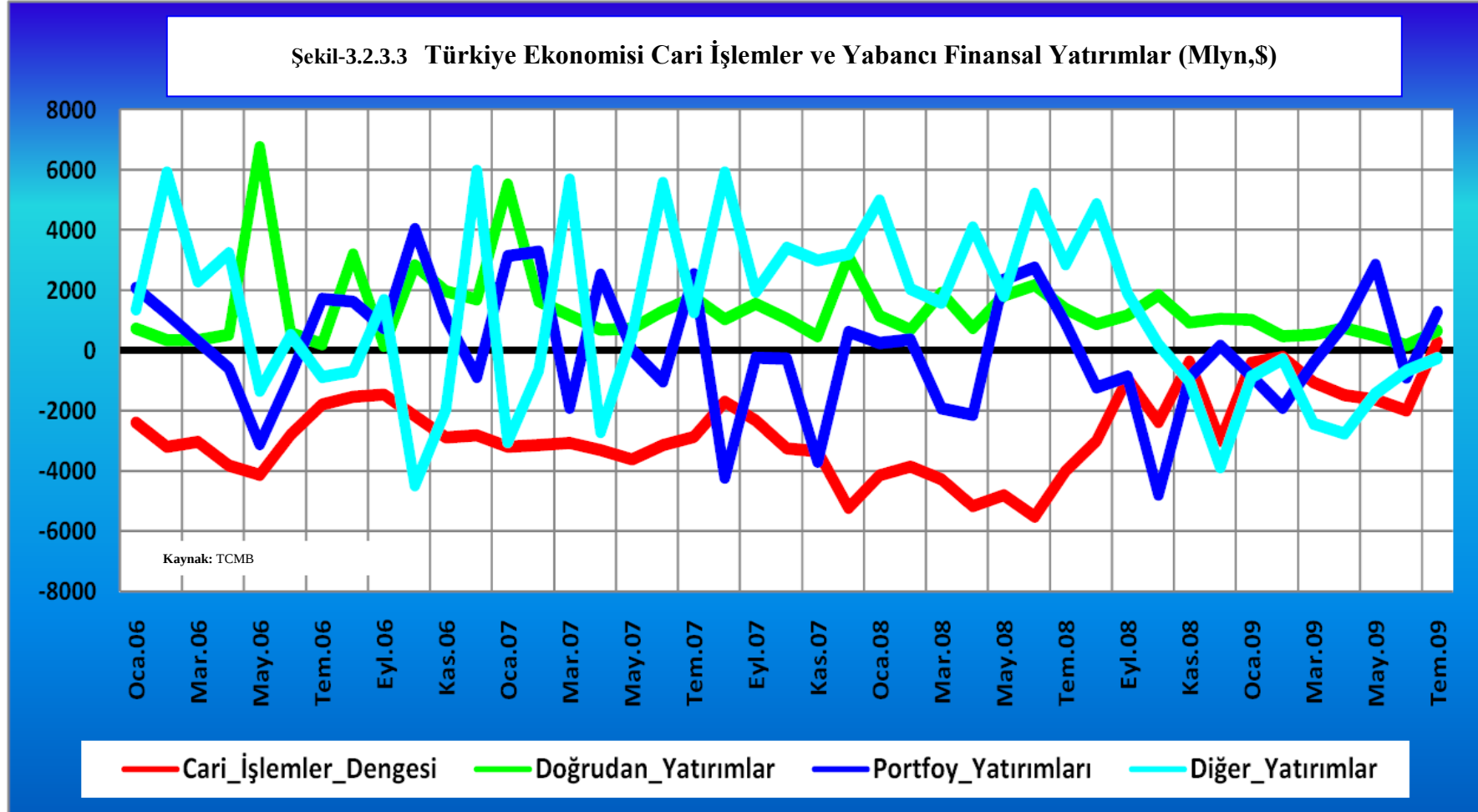
Finansal Stres Endeksi–Türkiye’nin Bileşenleri

(Temmuz 2007 – Mayıs 2009)



Kaynak: TCMB Sunumlar, www.tcmb.gov.tr, Erişim Tarihi: 07.04.2010

Şekil-3.2.3.3’de dış finansman kaynakları, sermaye hareketleri ve cari işlemler dengesi kalemleri verilmiştir. 2008’in üçüncü çeyreğinden itibaren başta portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olmak üzere, yurtdışından kaynaklanan sermaye akımında azalma söz konusu olmuştur.



Tablo-3.2.3.1’de Türkiye ekonomisi 2008/2009 krizinde cari işlemler dengesi kalemleri verilmiştir. Buna göre, küresel krizin Türkiye ekonomisinde yakından hissedildiği 2008’in son çeyreği ile birlikte cari işlemler açığında daralmalar baş göstermiştir. Dış talebin azalmasına paralel olarak ithalatın ve dış finansman imkanlarının daralması dış açık sorunun ciddi bir sıkıntıya yol açmadan yönetilmesini mümkün kılmıştır.

Tablo-3.2.3. 1 Türkiye Ekonomisi 2008/2009 Krizinde Cari İşlemler Dengesi Kalemleri (Mlyn\$)

	2007 Yıllık	2008 Yıllık	2007 IV	2008				2009 I
				I	II	III	IV	
Cari İşlemler Dengesi	-38.219	-41.525	-11.815	-12.294	-15.503	-7.940	-5.788	-1.420
a.Mal Ticareti Dengesi (FOB)	-46.677	-53.067	-12.845	-12.133	-16.738	-16.207	-7.989	-1.196
b.Hizmet Ticareti Dengesi	13.323	17.512	2.053	1.275	3.313	9.373	3.551	1.119
c.Gelir Dengesi	-7.108	-7.976	-1.662	-1.925	-2.496	-1.774	-1.781	-1.839
d.Cari Transfer Dengesi	2.243	2.006	639	489	418	668	431	496
Mal Ticaret Hacmi (FOB)	277.405	334.617	79.059	82.493	92.078	94.189	65.857	53.454
Oran ve Endeksler								
İhracat(FOB)/İthalat (CİF) (1)	64.5	65.2	64.4	64.3	64.0	66.0	66.8	73.1
Özel İmal. San.Birim Üc.En.(2)	127.5	137.7	143.0	135.1	137.1	152.0	126.9	107.4
İhracat Birim Değer End. (2003=100)	144.2	166.6	154.9	163.5	174.8	180.5	147.7	132.9
İthalat Birim Değer End. (2003=100)	147.8	177.4	159.8	169.7	185.7	192.0	162.3	141.6
Mal Tic.Den./Mal Tic.Hac.(1)	-16.8	-15.9	-16.2	-14.7	-18.2	-17.2	-12.1	-2.2
Hizmet Tic.Den./Mal Tic.H. (%)	4.8	5.2	2.6	1.5	3.6	10.0	5.4	2.1
Gelir Dengesi/Mal Tic.Ha.(%)	-2.6	-2.4	-2.1	-2.3	-2.7	-1.9	-2.7	-3.4

Kaynak: Yükseler, Z. (2009) “ Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler Ve Ödemeler Dengesi Uvumu” TCMB Çalışmalar, s.36

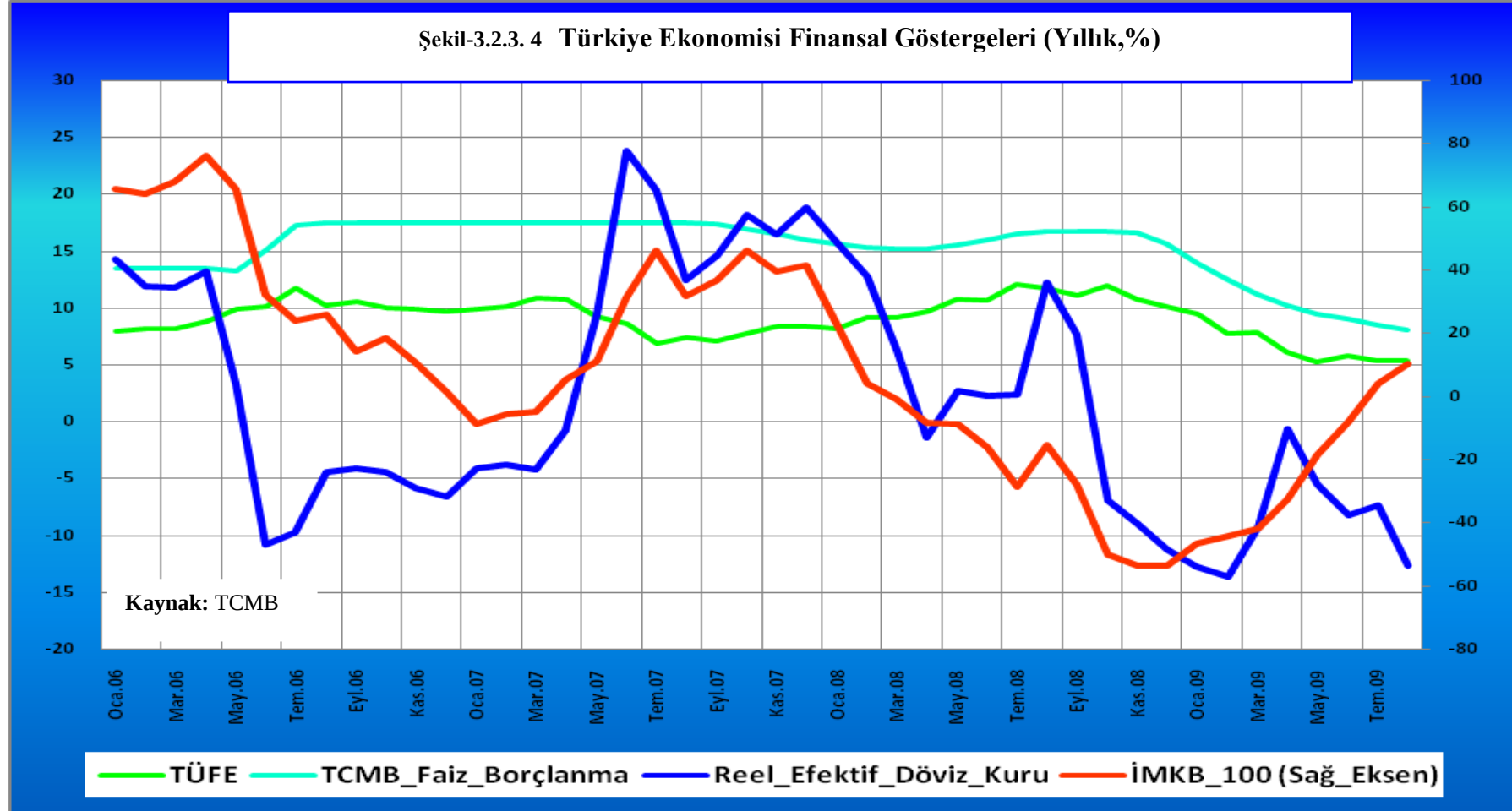
Tablo-3.2.3.2’de Türkiye ekonomisi 2008/2009 krizinde sermaye hareketleri, rezervler ve net-hata noksan kalemleri verilmiştir. Buna göre, küresel krizin hissedildiği 2008’in son çeyreği ve 2009’un ilk çeyreğinde bu kalemlerde bozulmalar ortaya çıkmasına rağmen daha önceki krizlerdeki gibi yönetilemeyen bir döviz krizi patlak vermemiştir.

Tablo-3.2.3. 2 Türkiye Ekonomisi 2008/2009 Krizinde Sermaye Hareketleri, Rezervler ve Net-Hata Noksan Kalemleri (Mlyn\$)

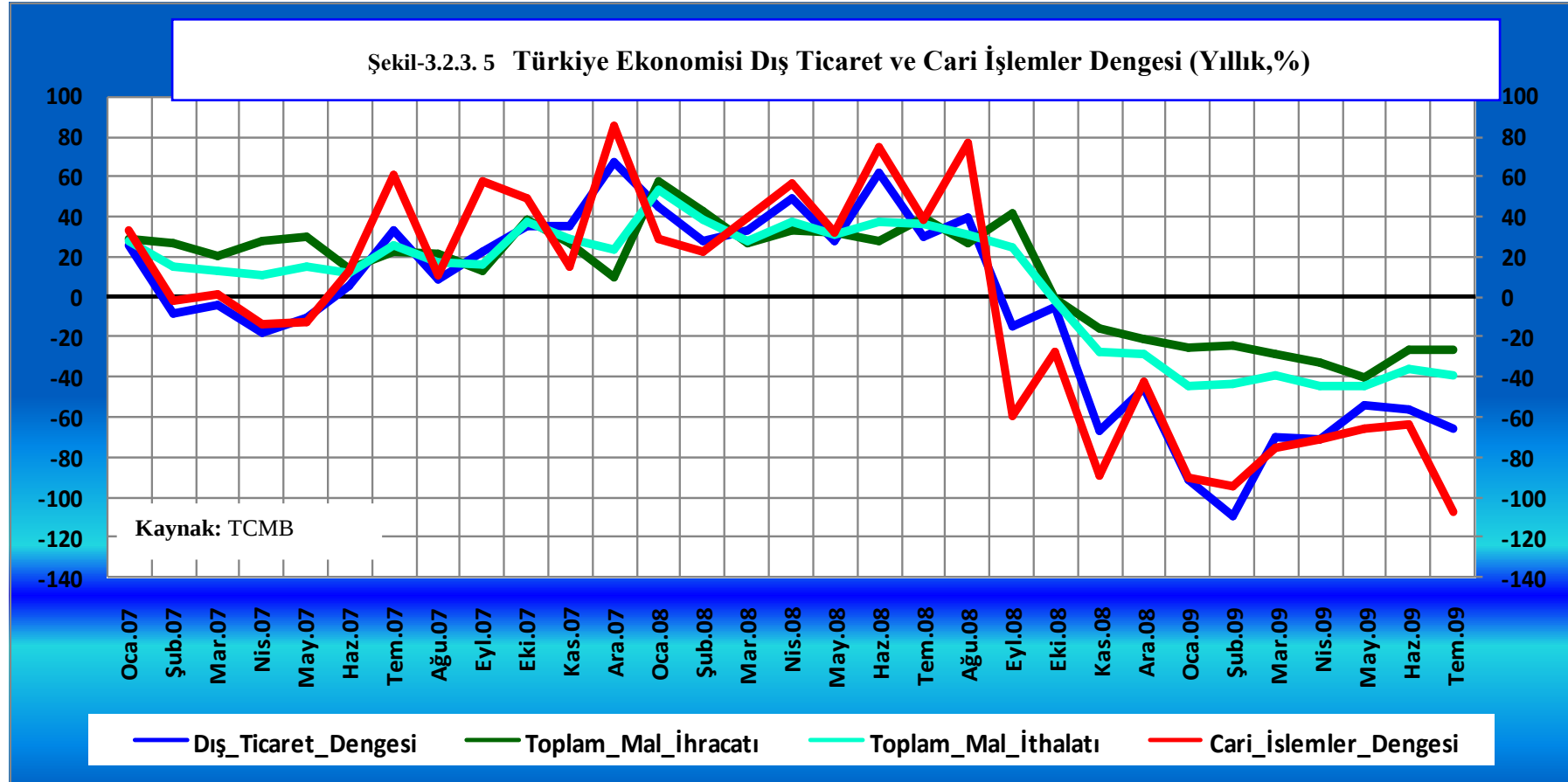
	2007 Yıllık	2008 Yıllık	2007 IV	2008				2009 I
				I	II	III	IV	
I.Sermaye Hareketleri Den.	48.185	45.060	11.361	11.232	28.359	13.021	-7.552	-6.291
1.Doğrudan Yatırımlar (Net)	19.940	15.613	4.634	3.500	4.679	3.411	4.023	1.895
2.Sıcak Para Akımı (Net)	-1.679	3.144	83	733	6.470	2.831	-6.890	-3.988
3.Krediler (Net)	32.962	25.485	7.029	8.562	17.036	7.882	-7.995	-3.049
a.Kamu (*)	-4.428	-462	-1.902	-2.167	2.912	635	-1.842	220
IMF Kredileri	-3.983	1.701	-720	-493	3.151	-415	-542	-680
b.Özel Sektör	37.390	25.947	8.931	10.729	14.124	7.247	-6.153	-3.269
Bankalar-Uzun Vade Kr	7.271	482	607	1.842	761	724	-2.845	-830
Diğer Sektör+Ticari Kr.	30.119	25.465	8.324	8.887	13.363	6.523	-3.308	-2.439
4.Diğer Varlık ve Yük. (Net)	-3.038	818	-385	-1.563	174	-1.103	3.310	-1.149
II.Rezervler(**)	-11.563	-7.992	-598	435	-8.729	-2.870	1.172	1.701
Resmi Rezervler	-8.032	1.057	-98	-59	-303	-3.834	5.253	1.182
Bankaların Döviz Varlıkları	-3.531	-9.049	-500	494	-6.426	964	-4.081	519
III. Net Hata ve Noksan	1.597	4.457	1.052	627	-6.127	-2.211	12.168	6.010
Yüzde Oranlar								
Ser.Har.Den/Top.Mal Tica. H.	17.4	13.5	14.4	13.6	30.8	13.8	-11.5	-11.8
Rezervler /Top.Mal Tica.Hc.	-4.2	-2.4	-0.8	0.5	-9.5	-3.0	1.8	3.2
Net Hata-Nok./T.Mal Tic. Hc.	0.6	1.3	1.3	0.8	-6.7	-2.3	18.5	11.2

Kaynak: Yükseler, Z. (2009) “ Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler Ve Ödemeler Dengesi Uvumu” TCMB Çalışmalar, s.43

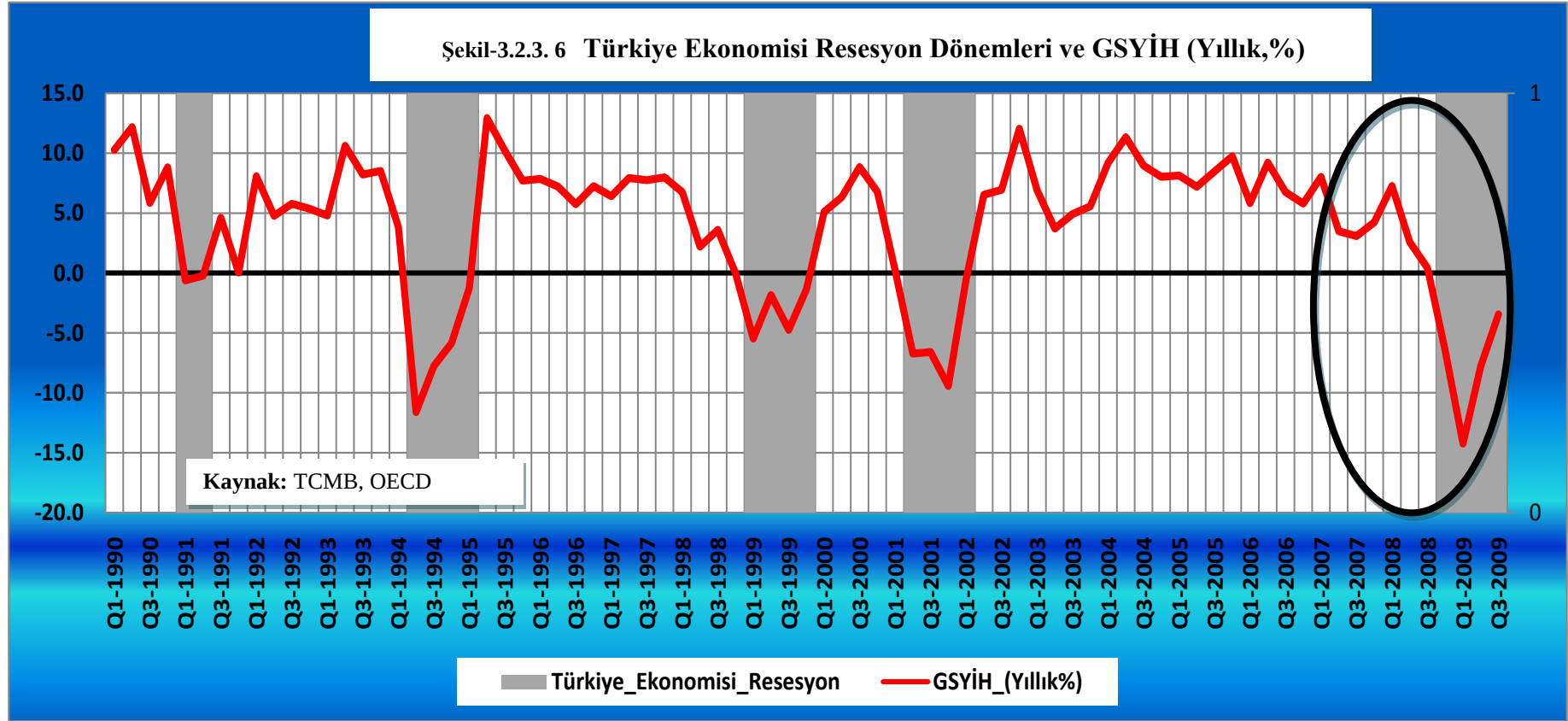
Şekil-3.2.3.4’de Türkiye ekonomisi finansal göstergeleri verilmiştir. Yabancı finansal sermaye yatırımlardaki çıkışlar, İMKB-100 ve reel efektif döviz kurunu azaltıcı yönde etkilemiştir. Talepte azalma, fiyatların, enflasyonun ve faizlerin azalmasına yol açmıştır.



Küresel krizin Türkiye ekonomisine en önemli etki kanallarından birisi azalan yurtdışı talebe bağlı olarak ihracatın ve ithalatın düşmesi ve buna bağlı olarak da dış ticaret ve cari işlemler açığının azalmasıdır. Şekil-3.2.3.5’de Türkiye ekonomisinde reel sektörün üretimini derinden etkileyen dış talepteki daralma görülmektedir.

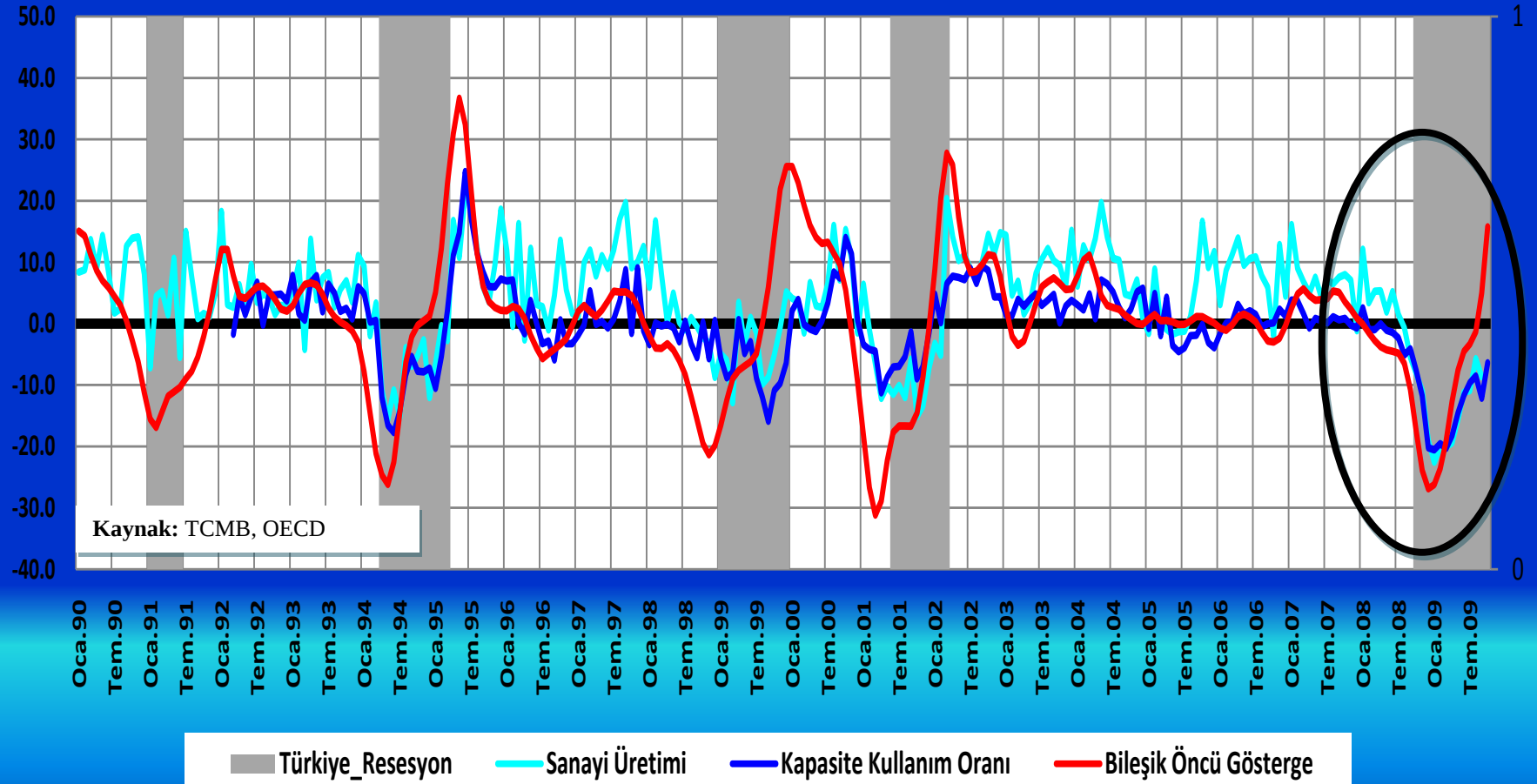


Şekil-3.2.3.6’de Türkiye ekonomisinde resesyon dönemleri ve GSYİH değerleri verilmiştir. 2009 yılında krizin etkisiyle GSYİH’da %15’lere varan daralma görülmüştür.

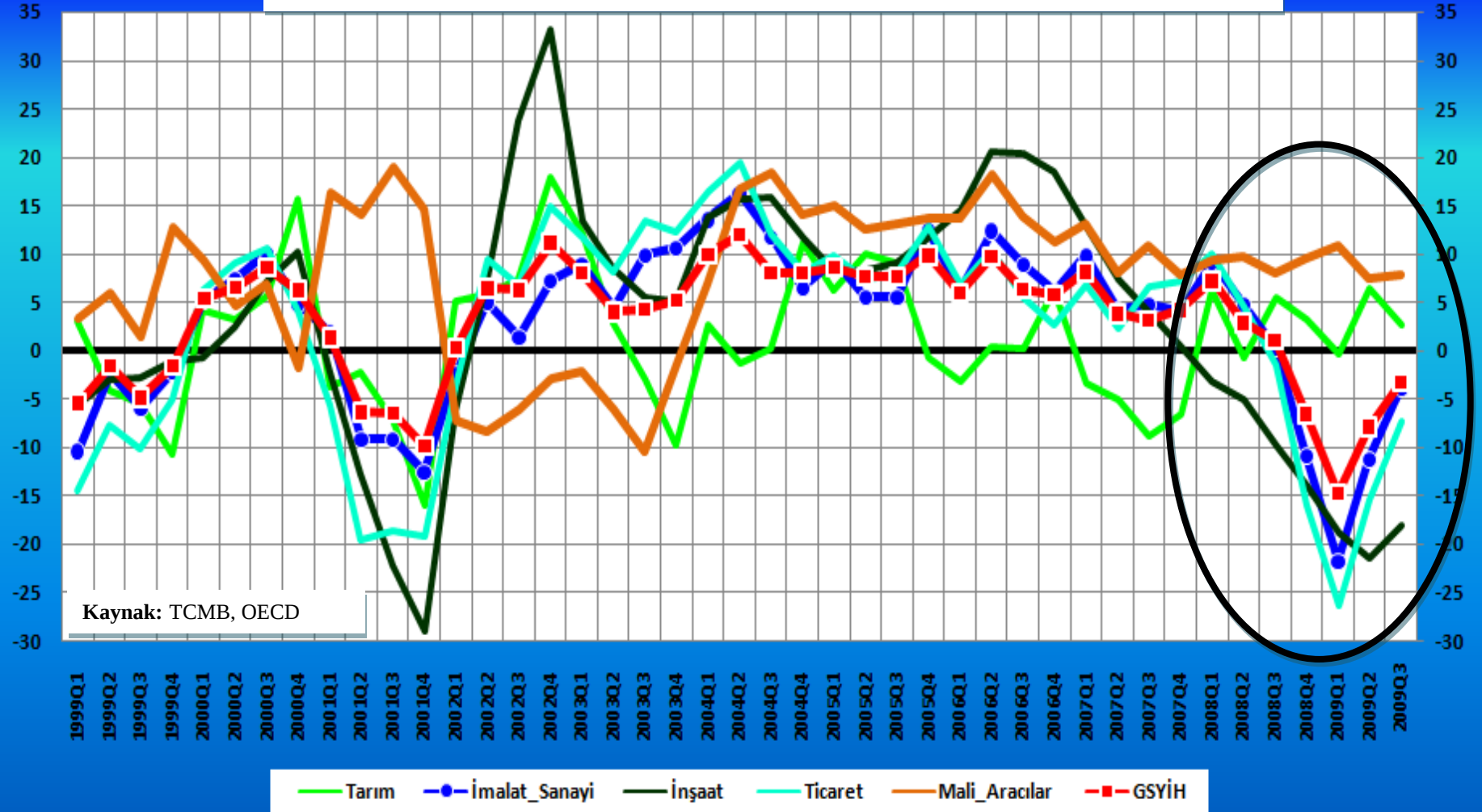


Şekil-3.2.3.7 ve Şekil-3.2.3.8’de Türkiye ekonomisinde resesyon dönemleri ve 2009 kriz yılı dönemindeki sanayi üretimindeki daralmaların boyutu verilmiştir.

Şekil-3.2.3. 7 Türkiye Ekonomisi Resesyon Dönemleri ve Kritik Göstergeler (Yıllık,%)



Şekil-3.2.3. 8 Türkiye Ekonomisi GSYİH ve Sektörel Kalemler (Yıllık,%)



3.2.4. Türkiye Ekonomisi 1990 Sonrası Krizlerinin Karşılaştırılması

Türkiye ekonomisi 1990 sonrası yaşadığı finansal krizleri temel göstergeler açısından karşılaştırmalı incelediğimizde aşağıdaki bulgulara ulaşmaktayız. Tablo-3.2.4.1’de Türkiye ekonomisinde 1990 sonrası seçilmiş kriz dönemlerinin zaman yapısı verilmiştir. Buna göre, 1994 krizi, Ocak-1994: Nisan-1995 dönemi arasında kendisini hissettirmiştir. Krize giden süreç ise 1993 yılından itibaren kendini göstermiştir.

Tablo-3.2.4. 1 Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Seçilmiş Kriz Dönemleri

	Krizin Başlangıç Tarihi	Krizin Bitiş Tarihi	Kriz Öncesi Dönem
1994 Krizi	Ocak 1994	Nisan 1995	Ocak-Aralık 1993
2001 Krizi	Ocak 2001	Mart 2002	Ocak-Aralık 2000
2008-2009 Global Kriz	Temmuz 2008	Devam ediyor.	Ocak-Haziran 2008

Kaynak: Yükseler, Z. (2009) “ Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler Ve Ödemeler Dengesi Uyumı” TCMB Çalışmalar, s.14

Tablo-3.2.4.2’de Türkiye ekonomisinde 1990 sonrası kriz dönemlerinde daralma yapısı verilmiştir. Buna göre, 1994 krizinde GSYİH %5,5’lik ve 2001’de %5,7’lik ve 2009’da ise tahminen %6’lık bir daralmayla karşılaşmıştır. Çeyrek dönemlik daralmalarda ise, krizin dip noktalarında %10’lara yaklaşan daralmalar görülmüştür. Diğer yandan Asya-Rusya 1997-1998 krizleri de Türkiye ekonomisini yaklaşık 4 çeyrek diğer krizlere nazaran küçük ölçekte de olsa negatif büyümeye maruz bırakmıştır. 2008-2009 küresel finansal krizi de Türkiye ekonomisini özellikle dış finansman ve ihracat açısından olumsuz etkilediği için daralmanın büyüklüğü önceki krizlerden yıllık bazda biraz daha yüksek olacağı tahmin edilmektedir.

Tablo-3.2.4. 2 Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Kriz Dönemlerinde Daralma Yapısı

	GSYİH Büyüme Hızı (Yıllık,%)	Küçülme Dönemi Sayısı (1)	Dönemler İtibarıyla Yıllık Büyüme Hızı			
			1.Çeyrek	2.Çeyrek	3.Çeyrek	4.Çeyrek
1982	3.6	1	-0.4	3.2	3.8	6.5
1988	2.1	1	10.1	4.3	1.5	-3.8
1989	0.3	2	-3.5	-2.1	2.1	3.3
1991	0.9	3	-0.9	-0.7	4.6	-1.4
1994	-5.5	3	4.3	-9.6	-6.1	-5.4
1995	7.2	1	-0.8	14.3	9.0	7.0
1999	-3.4	4	-5.4	-1.6	-4.8	-1.6
2001	-5.7	3	1.3	-6.4	-6.5	-9.9
2008	1.1	1	7.3	2.8	1.2	-6.2
2009	?	?	-13.8	?	?	?

Kaynak: Yükseler, Z. (2009) “ Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler Ve Ödemeler Dengesi Uyumı” TCMB Çalışmalar, s.13

Tablo-3.2.4.3’de Türkiye ekonomisinde 1990 sonrası kriz dönemlerinde ödemeler dengesi kalemleri verilmiştir. Buna göre, cari işlemler açığı ve mal ticaret dengesi tüm kriz dönemleri öncesinde, ciddi oranda yükselmiştir. Sıcak para akımları tüm kriz dönemlerinde ciddi oranda azalma göstermiştir. Rezervler de tüm kriz dönemleri öncesinde azalma göstermiştir.

Tablo-3.2.4. 3 Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Kriz Dönemlerinde Ödemeler Dengesi								
	Dönem	Birim	1994		2001		Global Kriz	
			Kriz Öncesi	Kriz Dönemi	Kriz Öncesi	Kriz Dönemi	Kriz Öncesi	Kriz Dönemi
Toplam Mal Ticaret Hacmi	6 Ay	Milyar \$	20.727	17.896	39.819	36.139	161.552	119.311
Toplam Mal Ticaret Hacmine Oranlar (Yüzde)								
Cari İşlemler Dengesi	6 Ay		-15.8	1.5	-14.0	2.4	-14.9	-6.0
Mal Ticareti Dengesi	6 Ay		-31.0	-14.4	-24.1	-5.9	-15.5	-7.7
Sermaye Hareketleri Den.(1)	6 Ay		21.7	-22.4	19.7	-10.7	14.0	-11.6
Sıcak Para Akımları (2)	6 Ay		6.6	-20.6	2.3	-18.4	0.5	-9.12
Rezervler (3)	6 Ay		-1.2	25.3	-4.5	11.6	-0.1	2.4
Kaynak: Yükseler, Z. (2009) “ Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler Ve Ödemeler Dengesi Uyumu” TCMB Çalışmalar, s.50								

Tablo-3.2.4.4’de Türkiye ekonomisinde 1990 sonrası seçilmiş kriz dönemlerinde reel ekonomik göstergeler verilmiştir. Buna göre, tüm kriz dönemlerinde üretim, istihdam ve dış ticaret kalemlerinde ciddi oranda daralmalar gözlemlenmiştir. 1994 ve 2001 krizleri Türkiye ekonomisine özgü krizler olmasına karşın 2008-2009 küresel kriz olması sebebiyle Türkiye ekonomisinde reel göstergeleri daha fazla olumsuz etkilemiştir.

Tablo-3.2.4. 4 Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Seçilmiş Kriz Dönemlerinde Reel Ekonomik Göstergeler								
	Dönem	Birim	1994		2001		Global Kriz	
			Kriz Öncesi	Kriz Dönemi	Kriz Öncesi	Kriz Dönemi	Kriz Öncesi	Kriz Dönemi
Sanayi Üretim Endeksi	10 Ay	1997=100 (1)	82.6	77.6	99.9	91.6	117.3	100.9
İmalat Sanayi Üretim End	10 Ay	1997=100 (1)	84.6	76.8	98.1	89.3	116.5	98.0
İmal.San.Kapasite Kul.Or	10 Ay	Yüzde	80.2	74.5	76.3	71.5	81.5	70.5
Genel İşsizlik Oranı (2)	Mart	Yüzde	8.7	8.8	8.3	8.5	11.0	15.8
Tarım Dışı İşsizlik Oranı (2)	Mart	Yüzde	14.2	15.0	11.7	11.9	13.4	18.9
İhracat (FOB) (3)	10 Ay	Milyon \$	11.040	13.420	27.190	31.550	69.960	66.630
İthalat (FOB) (3)	10 Ay	Milyon \$	26.790	18.940	48.250	34.970	94.140	75.980
Kaynak: Yükseler, Z. (2009) “ Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler Ve Ödemeler Dengesi Uyumu” TCMB Çalışmalar, s.48								

Tablo-3.2.4.5’de Türkiye ekonomisinde 1990 sonrası seçilmiş kriz dönemlerinde nominal ekonomik göstergeler verilmiştir. Buna göre, tüm kriz dönemlerinde döviz kuru sepetinde artış gözlemlenmiştir. 1994 krizi harici diğer krizlerde İMKB-100’de önemli düşüşler gözlemlenmiştir. 2008-2009 krizi hariç önceki krizlerde faiz

oranlarında çok ciddi sıçramalar gözlemlenmiştir. 2008-2009 krizi hariç önceki krizlerde, enflasyon da artışlar gözlemlenmiştir. Tüm kriz dönemlerinde ihracat değer endekslerinde azalma gözlemlenmiştir. 2008-2009 krizi hariç önceki krizlerde bütçe açığı azalırken, son küresel krizde maliye politikalarının uygulanması bütçe açığını artırmıştır.

Tablo-3.2.4. 5 Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Seçilmiş Kriz Dönemlerinde Nominal Ekonomik Göstergeler

	Dönem	Birim	1994		2001		Global Kriz	
			Kriz Öncesi	Kriz Dönemi	Kriz Öncesi	Kriz Dönemi	Kriz Öncesi	Kriz Dönemi
TÜFE	11 ay	Yüzde	69.6	119.7	43.8	67.3	10.7	5.2
Döviz Kuru Sepeti (1\$+1 Euro)	11 Ay	TL.(1)	0.0234	0.0641	1.1899	2.2720	3.0354	3.5215
İhracat Birim Değer Endeksi	10 Ay	2003=100	110	105	93	91	158	148
İthalat Birim Değer Endeksi	10 Ay	2003=100	89	93	90	91	163	158
İMKB Endeksi (1986=1)	11 Ay	1986=1	104	206	14.463	10.078	48.029	30.780
DİBS Bileşik Faiz Oranı	11 Ay	Yüzde	87.4	163.0	37.9	100.7	17.6	17.7
Vergi/Faiz Dışı Harcama Or.	11 Ay	Yüzde	73.4	102.6	109.7	108.7	103.5	85.7
Bütçe Açığı/Bütçe Geliri Or.	11 Ay	Yüzde	31.8	8.2	56.5	54.2	5.4	13.1

Kaynak: Yükseler, Z. (2009) “ Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler Ve Ödemeler Dengesi Uyumunu” TCMB Çalışmalar. s.49

Tablo-3.2.4. 6 Türkiye Ekonomisinde Seçilmiş Kriz Dönemlerinde Temel Ekonomik Göstergeler

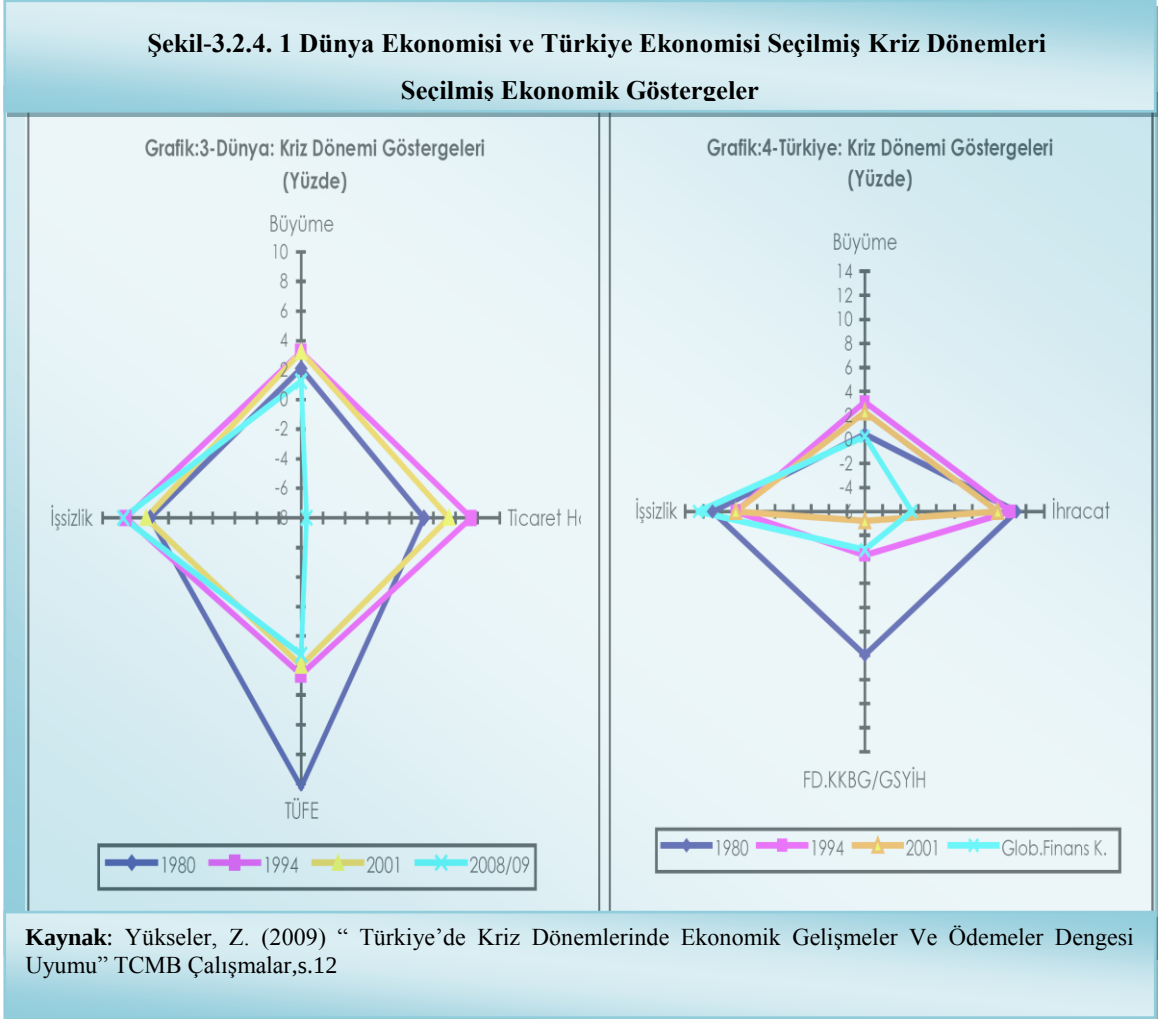
	1980 Krizi			1994 Krizi		
	1979	1980	1981	1993	1994	1995
1.GSMH Büyüme Hızı (1)	-0.5	-2.8	4.8	8.1	-6.1	8.0
2.GSMH Deflatörü (1)	75.6	89.6	44.3	67.4	107.3	87.2
3.TÜFE (2)						
-Yıl Sonu	---	---	25.6	71.1	125.5	76.0
-Yıllık Ortalama	63.9	107.2	37.6	66.1	106.3	89.1
4.İşsizlik Oranı	9.7	11.6	11.6	8.9	8.6	7.6
5.Cari İşlem Dengesi/GSMH	-1.8	-4.9	-2.6	-3.5	2.0	-1.4
6.İhracat (3)	-13.0	12.0	40.0	7.7	15.2	8.0
7.İthalat (3)	-4.0	28.0	5.0	35.8	-21.9	29.6
8.KKBG/GSMH (4)						
-Toplam	7.2	8.8	4.0	10.2	6.2	5.0
-Faiz Dışı	6.6	8.2	3.0	2.0	-4.6	-4.5
	2001 Krizi			Global Finansal Kriz (5)		
	2000	2001	2002	2008 T	2009 P	2010 P
1.GSYİH Büyüme Hızı (1)	6.8	-5.7	6.2	1.1	-3.6	3.3
2.GSYİH Deflatörü (1)	49.2	52.9	37.4	11.5	5.5	5.0
3.TÜFE						
-Yıl Sonu	39.0	68.5	29.7	10.1	6.0	6.5
-Yıllık Ortalama	54.9	54.4	45.0	10.4	7.1	6.5
4.İşsizlik Oranı	6.5	8.4	10.3	10.3	13.5	13.9
5.Cari İşlem Dengesi/GSYİH	-3.7	1.7	-0.6	-5.7	-1.9	-3.0
6.İhracat (3)	16.0	3.9	6.9	2.6	-10.9	6.9
7.İthalat (3)	21.8	-24.8	20.9	-3.1	-15.5	7.9
8.KKBG/GSYİH (4)						
-Toplam	8.9	12.1	10.0	1.5	4.6	3.2
-Faiz Dışı	-4.3	-5.9	-5.5	-4.1	-1.7	-2.6

Kaynak: DPT, Yıllık Programlar, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2006), 2008 Yılı Katılım Öncesi Ekonomik Program; ve IMF World Economic Outlook, April 2009.

Kaynak: Yükseler, Z. (2009) “ Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler Ve Ödemeler Dengesi Uyumunu” TCMB Çalışmalar, s.11

Tablo-3.2.4.6’da Türkiye ekonomisinde seçilmiş kriz dönemlerinde temel ekonomik göstergeler verilmiştir. Buna göre, 1994, 2001 ve 2009 (tahmin) dönemlerinde

GSYİH'daki daralma yaklaşık %6 civarında ortaya çıkmıştır. 1990 sonrası tüm krizlerde cari işlemler açığı kriz öncesi yüksek iken krizle birlikte azalmıştır. 1994 ve 2001 krizlerinde kamu kesimi borçlanma gereği kriz öncesi yüksek iken krizle birlikte azalmıştır. 1994 hariç diğer krizlerde işsizlik oranında artış gözlemlenmiştir. 2009 küresel kriz haricinde diğer krizlerde enflasyon artmıştır.



Şekil-3.2.4.1’de ve Tablo-3.2.4.7’de dünya ekonomisi ve Türkiye ekonomisi seçilmiş kriz dönemleri seçilmiş ekonomik göstergeler verilmiştir. Buna göre, 1994 ve 2001 krizlerinde doğal olarak Türkiye ekonomisi daha çok etkilenirken, 2009 küresel krizinden hem Türkiye hem de dünya ekonomisi önemli ölçüde etkilenmiştir. Özellikle son global finansal krizde dünya hasılası, 1980 sonrası krizler içinde ilk defa negatif değerleri görmüştür.

Tablo-3.2.4. 7 Dünya Ekonomisi Seçilmiş Kriz Dönemleri Ekonomik Göstergeler

	1980 Krizi			1994 Krizi		
	1979	1980	1981	1993	1994	1995
1. Dünya Hasılası	...	...	...	2.4	3.7	3.7
-Sanayileşmiş Ülkeler	3.5	1.3	1.6	0.8	2.8	2.5
- Gelişmekte Olan Ülkeler	4.8	3.5	1.2	6.2	6.4	6.9
2. Dünya Ticaret Hacmi (1)	7.0	1.5	1.0	3.8	9.0	9.5
-Sanayileşmiş Ülkeler İthalatı	8.6	-1.5	-1.9	0.8	9.1	8.9
- Gelişmekte Olan Ül.İthalatı	5.2	8.1	7.2	8.9	9.0	11.4
3. Tüketici Fiyatları						
-Sanayileşmiş Ülkeler	9.0	11.7	9.9	2.9	2.3	2.5
- Gelişmekte Olan Ülkeler	21.6	27.7	27.1	42.5	48.0	22.7
4. İşsizlik Oranları (2)						
-Sanayileşmiş Ülkeler	5.0	5.6	6.5	8.2	8.1	7.3
	2001 Krizi			Global Finansal Kriz (3)		
	2000	2001	2002	2008 T	2009 P	2010 P
1. Dünya Hasılası	4.7	2.2	2.8	3.2	-1.3	1.9
-Sanayileşmiş Ülkeler	3.8	1.2	1.6	0.9	-3.8	0.0
- Gelişmekte Olan Ülkeler	5.7	3.8	4.8	6.1	1.6	4.0
2. Dünya Ticaret Hacmi (2)	12.8	0.3	3.5	3.3	-11.0	0.6
-Sanayileşmiş Ülkeler İthalatı	11.8	-1.2	3.1	0.4	-12.1	0.6
- Gelişmekte Olan Ül.İthalatı	15.9	2.8	6.3	10.9	-8.8	0.6
3. Tüketici Fiyatları						

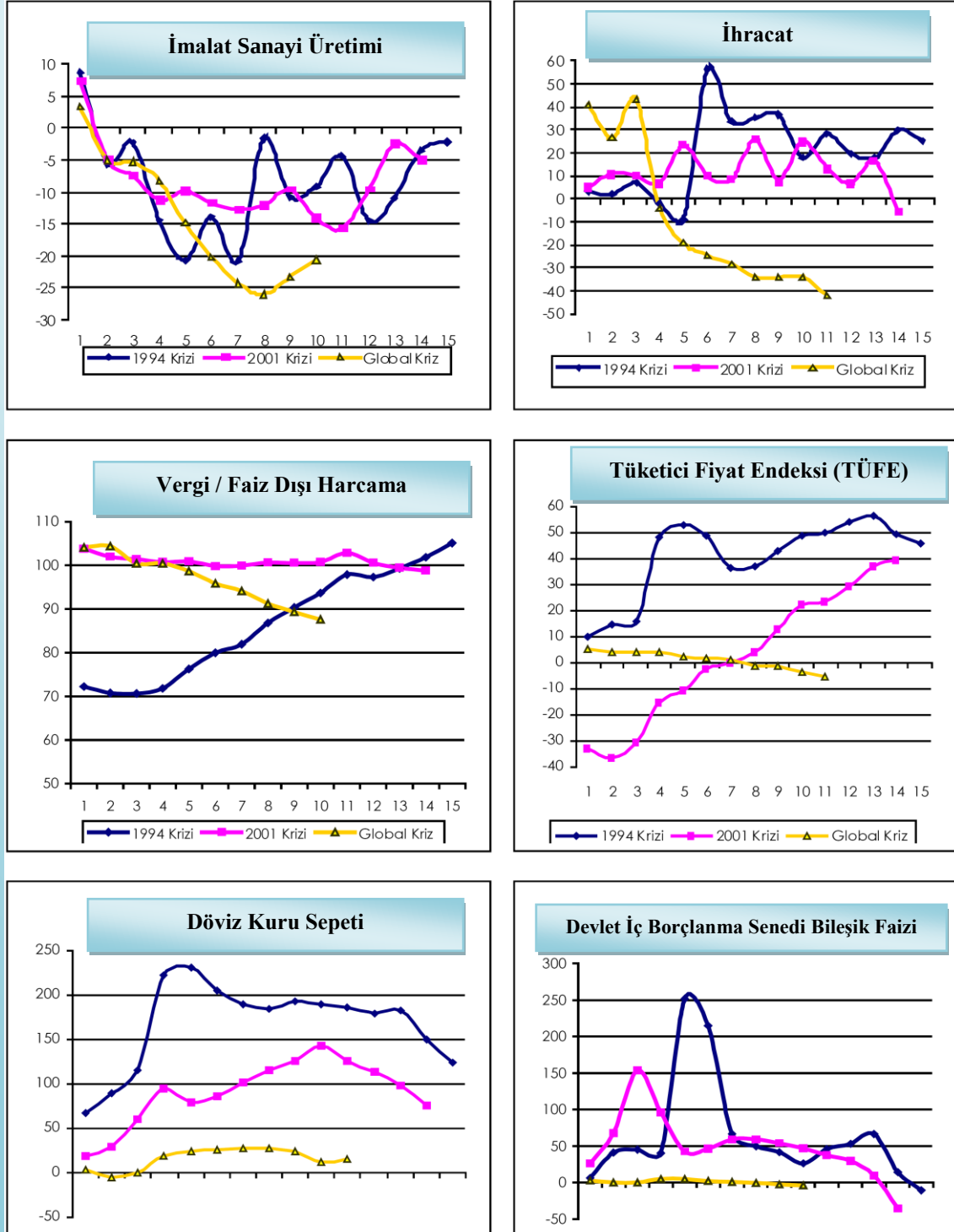
Kaynak: Yükseler, Z. (2009) “ Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler Ve Ödemeler Dengesi Uyumı” TCMB Çalışmalar, s.7

Şekil-3.2.4.2’de Türkiye ekonomisi seçilmiş kriz dönemleri ekonomik göstergeler verilmiştir. Buna göre, üretim ve ihracat açısından en olumsuz kriz 2008-2009 küresel krizi olmuştur. Enflasyon, kur ve faiz açısından en az olumsuzluğun olduğu kriz de 2009 küresel krizi olmuştur. Kamu kesimi finansman dengesi açığı 2009 küresel krizinde artarken diğer krizlerde azalmıştır.

Şekil-3.2.4.3’de Türkiye ekonomisi seçilmiş kriz dönemleri ve ekonomik göstergeler verilmiştir. Buna göre, cari işlemler dengesi ve diğer ödemeler dengesi kalemleri (hizmet ve cari transfer dengesi hariç) 1994 ve 2001 krizlerinde 2009 küresel krizine göre büyüklük ve toparlanma açısından daha az negatiflik barındırmaktadır. Ücretler açısından en ağır krizi 2001 krizi olarak görülmektedir.

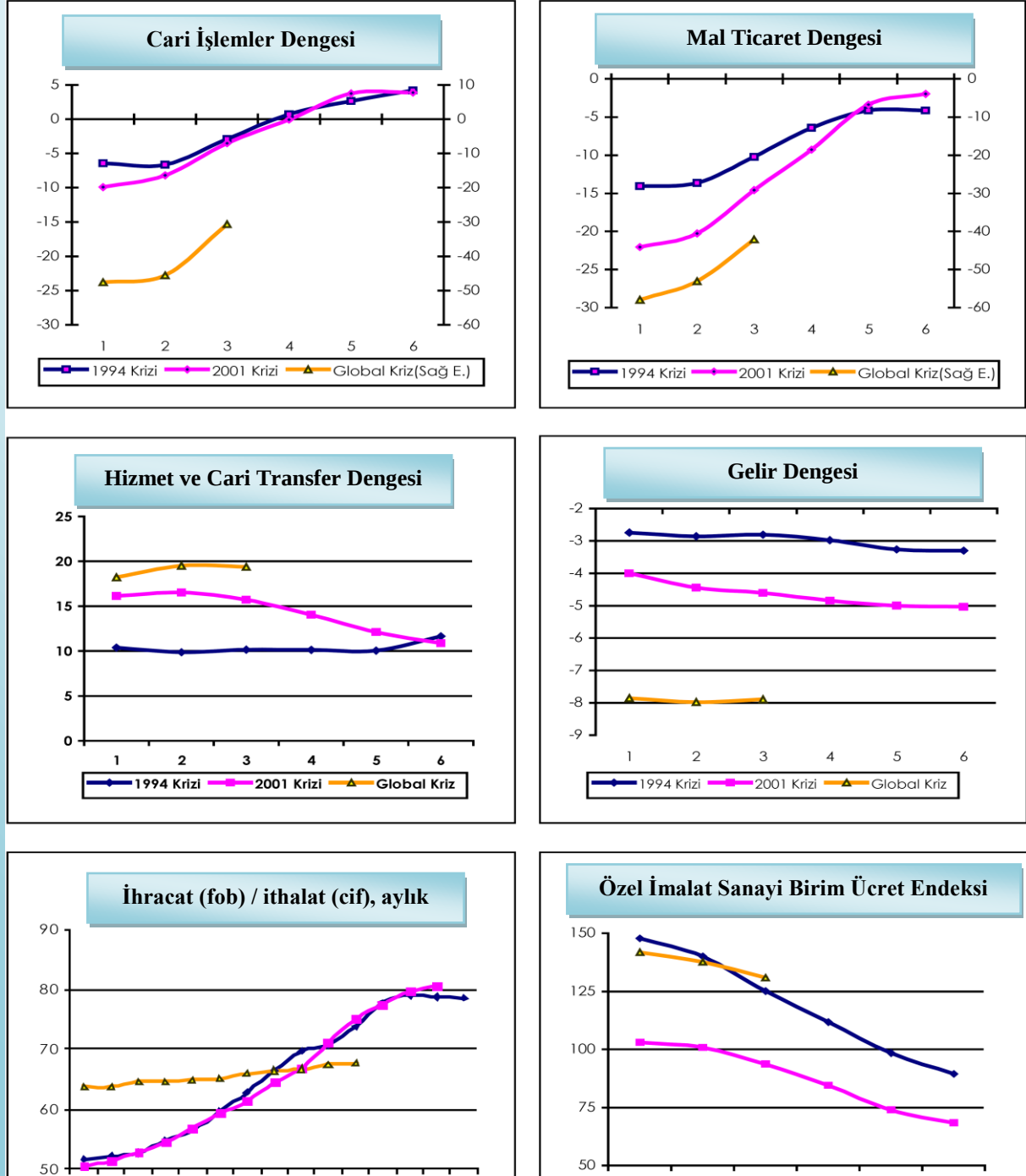
Şekil-3.2.4.4’de Türkiye ekonomisi seçilmiş kriz dönemleri ve ekonomik göstergeler verilmiştir. Buna göre, sermaye hareketleri, sıcak para akımı, özel sektör kredi kullanımı açısından ve net hata noksan açısından en negatif özellikleri barındıran kriz 2000-2001 krizidir. Son küresel kriz de sermaye akımları diğer krizlere göre daha ılımlı olumsuzluk sergilemiştir.

Şekil-3.2.4.2 Türkiye Ekonomisi Seçilmiş Kriz Dönemleri Ekonomik Göstergeler (Yıllık %)



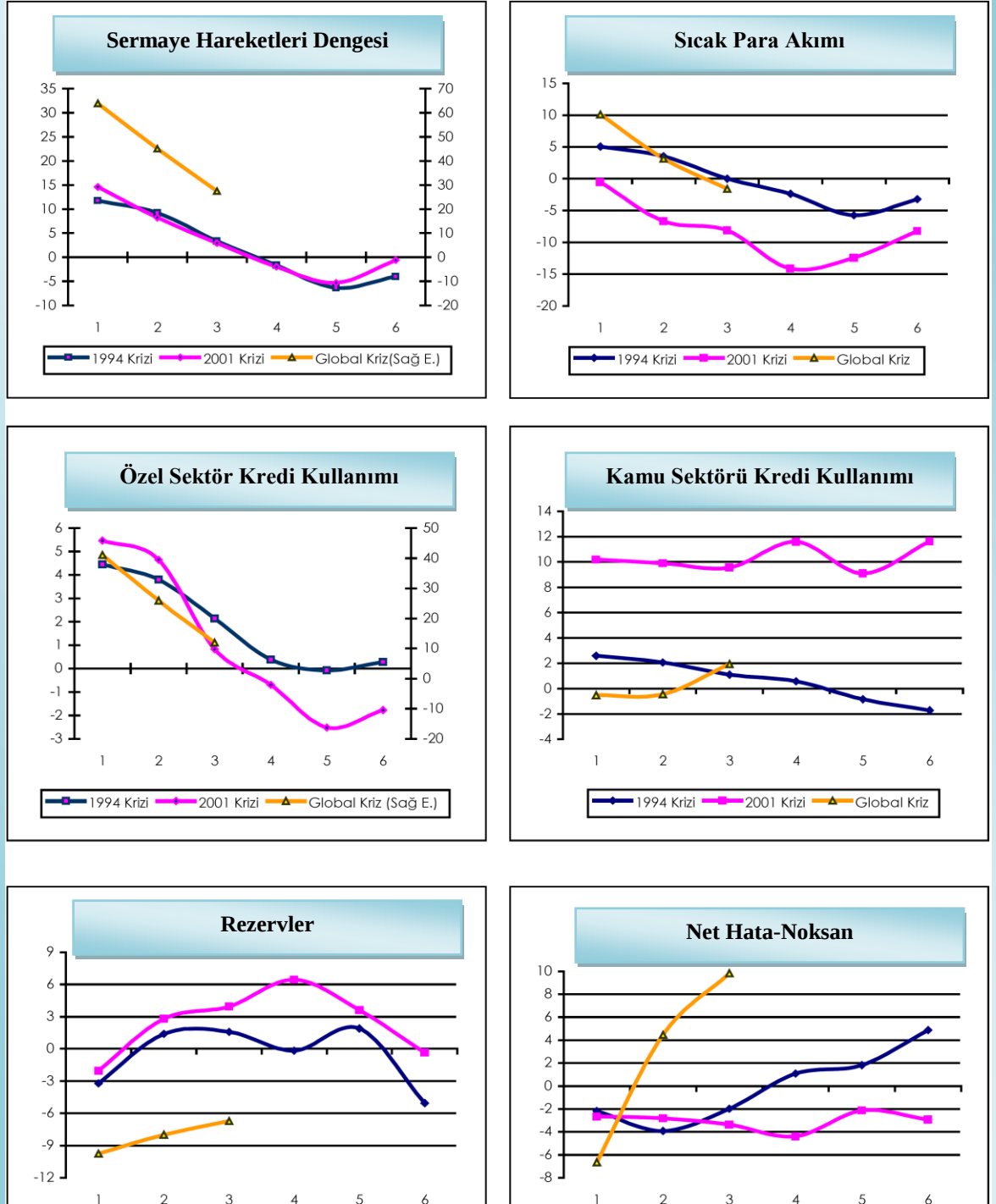
Kaynak: Yükseler, Z. (2009) “ Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler Ve Ödemeler Dengesi Uvumu” TCMB Çalışmalar. s.31

Şekil-3.2.4.3 Türkiye Ekonomisi Seçilmiş Kriz Dönemleri ve Ekonomik Göstergeler (Yıllık %)



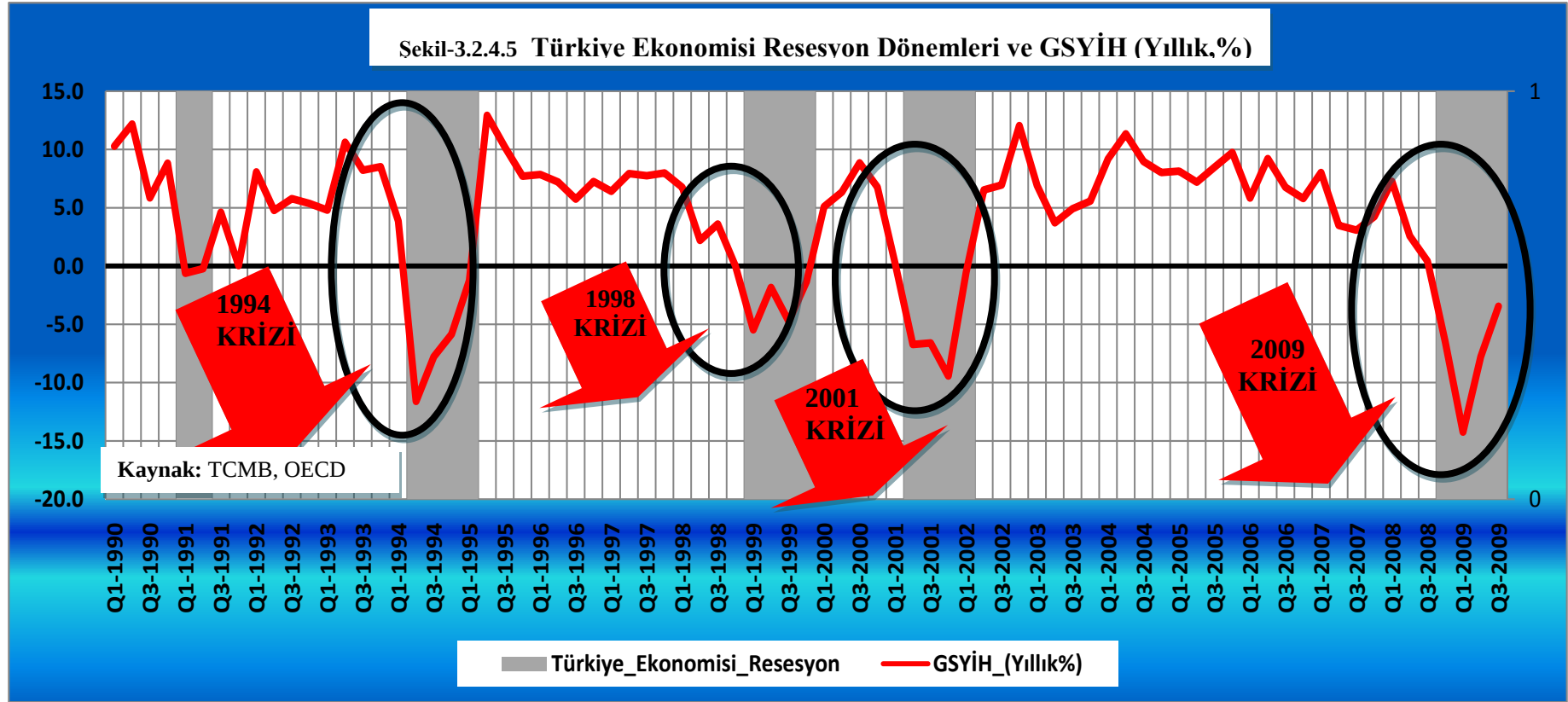
Kaynak: Yükseler, Z. (2009) “ Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler Ve Ödemeler Dengesi Uyumı” TCMB Çalışmalar. s.38

Şekil-3.2.4.4 Türkiye Ekonomisi Seçilmiş Kriz Dönemleri Ekonomik Göstergeler (Yıllık %)



Kaynak: Yükseler, Z. (2009) “ Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler Ve Ödemeler Dengesi Uyumunu” TCMB Çalışmalar,s.44

Şekil-3.2.4.5’de Türkiye ekonomisinde resesyon dönemleri ve GSYİH değerleri verilmiştir. GSYİH daralması açısından bakıldığında, 1994 ve 2001 krizleri Türkiye ekonomisine özgü krizler olmasına karşın derin etkileri olmuştur. Diğer yandan özellikle 2008-2009 krizinin küresel bir etkiye sahip olması Türkiye ekonomisi açısından da dış finansman, ihracat, üretim, işsizlik alanlarında önemli olumsuzluklar doğurmuştur. Son krizin etkisi diğer krizlerin biraz üzerinde bir daralma etkisi yaratmıştır.



4.FİNANSAL KRİZLERİN EKONOMİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ, ÖNGÜRÜLMESİ VE FİNANSAL KRİZLERİN ÖNLENMESİNE YÖNELİK POLİTİKALAR

4.1. Finansal Krizlerin Ekonomi Üzerine Etkileri

Finansal krizlerin, ülke ekonomileri üzerinde önemli düzeyde olumsuz etkileri olmaktadır. Bu etkiler, kurumsal iflaslardan, üretim ve istihdam daralmalarına, tüketim daralmalarından, gelir kayıplarına, yükselen maliyetlere ve refah kayıplarına kadar pek çok boyutta ortaya çıkabilmektedir. Bu olumsuz etkiler kendisini çeşitli açılardan göstermektedir. Hem makroekonomik değişkenler, hem kurumsal yapılar hem de iktisat politikaları üzerinde önemli dönüşümlere yol açmaktadır.

Bu bölümde finansal krizlerin gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkileri, kurumsal etkileri, makroekonomik değişkenlere etkileri ve iktisat politikaları üzerine etkileri bağlamında incelenmiştir.

4.1.1. Finansal Kurumlar Üzerine Etkileri

Finansal krizler, kurumlar üzerinde önemli derecede yıkıcı etkiler meydana getirebilmektedir. Bu yıkıcı süreçler, mali yapılarının bozulmasına, iflaslara, üretim, pazar ve rekabet gücü kayıplarına kadar uzanabilmektedir. Finansal krizlerin kurumlar üzerindeki etkileri ağırlıklı olarak finans sektöründeki kurumlar açısından incelenecektir.

4.1.1.1. Finansal Kurumların Karlılığına Etkileri

Finansal krizler, kurumlar üzerinde önemli zararlara yol açarak, pek çok kurumu iflasa sürükleyebilmektedir. Finansal krizler sürecinde firmaların, mali yapılarında bozulmalar, finansman sorunları, vade uyumsuzluğu, kur riski, kredi riski, likidite riski gibi risklerin artmasıyla borç çevirme oranlarındaki bozulmalar, satışlar, kredi maliyetlerindeki ve tahsilatlarda olumsuz etkilenmeler firmaların karlılık yapılarının olumsuz etkilemektedir.

4.1.1.2. Bankacılık Sektörüne Etkileri

Finansal krizlerin en fazla etkilediği sektörlerin başında bankacılık sektörü gelmektedir. Bankacılık sektörü, finansal krizlerin ortaya çıkması sürecinde, kriz esnasında ve kriz sonrasında olumsuz etkilenmeye en çok maruz kalan sektörlerin başında gelmektedir. Bankacılık sektörünün, karşılaştığı, kur riski, likidite riski, kredi riskleri, mevduat sahiplerinin panikleri kriz sürecinde sürekli sektörü tehdit etmektedir.

Sektör içerisinde, öz sermaye, mali bünye sağlamlığı, kredi sağlamlığı, yönetim etkinliği açısından zayıf olan bankalar kriz sürecinde piyasadan silinebilmektedir. Bankacılık sektörünün krizdeki etkilenme derecesi, finansal sektörün ve genel ekonominin krizden etkilenme düzeyini de belirlemektedir.¹²⁷

4.1.1.3. Kurumsal Yapı ve Süreçlere Etkisi

Finansal krizlerin, kurumlar üzerinde yarattığı yıkıcı etkiler kurumların kendilerini yeniden yapılandırmaları zorunluluğunu ortaya çıkarmaktadır. Bu çerçevede finansal sektör genelinde ve özellikle bankacılık sektöründe kredi, kur, likidite risklerini azaltmak için daha etkin risk yönetim yapıları ortaya çıkmaktadır. Gerek toplanan finansal kaynak profili gerekse bu kaynağın kullanım profili açısından daha nitelikli ve etkin bir kurumsal yapılanma oluşmaktadır. Finansal krizler bu değişim dinamiklerini tüm finansal sistemdeki kurumlara zorunlu hale getirmektedir. Bu değişen dinamiklere ayak uyduran kurumlar değişen küresel risk ve tehditlere karşı daha güçlü ayakta durabilirken, ayak uyduramayan kurumlar ise ayakta kalamayarak silinmektedir.

Finansal sistemdeki sorunların sektörü ciddi oranda olumsuz etkilemesine bağlı olarak finansal krizler, gerek hukuki gerekse idari açıdan finansal sistemin etkin tasarımı, denetimi, gözetimi ve yönetimi konusunda önemli adımlar atılmasına da imkan vermektedir. Bu bağlamda, finansal sistemdeki oyuncular etkinlik, verimlilik, risk ve kurumsal yönetim süreçleri açısından daha gelişmiş bir aşamaya doğru geçiş göstermektedir.

¹²⁷ Mishkin, F.S. (1996), agm.s.18-22, Mishkin, F.S. (2001), agm.s.18-42

4.1.1.4. Finansman Politikalarına Etkileri

Finansal krizlerin, finansal sistemde oyuncularını ve kurumlarını çok derinden ve olumsuz şekilde etkilemesi, özellikle fon piyasasına fon arz edenler ve fon talep edenlerin daha etkin bir finansman politikası izlemelerini zorunlu hale getirmiştir. Bu bağlamda, özellikle bankacılık sektöründe kredi ve risk değerlendirme, fon ve portföy yönetim birimleri, gerek finansal kaynakların tedariki gerekse de dağıtım sürecinde daha etkin bir finansman politikası izlemeye yönelmektedir. Aynı şekilde, reel sektör kurumları da finansman politikalarında finansal krizlerin potansiyel etkilerini gözönüne alarak finansman politikalarını şekillendirmektedir. Sonuç olarak, finansal krizler hem reel hem de finansal sistemdeki kurumların finansal kaynakların dağılım sürecinde daha etkin bir yapıya dönüşmesine imkan vermektedir.

4.1.2. Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkileri

Finansal krizlerin ortaya çıkma sürecinde en çok etkilenen değişkenlerin başında finansal ve makroekonomik değişkenler gelmektedir. Ortaya çıkan krizler bir yandan bu değişkenleri etkilerken diğer yandan bu değişkenlerden etkilenerek ekonomi geneline yayılma göstermektedir. Bu başlık altında, finansal krizler ve makroekonomik değişkenler arasındaki etkileşimi inceleyeceğiz. Özellikle finansal krizlerin makroekonomik değişkenler ve dengeler üzerindeki etkileri incelenecektir.

4.1.2.1. Reel Döviz Kuru ve Faiz Oranı Üzerindeki Etkileri

Gelişmekte olan ülkelerin döviz kurları, bu ülkelerin rekabet güçlerindeki zayıflık, finansman ve ara girdi açısından yurtdışına bağımlı olan ekonomi yapıları sebebiyle, pek çok iç ve dış koşullara bağlı olarak sürekli oynaklık göstermekte ve değer kaybetmektedir.¹²⁸

Gelişmekte olan ülkeler iç tasarrufları yetersiz, dış finansmana bağımlı, yapısal temelleri zayıf bir ekonomiye sahip oldukları için, küresel fon piyasalarından uzun vadeli ve düşük maliyetli kredi imkanı bulamazlar. Bunun yerine iç ve dış finansal serbestleşmeye giderek kısa vadeli, yüksek oynaklık arzeden finansman imkanlarına bağımlı yaşarlar. Ne var ki bu durum buz üzerinde yürümekten farklı değildir. Çünkü iç

¹²⁸ Mishkin, F.S. (1996), agm.s.18-22, Mishkin, F.S. (2001), agm.s.1-42

ve dış sebeplere bağılı olarak ekonomi ya da ekonomi dışı faktörlerdeki düşük düzeyde bile olsa ortaya çıkacak riskler, bu kısa süreli finansman yapısında önemli olumsuz etkilere yol açabilmektedir. Bu durumda gelişmekte olan ülkeler bir yandan dış yatırımcılar için yüksek reel faiz ve düşük kur sağlarken diğer yandan yüksek maliyetten finansmanlarını sürdürmeye çalışırlar. Ne var ki bu politikanın sürdürülmesi, zayıf küresel rekabet gücü, düşük katma değer yaratan dış ticaret yapısı, bozulan dış ticaret hadleri ve düşük döviz kazanma yapısı sebebiyle artan ve sürdürülemeyecek cari ve kamu bütçe açıklarına yol açar. Bu ikiz açıklar ise döviz kuru ve faiz oranlarının genelde bu ülkeler aleyhine seyretmesine yol açar. Bu sebeple finansal krizlerden en çok etkilenen makroekonomik değişkenlerin başında, döviz kuru ve faiz oranı gelmektedir. Bu sebeple finansal krizler sonucunda bu değişkenler genelde gelişmekte olan ülkeler aleyhine olacak şekilde bir bozulmaya uğrar.

4.1.2.2. Kredi Koşulları Üzerindeki Etkileri

Finansal krizler aynı zamanda bir güven ve finansman krizi olması sebebiyle, finansal krizler öncesi, esnası ve kriz sonrasında daima kredi koşullarında bozulmalar ortaya çıkmaktadır. Kredi finansman maliyetleri yükselirken, likidite riski, kredi riski, kur riski gibi risklerin artması, yatırımcı psikolojisinde bozulmalar kredi koşullarında daima olumsuzluklara neden olmaktadır.¹²⁹ Özellikle bankacılık sektöründe kredi verme koşulları sıkılaşmakta, finansman maliyetleri artmaktadır. Dahası verilen krediler geri çağrılmaktadır. Kredi koşullarındaki bozulmalar reel sektör faaliyetlerini de olumsuz yönde etkilemektedir. Reel sektör, finansal kriz dönemlerinde bir yandan daralan talep diğer yandan artan finansman maliyetleri arasında zorlanmakta, bu artan baskıyı kaldıramayanlar iflas ederek piyasadan silinmektedir.

4.1.2.3. Borsa Endeksleri Üzerindeki Etkileri

Finansal krizler, finansal sistemi etkileyen beklenmedik ani oluşumlar oldukları için finansal sistem içerisindeki pek çok kurum ve değişkeni olumsuz etkilemektedir. Bu değişkenlerin başında borsa endeksleri gelmektedir. Menkul kıymet borsaları, firmaların finansman ihtiyaçları için halka açıldıkları piyasalardır. Burada firmalar

¹²⁹ Minsky, Hyman P. (1992), agm.s.1-10

borçlanma senetleri veya hisse senetlerini halka arzederler. Bir finansal kriz öncesinde, yatırımcıların kayıp beklentilerinin artması, firmaların karlılıklarının düşme olasılığı, yatırımcıların hisse senetlerini ellerinden çıkarmalarına neden olur. Bu durum ise firmaların piyasa değerlerini olumsuz yönde etkileyerek, borsa endekslerinin de değer kaybetmesine yol açar. Finansal sistemin nabzını gösteren borsa endekslerindeki beklenmedik önemli düşüşler finansal sistem genelinde de finansal krizlerin yayılmasını hızlandırmaktadır.¹³⁰

4.1.2.4. Cari Açık Üzerindeki Etkileri

Gelişmekte olan ülkelerin en önemli iktisadi sorunlarından bir tanesi döviz kazanma kapasitelerinin düşük olmasıdır. Bu durum gelişmekte olan ülkelerin kronik cari işlemler dengesi açığı vermelerine yol açmaktadır. Dahası gelişmekte olan ülkeler, döviz ihtiyaçlarını karşılayabilmek için finansal serbestleşmeye gitmekte, kısa vadeli yüksek oynaklığa sahip sıcak para hareketleriyle dış finansman ihtiyaçlarını sağlıksız, riskli, yüksek maliyetli ve kırılgan bir şekilde karşılamak zorunda kalmaktadırlar. Bu yapıyı sürdürebilmek için, yüksek faiz ve düşük kur makası yaratarak yabancı sermayeyi özendirmekte böylece yüksek maliyetlere katlanmak zorunda kalmaktadırlar. Ne var ki finansal kriz süreçlerinde, yabancı sermayenin kaçması, döviz kurlarında ve faiz oranlarında bozulma yarattığı gibi cari işlemler dengesi açığını da olumsuz etkileyebilmektedir. Ancak krizin niteliğine göre, ekonomide üretim ve ithalat daralmaları ortaya çıkarsa dış finansman gereksinimi de azalacağı için cari işlemler dengesi açığı da azalacaktır. Dolayısıyla finansal krizler dış finansman ihtiyacını olumsuz etkilemektedir. Ancak krizin niteliğine göre, ithalat daralması ortaya çıkarsa dış finansman ihtiyacı da azalacağı için cari işlemler dengesi açığı da azalacaktır.

4.1.2.5. Beklentiler Üzerindeki Etkileri

Finansal krizlerin en önemli sebepleri ve sonuçları arasında iktisadi birimlerin beklentilerinde bozulmalar gelmektedir. İktisadi birimlerin beklentilerinde bozulmalar, iktisadi faaliyetlerin bir çok açıdan olumsuz etkilenmesine yol açmaktadır. Beklentilerin bozulmasına bağlı olarak, likidite tuzağının ortaya çıkmasıyla, finansal sistemde güven bunalımı ortaya çıkmakta, kredi-fonlama mekanizmaları olumsuz etkilenmektedir. Hem

¹³⁰ Mishkin, F.S. (1996), agm.s.18-22, Mishkin, F.S. (2001), agm.s.1-42

yatırımcıların hem de tüketicilerin güven ve beklentilerindeki bozulmalar, finansman, yatırım, tüketim faaliyetlerini olumsuz etkileyerek iktisadi sistemde finansal krizin derinleşip yayılmasına yol açmaktadır.

4.1.2.6. Sanayi Üretimi Üzerindeki Etkileri

Finansal krizler, öncelikle finansal sistemde yayılma göstererek zamanla reel sektöre sirayet eder. Finansal krizlerin, reel sektöre yayılma mekanizması ve kanalları şu şekilde gerçekleşir. Önce, tüketici ve yatırımcı beklentilerinde bozulmalar başlar, sonra, kredi-fon maliyetlerinde sorunlar ortaya çıkar. Bu olumsuz gelişmelerle bağlantılı olarak, yatırım ve tüketim malı talebi azalarak, başta sanayi üretimi olmak üzere ekonomideki genel faaliyet hacminde daralmalar gözlemlenir.

4.1.2.7. GSYİH Üzerindeki Etkileri

Finansal krizlerin, finansal sistem üzerinden reel sektör faaliyetlerini olumsuz etkilemesi, önemli ve uzun süreli bir etkilemeye dönüşürse, finansal kriz, genel bir iktisadi krize dönüşerek ekonominin geneline yayılma gösterir. Bu durumda, GSYİH üretim ve harcama kalemleri açısından olumsuz etkilenecek, krizin büyüklüğüne bağlı olarak bir daralmaya maruz kalabilir. Özellikle sanayi üretiminin daralması, GSYİH'yı üretim açısından ciddi daralmalara sürükleyebilmektedir. Aynı şekilde özellikle yatırımcı ve tüketici beklentilerindeki bozulmalar yatırım ve tüketim harcamalarını olumsuz etkileyerek, harcamalar açısından GSYİH'yı olumsuz etkilemektedir. Benzer şekilde ihracat, ithalat ve finansman koşullarındaki daralmalarda da GSYİH'yı olumsuz etkilemektedir.

4.1.2.8. Dış Ticaret Üzerindeki Etkileri

Finansal krizlerin, önemli etkilerinden birisi de dış finansman ve dış talepte bozulmalar yaratarak dış ticareti olumsuz etkilemesidir. Gelişmekte olan ülkelerde özellikle dış finansman koşullarının finansal krizle birlikte olumsuz etkilenmesi, ithalatın finansmanı için gerekli olan dış finansmanın azalması, ithalatı daraltması sebebiyle, ihracatın da olumsuz etkilenmesine neden olmaktadır. Finansal krizin küresel olarak yaygınlık göstermesi durumunda küresel ticaretin olumsuz etkilenmesi nedeniyle ülke ekonomilerinin de dış ticaretinin olumsuz etkilenmesi kaçınılmazdır.

4.1.2.9. İstihdam Üzerindeki Etkileri

Finansal krizlerin, üretim ve talep daralması üzerindeki olumsuz etkileri, aynı şekilde bu sektörlerde çalışan işgücü istihdamını da olumsuz etkilemektedir. Bu sebeple özellikle finansal krizin ulaşacağı büyüklüğe bağlı olarak ekonomi genelinde istihdam koşulları da olumsuz etkilenmektedir. Finansal krizlerin iktisadi değişkenler üzerindeki olumsuz etkileri, krizin sona ermesine bağlı olarak azalmasına karşın, istihdamın düzelme göstermesi oldukça gecikmeli olarak karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla istihdam koşullarının düzelmesinin oldukça uzun zaman alması, işsizliği artırmakta, gelirleri azaltmakta iktisadi ve sosyal açıdan toplum üzerinde önemli refah kayıplarına yol açmaktadır.

4.1.2.10. Yurt Dışı Finansmana Etkileri

Finansal krizlerin en hızlı ve direkt etkilediği alanların başında yurt dışı finansman imkanlarının olumsuz etkilenmesi gelmektedir. Yurtdışı finansman arzeden kurumların beklentilerinin, güvenlerinin bozulması kredi, kur, likidite gibi risklerin yükselmesi bu finansörlerin fon arzlarını olumsuz etkilemektedir. Dolayısıyla yurt dışı finansman koşullarındaki bu bozulmalar yurt içinde de başta finansman koşulları olmak üzere reel sektörde finansman, üretim, talep, istihdam üzerinde bir çok açıdan olumsuz sonuçlar doğurmaktadır.

4.1.2.11. Diğer Etkileri

Finansal krizlerin yukarıda genel hatlarıyla belirtilen olumsuz etkilerinden başka pek çok alanda farklı dönüşümlere yol açan etkileri söz konusu olmaktadır. Özellikle sosyal-siyasi-iktisadi-hukuki alanlarda ve kurumsal düzenlemeler, süreçler ve denetim alanlarında pek çok etkisi ortaya çıkmaktadır. Özellikle finansal sistemde, bankacılık sektöründe yeniden yapılanma, finansal sistem mimarisinin etkinleştirilmesi, hukuki, iktisadi ve kurumsal tasarımların yeniden yapılandırılması, ekonomi politika ve stratejilerinin iyileştirilmesi ve etkinleştirilmesine yol açmaktadır. Sosyal ve siyasi etkilerde ise, krizden zarar gören kesimlerin uygun politikalarla desteklenmesi, siyaset-hukuk-iktisadi ilişkilerinin daha sağlıklı bir çizgiye taşınması, finansal kırılganlıkların giderilmesi, finansal istikrarın güçlendirilmesi politikaları uygulanmaktadır.

4.1.3. İktisat Politikaları Üzerindeki Etkileri

Finansal krizlerin iktisat politikaları üzerinde de önemli etkileri sözkonusu olmaktadır. Özellikle, para politikası, kur politikası, maliye politikalarında önemli dönüşümler olmuş , yeniden yapılanmalara geçilmiştir.

4.1.3.1. Para Politikaları Üzerindeki Etkileri

Finansal krizlerin para politikası üzerindeki en önemli etkilerinden birisi, para politikası otoritesi olarak merkez bankalarının, idari ve mali bağımsızlığını kazanarak, siyasi etkilerden arındırılması, para politikası otoritesi olarak uyguladığı politikalarda kredibilitesini, şeffaflığı, hesap verebilirliği, politika başarısı sergilemesi gibi kriterler açısından güçlü olması gerektiğinin anlaşılması olmuştur. Bu çerçevede merkez bankalarının¹³¹, finansal sistemi daha yakından izleme, denetleme ve analiz ederek, ortaya çıkabilecek döviz, bankacılık, borç ve sistemik kriz olasılıklarını daha yakından takip etmeleri, para politikası amaç ve araçlarını, bir yandan ekonomik büyüme diğer yandan, fiyat istikrarını sağlama ve en önemlisi olarak da finansal sistemin istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi, finansal istikrarsızlıkların önceden öngörülerek bertaraf edilmesi ve etkilerinin sınırlanması konularında yetkinliğinin artırılması, finansal krizlerin, para politikası üzerine en önemli etkileri olarak karşımıza çıkmaktadır.

4.1.3.2. Kur Politikaları Üzerindeki Etkileri

Gelişmekte olan ülkelerde, finansal krizlerin en önemli sebeplerinin başında uygulanan döviz kuru politikaları gelmektedir. Özellikle, gelişmekte olan ülkelerin temel iktisadi dengeleri ile uyuşmayan ve sürdürülemeyecek sabit döviz kuru politikaları, ekonominin iç ve dış dengelerini olumsuz etkilemektedir. Özellikle spekülâtörlerin sabit döviz kuru politikasının sürdürülemeyeceğini anladığı anda dövize saldırarak resmi rezervleri tüketmesi ülke ekonomisini krize sürüklemektedir. Bu sebeple, finansal krizler sonrasında döviz kurları dalgalanmaya bırakılarak, esnek döviz kuru politikasına geçilmektedir. Dolayısıyla, finansal krizler döviz kuru politikalarından

¹³¹ Mishkin, F.S. (1996), agm.s.18-22, Mishkin, F.S. (2001), agm.s.1-42

önemli ölçüde etkilendiği gibi, döviz kuru politikalarını da önemli ölçüde etkileyebilmektedir.

4.1.3.3. Maliye Politikaları Üzerindeki Etkileri

Finansal krizlerin, ekonomide derin tahribatlar yaratmaları, özel sektörün önemli zararlara maruz kalması, kamu kesimi için, ülke ekonomisinin daha da derin bir krize düşmeden müdahale etme zorunluluğunu doğurmaktadır. Bu bağlamda finansal krizin, kamu kesimi üzerinde yarattığı maliyetler, bir yandan özel kesimin karşılaştığı zararların azami ölçüde telafi edilmesi diğer yandan, döviz kuru ve faiz oranlarındaki artışa bağlı olarak kamu kesiminin borçlanma maliyetlerindeki artış, ekonominin daralmasına bağlı olarak ortaya çıkan vergi kayıpları sebebiyle oldukça yüksek olabilmektedir. Bu çerçevede gelişmekte olan ülkelerin, zaten sorunlu olan kamu kesimi mali disiplini ve kredibilitesini bozmadan genişleyici maliye politikaları izlemeleri kolay olmamaktadır. Ancak genişleyici maliye politikalarının uygulama zorunluluğu, bir yandan kamu kesimi mali yükünü artırırken diğer yandan ise ekonominin duran çarklarına ivme kazandırmak için uygulanması zorunlu politikalar olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak uygulanması gereken maliye politikalarının etkinliğinin sağlanması ve popülizmden uzak tutulmaları uzun dönem ekonominin genel dengeleri için kaçınılmazdır.

4.2. Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri

Finansal krizlerin ülke ekonomisi üzerinde yarattığı yıkıcı etkiler dolayısıyla, krizlerin önceden öngörüsünün yapılması büyük önem arz etmektedir. Bu çerçevede öngörü sürecinde, krizler için kritik öneme sahip makroekonomik değişkenlerin gidişatlarının izlenmesi ve belirli bir kritik eşik değeri aşmaları halinde ekonomi politikalarının ve gerekli tedbirlerin ayarlanması gerekmektedir¹³².

¹³²Kaminsky Graciela, Saul Lizondo ve Carmen M. Reinhart, (1997), “Leading Indicators of Currency Crises”, IMF Working Paper, No:79, Washington DC.

Üçer, Murat, Caroline Van Rijckeghem ve Reha Yolalan, (1998) “Leading Indicators of Currency Crises: A Brief Literature Survey and an Application to Turkey”, Yapı Kredi Economic Review, Volume:9, N.2

4.2.1. Cari İşlemler Dengesi ve Kamu Bütçe Açığı

Daha önceki analizlerimizde gözlemlediğimiz gibi, gelişmekte olan ülkelerde, finansal krizlerin temel sebeplerinden birisi döviz açığıdır. Döviz açığının en önemli göstergesi, cari işlemler dengesindeki açıktır. Gelişmekte olan ülkelerde, cari işlemler dengesindeki açığın eşik değeri ekonominin genel dengesine ve içinden geçtiği koşullara göre değişkenlik gösterebilmektedir. Genel olarak cari işlemler dengesi açığının ülke ekonomisinin koşullarına göre, sürdürülemez bir noktaya gelmesi döviz krizi başta olmak üzere finansal krizlerin bir ön sinyali olarak kabul edilmektedir.

Kamu açıklarının, faiz oranı, döviz kuru ve beklentilerde yarattığı olumsuzluklar, başta borç krizi olmak üzere, finansal krizlerin önemli bir öncü göstergesi olmasına yol açmaktadır. Bu sebeple sürdürülemeyen kamu açıkları finansal krizler için önemli bir ön sinyal özelliği taşımaktadır.

4.2.2. Döviz Kuru, Faiz Oranları ve Resmi Rezervler

Finansal krizlerin en önemli sebeplerden birisi, finansal sistemdeki sürdürülemeyen dengelerin yatırımcı psikolojisini bozarak, güven kaybı ve belirsizliğin artmasıyla, kredi-finansman sisteminin işlevini kaybetmesi, yabancı finansörlerin finansman imkanlarını kesmesidir. Bu durumda ortaya çıkan belirsizlik durumunda ortaya çıkan likidite krizi reel döviz kurunu ve faiz oranlarını sıçratmaktadır. Ülkenin sahip olduğu döviz rezervleri döviz kuru seyrini de etkileyecektir. Bu sebeple spekülörler bir yandan, ülkenin temel dengelerine diğer yandan ise ülkenin döviz rezervlerine bakarak spekülatif saldırı kararına yönelirler. Bu sebeple, döviz kuru, faiz oranları ve uluslararası rezervlerin düzeyi finansal krizlerin önemli bir öncü göstergesidir.

4.2.3. Uluslararası Risk Endeksleri

Gelişmekte olan ülkelerin uluslararası piyasalardan borçlanabilmesinde, ülke kredibilitesini temsilen, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları, ülke risk endeksleri oluşturmaktadır. Bu risk endeksleri, ülkelerin kredibilitesinin bir göstergesi olması yanında, finansal krizlerin de bir göstergesi olması özelliğini taşımaktadırlar. Bu endekslerin başında, CBOE volatility index (VIX), Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Ülke Risk Primleri (EMBI+) ve Kredi İflas Takası (CDS) Spreadleri gelmektedir. Bu

göstergelerdeki değişimler döviz krizi, bankacılık krizi, borç krizi, sistemik kriz olmak üzere finansal krizler için önemli öncü gösterge özelliği taşımaktadırlar.

4.2.4. Borsa Endeksleri, Altın Fiyatları ve Yatırımcı Beklentileri

Borsa endeksleri halka açık firmaların hisse senetlerinin değerlerini yansıtan endeksler olduğu için, yatırımcı beklentilerinin de önemli barometresi olma özelliğini göstermektedir. Yatırımcılar, yatırımlarını hisse senedi piyasası, altın, tahvil-bono, döviz kuru gibi, diğer alternatif getiri araçlarına yönlendirebilmektedirler. Eğer finansal sistemde riskli bir durum ortaya çıkarsa yatırımcılar, borsadaki yatırımlarını çekerek, yatırımlarını altın, döviz gibi güvenli yatırım araçlarına yönlendirirler. Bu sebeple, yatırımcı beklentilerinin seyri, bir finansal kriz olasılığını öncülemek açısından borsa endekslerindeki anlamlı düşüşler, finansal krizleri öngörmede önemli bir öncü gösterge özelliği arz etmektedir.

4.2.5. Kurumsal Karlarda ve Bilançolarda Bozulma

Piyasa ekonomisinde, firmaların temel amacı karlarını maksimize etmektedir. Ancak kapitalist sistemin doğası gereği dalgalanmalar ve krizler ortaya çıkabilir. İktisadi dalgalanma dönemlerinde kurumsal karlarda ve kurumların bilançolarında önemli değişimler ortaya çıkabilmektedir. İktisadi konjonktürün zirvesinde kurumsal karlar en yüksek düzeye çıkarak bir sonraki düşüş evresinin bir sinyali olabilirken, aynı zamanda karlardaki azalma seyri bir resesyon sinyalini öncüleyebilmektedir. Bu bağlamda kurumların bilançolarındaki, finansal yapıdaki vade uyumsuzlukları, döviz açık pozisyonları kurumların mali risklerinin bir ön sinyali olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu sebeple, kurumsal karlar ve bilanço yapılarındaki bozulmalar finansal sistemde finansal krizlerin bir ön sinyali olarak karşımıza çıkmaktadır.

4.3.Finansal Krizlerin Önlenmesine Yönelik Politikalar

Finansal sistem içerisinde ortaya çıkan finansal krizler, hem finansal sektörde hem de ekonomi genelinde önemli iktisadi sorunlara yol açmaktadır. Bu sebeple finansal krizlerin önlenmesi için gerekli politika ve stratejilerin geliştirilmesi ve uygulanması ülke ekonomisinin istikrarı ve toplumsal refah açısından büyük önem

arz etmektedir. Mishkin (2001)¹³³, finansal krizleri önlemeye yönelik olarak bir finansal politika seti ortaya koymuştur. Bu politika setinin temel bileşenleri şu şekildedir:

- Finansal Sektörün Etkin Tasarımı, Denetimi ve Gözetimi
- Muhasebe Standartları ve Raporlamada Etkinlik
- Hukuki Düzenleme ve Süreçlerde Etkinlik
- Piyasa Temelli Disiplinin Teşvik Edilmesi
- Yabancı Bankaların Girişlerinin Düzenlenmesi
- Sermaye Kontrolleri
- Finansal Sektörde Özelleştirme
- Dış Borç Yükünün Dengelenmesi
- Büyük Kurumların Batmasına İzin Verilmesi
- Finansal Serbestleşmenin Doğru Yapılandırılması
- Para Politikası Etkinliği ve Fiyat İstikrarı
- Döviz Kuru Politikası ve Döviz Rezervleri

Bu politika önerileri ülkelerin özel koşullarına göre esneklikler ve daha fazla düzenlemeler gerektirebilir, ülkelerin yapılarına göre yeniden yapılandırılabilir. Şimdi bu tedbirleri genel hatlarıyla inceleyelim.

4.3.1.Finansal Sektörün Etkin Tasarımı, Denetimi ve Gözetimi

Finansal sistemin sağlıklı işlemesi ülke ekonomileri için son derece hayati öneme sahiptir. Ancak finansal sistem ve finansal sistemi oluşturan bileşenler ve oyuncular her zaman sağlıklı bir işleyiş yapısı sergilememektedir. Bu durumda ülke ekonomisine ve toplumsal refaha önemli zararlar verecek olan finansal krizler ve iktisadi bunalımlar ortaya çıkabilmektedir.

Finansal sistemde, finansal krizlerin ortaya çıkmasında en fazla sorumluluk bankacılık sektörüne aittir. Bankacılık sektörünün finansal kaynak toplama ve kredi sunma süreçlerinde ortaya çıkabilecek hatalar, basiretsizlikler, önce finansal sistemde derin izler bırakacak ödeme sorunlarına, döviz kuru ve faiz oranlarında fırlamalara, güven bunalımlarına yol açabilmektedir. Bu sebeple, bankacılık sektörünün kaynak toplama ve kredi dağıtım sürecinde etkinliğinin sağlanması ve korunması genel ekonomik istikrarın korunmasında hayati bir role sahiptir.

¹³³ Mishkin, F.S. (2001), agm.s.1-42

Yukarıda bankacılık sektörünün, finansal sistem içerisindeki hayati rolü ortaya konulmuştur. Bu bağlamda, bankacılık sektörünün daha etkin işlemesi için, sistemin etkin işleyiş mekanizmalarının süreçlerinin tasarlanması, gerekli, idari, hukuki, teknik ve iktisadi denetim, yönetim ve gözetim mekanizmalarının tesis edilmesi bunun için kurumsal yapının inşa edilmesi, gerekli şekilde donatılması ve tasarruf hakkının verilmesi, sistemin daha etkin çalışmasının sağlanması, sürekliliğin korunması ve koşullara göre iyileştirmenin yapılması için son derece önemlidir.

4.3.1.1. Sağduyulu Davranışların Yükseltilmesi

Yukarıda ortaya konulan çerçeveye göre Mishkin (2001)¹³⁴, genelde finansal sistemde ve özelde bankacılık sektöründe, asimetrik enformasyon, ahlaki tehlike ve ters seçim süreçlerine yol açarak finansal sistemde krizlere yol açan faaliyetlerin, süreçlerin ve mekanizmaların ortadan kaldırılabilmesi için, iktisadi birimlerin, bankalar başta olmak üzere kredi sağlayan kurumlar, düzenleyici-denetleyici kurumlar gerek bu kurumların yöneticileri, gerekse de bu kurumlardan finansal kaynak kullanan müşteriler olsun, herkesin finansal sistemin işleyişi için en basiretli ve sağduyulu şekilde çalışmasının teşvik edilmesinin, riskli-hileli yanlış işlerin engellenmesinin finansal sistemin sağlıklı çalışabilmesi için ne kadar önemli olduğunun farkına vardırılması, bu yapıyı destekleyecek şekilde çalışanların ödüllendirilmesi, ancak hileli-yanlış ve basiretsiz risk alan taraflarda yarattıkları zararı ödemekle cezalandırılmasının finansal sistemin sağlıklı çalışması açısından son derece önemli olduğunu vurgulamıştır.

4.3.1.2. Risk Yönetiminin Etkinleştirilmesi

Mishkin (2001)'e göre, finansal sistemdeki oyuncuların, iktisadi kararlarını alırken yüklendikleri riskleri doğru hesaplayarak hareket etmeleri hem kendileri hem de finansal sistem için son derece önemlidir. Bu sebeple özellikle bankacılık sektöründe risk yönetim departmanlarının, günümüzdeki değişen finansal sistem, finansal inovasyonlar, türev ürünler ve karmaşık ticaret süreçlerini de kapsayacak şekilde niteliklerinin ve risk yönetim becerilerinin güçlendirilmesi, risk yönetim yapılarının

¹³⁴ Mishkin, F.S. (2001). Financial Policies And The Prevention Of Financial Crises In Emerging Market Countries. NBER Working Paper. 8087. S.1-28

asimetrik enformasyon, ahlaki tehlike ve ters seçim sorunlarından arındırılması sağlıklı bir finansal sistemin işleyişi açısından son derece önemlidir.

4.3.1.3. Büyük Kurumların Batmasının EtkinYönetilmesi

Finansal sistemde, bazı kurumlar zamanla çok büyük ölçeğe ulaşabilmektedirler. Ne var ki, aşırı ölçek büyümesinin, avantajları olduğu kadar dezavantajları da söz konusudur. Finansal sistemdeki büyük ölçekli kurumların, yönetim ve operasyonel etkinliği zamanla azalma göstermektedir. Büyük ölçekli finansal kurumların, daha etkin bir şekilde izlenip denetlenmeleri sağlanmazsa, verimlilik ve basiretten uzak, ahlaki tehlikeler içeren bir anlayışla faaliyetlerine devam etmelerine izin verilir ise, bunların sonucunda batma noktasına geldiklerinde devlet tarafından hesapsızca kurtarılmaları sonraki krizlerin ve batmaların yolunu açmış olacaktır. Bu sebeple büyük kurumların özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal sistem içindeki faaliyetleri daha yakından etkin bir şekilde, denetlenmeli, düzenlenmeli, izlenmeli ve hatalı yanlış faaliyetlerin ve bunları yapan yöneticilerin önüne geçilmelidir.

4.3.1.4. Düzenleyici/Denetleyici Kurumların Güçlü Olması

Finansal sistemde istikrarı sağlamak için tesis edilen düzenleyici-denetleyici kurumlar ve düzenleyici-denetleyici personeller, verilen görevleri etkin bir şekilde yapabilmeleri için, yeterli düzeyde idari, hukuki, mali hak ve tasarruf gücünün kendilerine verilmesi gerekmektedir. Aksi halde idari, hukuki ve mali açıdan zayıf imkanlarla donatılmış kurum ve personelin kendilerinden her açıdan daha güçlü olan kurumları ve çalışanları etkin bir şekilde denetlemeleri ve sorunlu durumları ortaya çıkarıp çözümler üretmeleri mümkün olmayacaktır.

4.3.1.5. Düzenleyici/Denetleyici Kurumların Bağımsız Olması

Düzenleyici ve denetleyici kurumların, finansal sistemde kendilerine verilen görevleri daha etkin bir şekilde yapabilmeleri için idari özerkliğinin olması siyasi baskılardan uzak, mali ve idari açıdan bağımsız ve güçlü olabilmesi gereklidir. Aksi halde merkez bankalarının bağımsızlığı para politikaları için ne kadar önem arz ediyorsa, finansal sistemdeki, düzenleyici ve denetleyici kurumların bağımsızlığı da finansal sistemdeki risklerin yükselmesi açısından o kadar fazla önem arz etmektedir.

4.3.1.6. Denetleyici Kurumların Hesap Verebilir Olması

Düzenleyici ve denetleyici kurumlar ve çalışanların kendisine verilen yetkileri kötüye kullanma olasılıkları da her zaman sözkonusu olabilmektedir. Bu sebeple düzenleyici ve denetleyici kurumlar ve çalışanlarının hesap verebilirliğinin sağlanması da sistemin etkin çalışması açısından kaçınılmazdır. Bu bağlamda, hazırlanan raporlar, dayanakların objektif bir şekilde ortaya konabilmesi gerekmektedir. Diğer yandan siyasi ve ekonomik açıdan nüfuzlu kişiler düzenleyici ve denetleyici kurumlar ve çalışanları üzerinde istediklerini yaptırabilme güçlerine sahip olabilmektedirler. Bu durumların engellenmesi, şeffaflığın ve hesap verilebilirliğin sağlanması için, düzenleyici ve denetleyici kurumların ve çalışanlarının etkin ve dürüst çalışmalarını sağlamak zorunludur¹³⁵.

4.3.1.7. Kredi Verme Sürecinin Etkinleştirilmesi

Finansal sistemin temel işlevi olan kredi sağlama faaliyetlerinin etkinlikle yapılması sistemin etkinliğini belirlemektedir. Ne var ki kredi verme süreçlerinde her zaman etkinlik sağlanamamaktadır. Kredi veren ve alan birimler arasındaki asimetrik enformasyon, ahlaki tehlike ve ters seçim süreçleri kredi verme mekanizmasının etkinliğini olumsuz etkilediği gibi, diğer yandan kişisel ilişkiler çerçevesinde tanınmış mekanizması üzerinden kullanılan kredilerin yarattığı riskler, sistemi krize sürükleyecek boyuta ulaşabilmektedir. Bu sebeple, kredi mekanizmasının etkinliğini artırmaya yönelik tedbirlerin iyileştirilmesi, finansal sistem ve ekonomi genelinin istikrarını olumlu etkileyecektir. Aksi halde finansal sistem ve ekonomi geneli için istikrarsızlığın tohumları ekilmiş olmaktadır.

4.3.2. Muhasebe Standartları ve Raporlamada Etkinlik

Finansal sistemin etkin işleminde kuşkusuz en önemli faktörlerin başında finansal sistem oyuncularının sağlıklı ve etkin karar vermeleri gelmektedir. Ancak sağlıklı ve etkin karar verebilmek için, karara dayanaklık edecek verilerin, göstergelerin, sağlıklı ve doğru olması gerekir. Bu bağlamda, finansal sistemde, kurumların mali yapıları, finansal göstergelerin doğruluğu, firmaların beyan ettikleri finansal tablolara bağlı olmaktadır. Bu sebeple, finansal sistemde, firmaların mali

¹³⁵ Mishkin, F.S. (1996), agm.s.18-22, Mishkin, F.S. (2001), agm.s.1-42

performanslarını gösteren, mali tabloların, muhasebe sistemlerinin genel kabul görmüş bir standart içermesi, bunların güvenilirliklerinin etkin denetim süreçlerinden geçirilerek sağlanması, zamanla ve tutarlılık açısından finansal sistemdeki oyuncuların ihtiyaç duydukları verileri belirsizlik ve makyajlama içermekten sağlamaları, finansal sistemdeki oyuncuların etkin ve sağlıklı karar verebilmeleri açısından son derece önemlidir. Bu sebeple gerek finansal sistemde, gerekse ekonomi genelinde sağlıklı bir muhasebe ve mali raporlama sisteminin tesis edilmesi, etkin bir şekilde denetlenmesi, sistemin sağlıklı işlemlerini takip etmek ve iktisadi kararların etkinliğinin sağlanması açısından son derece büyük önem arzedecektir.

4.3.3. Hukuki Düzenleme ve Süreçlerde Etkinlik

Finansal sistemin etkin işlemesine etki eden faktörlerin başında hukuki altyapının ve uygulama süreçlerinin etkinliği gelmektedir. Finansal sisteme yönelik olarak iflas kanunundan, telif haklarına, yıkıcı spekülasyonlar, manipülasyonlardan, muhasebe, denetim süreçlerine, ticaret kurallarına kadar hukuki süreçlerin etkin kapsayıcılığı, ortaya çıkan sorunların hukuki süreçlerde etkin ve hızlı bir şekilde sonuçlandırılması, caydırıcı cezaların olması, finansal sistemde oyuncuların iktisadi faaliyetleri için kuralların konulması, kurallara göre oynanması, kurallara uymayanların etkin bir şekilde tespit edilip cezalandırılarak sistemin etkinliğini ve istikrarının bozularına izin verilmemesi finansal krizlerin önüne geçilebilmesi için büyük önem arz etmektedir.

4.3.4. Piyasa Temelli Disiplinin Teşvik Edilmesi

Finansal sistemin etkin çalışmasının sağlanmasında süreçlerin etkin tasarımı ve yürütülmesi pek çok sorunlar içerebilmektedir. Düzenleyici ve denetleyici kurumlar tesis edilse bile, bu kurumlarda etkinlik sorunları ortaya çıkabilmektedir. Bu sebeple, finansal sistemde disiplini sağlamanın en önemli yollarından birisi, disiplini piyasasının sağlamasını mümkün kılmaktır. Bunun bir yolu finansal kurumların, firmaların bankaların, kredi derecelendirilmesine tabii tutulması ve kredi derecelendirmesi yapan kurumlarından bu derecelendirmenin yaratacağı risklere karşı sorumlu kılınmasıdır. Böylece firmaların kredi derecesi ne kadar yüksek ise finansal sistemde kredibilitesi de o kadar yüksek olacaktır. Aynı şekilde kredi derecelendirme kuruluşları ne kadar etkin

ve doğru derecelendirme yaparlarsa onların da kredibilitesi ve yükleneyeceği riskler o kadar olumlu olacaklardır. Ne var ki, finansal sistemde kredi derecelendirme sisteminin de, özellikle ülkelerin kredi derecelendirmelerinde de aksaklıklar ve yanlış işleyiş süreçleri ortaya çıkabilmektedir.

Diğer bir piyasa disiplini yolu ise, bankaların borç senetlerini piyasaya sunarken, birincil ve ikincil ödeme hakkına sahip borç senetleri olarak sunmasıdır. İkincil borç senetleri, bankanın verdiği faiz oranı ve devlet borç senetleri faizi arasındaki farkı belirli oranda aşan mevduatlara dayanan borçlanma senetlerinin hukuki ödeme önceliği ancak diğer borçlar ödendikten sonra olacak şekilde ayarlanmasıdır. Bu durumda banka bu tür senetleri piyasaya satması zor olacağı için, aşırı riskli yüksek faizlerle mevduat toplayamayacaktır. Bu ise bankaları ve finansal sistemdeki diğer oyuncuları disipline edecektir.

4.3.5. Yabancı Banka Yatırımlarının Teşvik Edilmesi

Gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerinde varolan pek çok yapısal zaafiyeti azaltmanın yollarından birisi de finansal sistemdeki yabancı bankaların faaliyetlerin ve varlıklarının doğru yapılandırılarak artırılmasıdır. Yabancı bankaların, küresel bağlantılarının olması, daha kurumsal ve operasyonel yönleri sebebiyle piyasadaki disiplinin, rekabetin, verimliliğin ve etkinliğin artmasını sağlayabilecektir. Yabancı bankaların küresel bağlantıları ve güçlü öz sermaye yapıları sebebiyle, ortaya çıkacak finansal istikrarsızlıklardan daha az etkilenecek, yurtiçi bankacılık sektörü ve finansal sistemin etkinliği ve istikrarı arttıkça yerli bankaların da bu durumun yarattığı yurtdışı borçlanma maliyetlerinin düşmesi ile birlikte kredibilitenin artması gibi avantajlardan yararlanması mümkün olabilecektir.

4.3.6. Finansal Serbestleşme ve Sermaye Hareketlerinin Düzenlenmesi

Gelişmekte olan ülkelerde finansal kaynak yetersizliğinin aşmak için finansal serbestleşmeye gidildiğini, bu durumun kısa süreli yüksek oynaklığa sahip sermaye hareketlerinin giriş çıkışlarına izin verdiğini, finansal serbestleşmenin doğru yapılandırılıp yönetilememesi halinde ise finansal istikrarsızlığın artarak gelişmekte olan ülkelerin sıklıkla finansal krizlere sürüklendiğini daha önce tartışmıştık. Bu bağlamda, finansal serbestleşmenin yararlarının artırılması ve zararlarının azaltılması

için bir yandan, ülkenin sahip olduğu finansal ve ekonomi geneline ait yapısal sorunların hızla çözülmesi diğer yandan kısa süreli yüksek oynaklığa sahip sermaye hareketlerinin yaratacağı finansal istikrarsızlıkların azaltılarak finansal sisteme zararlı olmalarının önlenip, yararlı hale getirilmesi, özellikle yıkıcı spekülasyonlar, manipülasyonların önlenmesi gerekmektedir. Bu sebeple, kısa süreli yüksek oynaklığa sahip sermaye hareketlerinin giriş çıkışlarının, finansal sistemin etkinliğine zarar vermeyecek şekilde düzenlenmesi finansal sistemin istikrarı ve finansal krizlerin önlenmesi açısından son derece büyük önem arz etmektedir.

4.3.7. Finansal Sektörde Özelleştirme

Finansal sistemde, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, devletin sahiplik ve düzenleyicilik açısından rolü yüksektir. Ne var ki, özellikle devletin sahip olduğu bankaların, bir yandan siyasi etkilere maruz kalması, diğer yandan kar motivasyonu olmadan çalışması, verimlilikten uzaklaşmalarına ve büyük zararlarla varlıklarını sürdürmelerine yol açmaktadır. Diğer yandan devletin, finansal sistem içerisinde kredi faiz oranları ve kredilerin sektörel dağıtımlarına yaptığı müdahaleler yarardan çok zarara yol açabilmektedir. Bu sebeple devletin finansal sistemden etkinliği sağlayacak şekilde çekilmesi, devlet bankalarının daha etkin olmalarının sağlanamaması durumunda özelleştirilmesi ve özel mülkiyet ve rekabet temelli bir finansal sistem ve finansal piyasanın etkin çalışmasının sağlanması, rekabet, etkinlik, çeşitlilik ve ekonomik büyüme açısından önemli kazanımlar sağlayacaktır. Ancak daha önce tartıştığımız gibi, piyasa disiplini ve ahlakıyla, basiretli ve etkin çalışmayan özel sektör finansal sistemde istikrarsızlıkların kaynağı olabilmektedir. Bu sebeple ister kamu ister özel kesim merkezli olsun ancak etkinlik, basiret ve iş ahlakı temelinde ekonomik büyüme ve toplumsal refahın artışına katkı sağlayacak bir finansal sistem tesis edilmelidir.

4.3.8. Dış Borç Yükü, Cari Açık ve Bütçe Açığının Dengelenmesi

Gelişmekte olan ülkelerin, yurtiçi finansal kaynak yetersizliği, daha önce belirtildiği gibi, finansal serbestleşme üzerinden yurtdışı finansal kaynak teminine yol açmaktadır. Ancak gelişmekte olan ülkelerin sahip olduğu yapısal sorunlar ve kırılganlıklar içeren ekonomik yapıları, uzun vadeli düşük maliyetli borçlanma yerine kısa vadeli yüksek maliyetli borçlanmaya yol açmaktadır. Bu durumda, artan dış borç

yükü, özellikle dış finansörler açısından bir risk göstergesi olarak izlenen cari açığı artırmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarını çeviremeyeceği eşik sınıra ulaşmaları, yabancı yatırımcıların ülkeyi terkederek, döviz krizleri başta olmak üzere finansal krizlere sürüklenmelerine yol açmaktadır. Bu sebeple, gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarını etkin bir şekilde yapılandırıp sürdürebilmeleri, finansal sistemin istikrarı ve finansal krizlerin önlenmesi açısından son derece önemlidir. Diğer yandan kamu kesiminde bütçe dengesinin sağlanamaması, popülist politikalar ve mali disiplinin bozulması da önemli risk göstergelerinin arasındadır. Bu sebeple kamu kesiminin, gerekli kamusal yatırımları yapmasının ötesinde, sürdürülemez ve ekonominin temel dengelerini olumsuz etkileyecek, popülist temelli mali disiplinsizlik ve borç yüklerinden uzak durması, finansal sistem ve ekonomik istikrar açısından son derece önem arz etmektedir.

4.3.9. Büyük Kurumların Batmasına İzin Verilmesi

Daha önce üzerinde tartıştığımız gibi, finansal sistemde, bazı kurumlar zamanla çok büyük ölçeğe ulaşarak sistem için büyük riskler oluşturabilmektedirler. Bu kurumların sistemde çok büyük bir role sahip olmaları nedeniyle, batma noktasına geldiklerinde hükümetler, finansal sistemde daha büyük çaplı krizleri tetiklememesi için bu kurumları kurtarmak zorunda kalmaktadır. “Batmasına izin verilmeyecek kadar, büyük”, “too-big-too-fail” politikası her ne kadar finansal sistemin genel istikrarını korumak için yapılsa da bu politikanın sonucunda, batma olasılıkları durumunda kurtulacaklarına inanan büyük ölçekli finansal kurumlar, gerek yöneticiler, gerek ortaklar gerekse müşteriler, aşırı riskli işlemlere, ahlaki tehlike içeren faaliyetlere, verimliliğin düşmesine vb etkinlik ve basiretten uzak bir yönetim anlayışına yönelmektedirler. Dahası özellikle gelişmekte olan ülkelerde, sıkı finansal sistem sebebiyle bu kurumların finansal sistemin istikrar açısından konumları daha önemli hale gelmekte, dahası siyasi çevrelerle olan yakın çıkar ilişkileri sebebiyle batma tehlikesinden hepten uzakta tutulmaktadırlar. Sonuç olarak, büyük ölçekli finansal kurumların, daha etkin bir şekilde izlenip denetlenmeleri sağlanmalı, verimlilik ve basiretten uzak, ahlaki tehlikeler içeren bir anlayışla faaliyetlerine devam etmeleri durumunda da finansal sistem için büyük risk yaratmayacak şekilde batmalarına izin

verilmelidir. Böyle diğerk büyük ölçekli finansal kurumların gelecek dönemlerde kendilerine çeki düzen vererek batarsak kurtarılacağız rahatlığına sığınarak etkinsiz çalışmaları engellenmiş olacaktır¹³⁶.

4.3.10. Para Politikası, Döviz Kuru Etkinliği ve Fiyat İstikrarı

Gelişmekte olan ülkelerde, finansal sistemin istikrarına etki eden temel faktörlerden birisi olarak para politikası gelmektedir. Para politikası doğru tasarlanıp uygulandığında finansal sistemde istikrarın temel kaynağı iken, yanlış tasarlanıp uygulandığında ise, finansal sistemi istikrarsızlığa sürükleyip, finansal krizlerin kaynağı olabilmektedir. Para politikasının temel işlevi, başta ekonomi genelinde likidite ihtiyacını, fiyat istikrarı ve iktisadi büyüme dengesini bozmadan sağlayabilmek, bununla bağlantılı olarak da iç ve dış reel ve finansal yatırımcılar için büyük önem arzeden, döviz kuru, faiz oranı değişkenlerini istikrarlı bir patikada tutmaktır. Finansal sistemdeki risk unsurlarını gözetleyerek gerekli tedbirleri almak, ekonomin yapısal temelleriyle uygun bir döviz kuru ve faiz oranı politikası izlemek, finansal sistemdeki istikrarı sağlayacak ve finansal krizlerin ortaya çıkmasını önleyecektir. Özellikle ortaya çıkan döviz krizlerinin ekonominin temel dengeleriyle uyumlu olmayan sürdürülemez sabit kur politikalarından kaynaklanması, uluslararası rezervlerin etkin yönetilmesi para politikasına verilmesi gereken önemi ortaya koymaktadır. Bu sebeple para politikasının etkin ve doğru tasarlanıp uygulanmasına, para politikası otoritesi olarak merkez bankalarına önemli görev ve sorumluluklar düşmektedir. Ne var ki merkez bankalarının da bu görevlerini etkin bir şekilde yerine getirebilmeleri için gerekli olan, idari, hukuki, mali ve teknik imkanlarının güçlendirilmesi, siyasi etkilerden arındırılması ve idari-mali bağımsızlığının korunması gerekmektedir.

¹³⁶ Mishkin, F.S. (1996), agm.s.18-22, Mishkin, F.S. (2001), agm.s.1-42

5.TÜRKİYE EKONOMİSİNDE 1990 SONRASI FİNANSAL KRİZLERİN PROBİT MODEL YAKLAŞIMIYLA EKONOMETRİK ANALİZİ

5.1. Modelin İktisadi ve Ekonometrik Yapısı

Türkiye Ekonomisinde finansal krizlerin tanımlanması ve öngörülmesinde kantitatif tekniklerin kullanılması, uluslararası finansal kriz literatürü paralelinde yaygınlaşmaktadır. Çalışmamızda, Türkiye ekonomisi için 1990 sonrası finansal krizleri, probit model yardımıyla öngörüsünün yapılması hedeflenmiştir. Buradan hareketle, finansal krizin doğru tanımlanması ve finansal krizin öngörülmesine yardımcı olacak kritik ekonomik değişkenlerin belirlenmesi, modelin başarısında ve gelecek finansal krizlerin öngörülmesinde büyük önem arzedecektir. Finansal krizin öngörülmesinde probit model kullanılacaktır.

Sezgin, H. F. ve Özdamar, E.Ö. (2008) ¹³⁷ vurguladığı gibi, probit ve logit modeller, doğrusal olasılık modelinin bazı sakıncaları nedeniyle uygulamada yaygın olarak kullanılır. Probit modelin, logit modelden tek farkı, tercih olasılıklarının tanımlamada kullanılan birikimli dağılım fonksiyonudur. (Probit model normal birikimli dağılım fonksiyonundan oluşturulur.). Denklem-5,1.'de verildiği gibi, probit model, P olasılık değerleri ile açıklayıcı değişkenler arasında ilişki kurmayı amaçlayan ve olasılık değerinin 0 ile 1 arasında kalmasını sağlayan modeldir.

$$Y = 1 \text{ ise } P(Y=1)=P$$

$$Y = 0 \text{ ise } P(Y=0)=(1-P)$$

5.1

Modelin amacı, bağımsız değişkenlerin (X_i), bağımlı değişken olan finansal krizin (Y) gerçekleşme olasılığını (P) tahmin etmektedir. Buna göre, probit modelde krizin gerçekleşme olasılığı, değişkenlerin doğrusal olmayan bir fonksiyonudur. Denklem-5,2.'te verildiği gibi, probit model normal dağılım fonksiyonuna sahiptir.

¹³⁷ Detaylı bilgi için bkz.: Sezgin, H. Funda Ve Elif Özge Özdamar (2008) “Finansal Krizlerin Öngörülmesinde Probit Model Yaklaşımı Ve Türkiye Uygulaması” Uluslararası Finans Sempozyumu-2008, Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Yüksekokulu

$$P(Y=1)=F(X\beta)$$

$$P(Y=1)=F(X\beta) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^{\beta_1+\beta_1} e^{-t^2/2} dt$$

5.2

Burada t standartlaştırılmış normal değişkendir. Finansal krizlerin öngörülmesinde de probit modellerin başarı oranı yüksek olduğu için kullanımı da yaygındır.

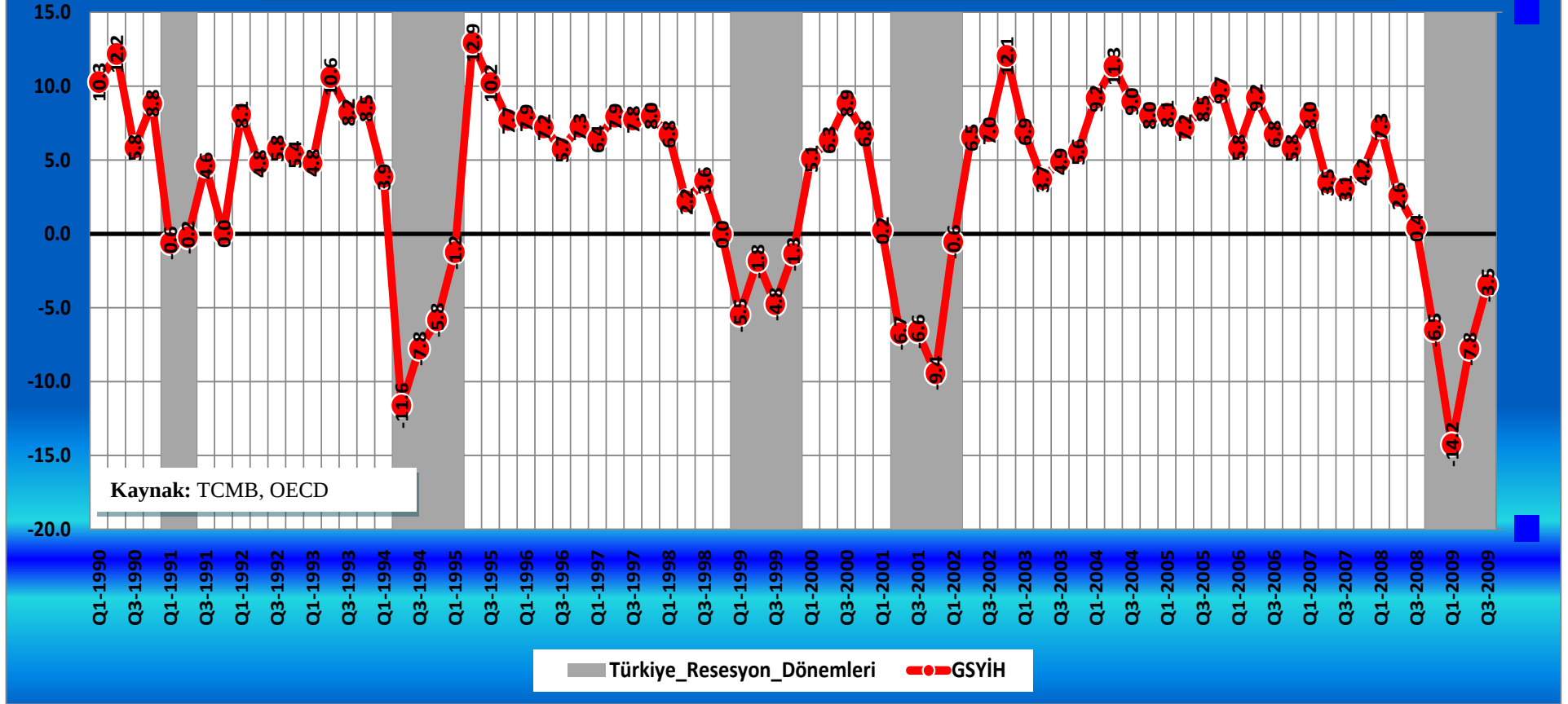
Türkiye Ekonomisi için, finansal kriz dönemlerinin tanımlanmasında, Mishkin (1996)¹³⁸ asimetrik enformasyon teorisi çerçevesindeki finansal kriz tanımı baz alınmıştır. Bu tanıma göre finansal kriz, “Finansal piyasalarda, ters seçim ve ahlaki bozulma problemlerinin daha da artması sebebiyle, finansal piyasaların, fonları, en üretken yatırım fırsatları için etkin bir şekilde dağıtamadığı, doğrusal olmayan bozulmalardır.” Mishkin’e göre, finansal kriz, finansal piyasaların etkin bir şekilde işlevini yerine getirmesini engelleyerek, iktisadi faaliyetlerde keskin bir daralmaya yol açar. Bu çerçevede finansal kriz, finansal sistemin, fon dağılım işlevini kaybettiği dönemler olarak yaklaşık tanımlanmıştır. Türkiye Ekonomisi için, finansal kriz dönemleri, finansal sistemin işlevini kaybettiği dönemler baz alınarak tanımlanmıştır. Finansal krizi açıklayıcı değişkenler olarak bir yandan değişkenlerin finansal krizleri iktisadi öncüleme özelliğine diğer yandan ise veri bulunabilirliğine bağlı olarak seçilmiştir. Türkiye Ekonomisinde 1990 sonrası finansal krizleri analiz etmek için seçilen analiz dönemi veri bulunabilirliğine bağlı olarak, 1992,01-2009,10 dönemini kapsamakta olup, aylık verilerin, yıllık yüzde değişim oranları analizde kullanılmıştır. Türkiye Ekonomisinde finansal krizleri açıklamada kullanılan değişkenler, TCMB bileşik öncü gösterge endeksi¹³⁹, İMKB-100, ABD Dolar Kuru (TL/\$), reel efektif döviz kuru, uluslararası rezervler, cari işlemler dengesi açığı, sanayi üretimi açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır. Veri kaynağı, TCMB elektronik veri dağıtım sistemi ve OECD istatistik veri tabanıdır.

¹³⁸ Mishkin, Frederic S.(1996), agm.

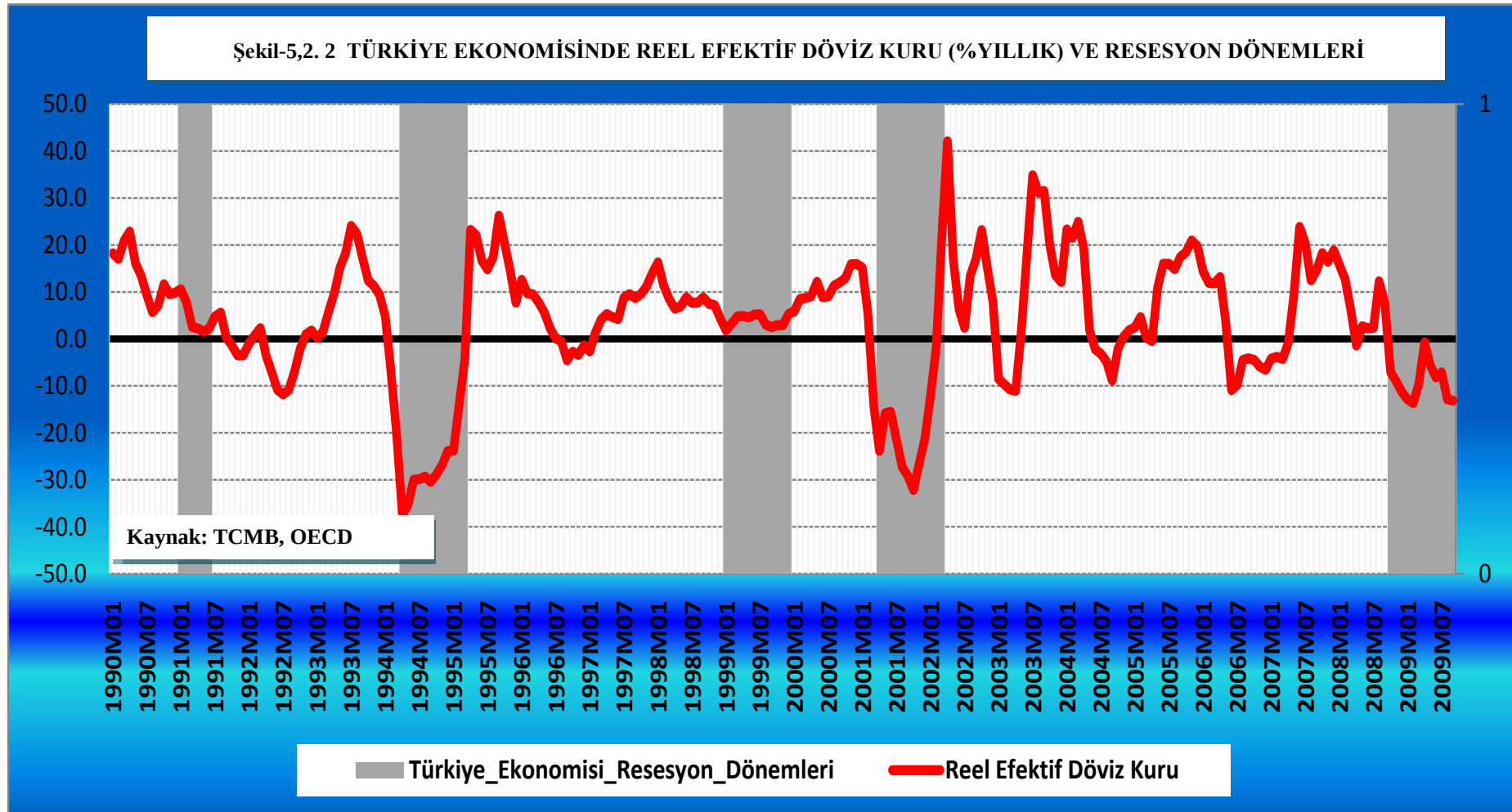
¹³⁹ TCMB öncü gösterge değişkeni metodolojisi ve alt değişkenleri için bkz:

Atabek, A. Coşar, E.E. ve Saygın Şahinöz. (2005) “Central Bank Of The Republic Of Turkey A Composite Leading Indicator For The Turkish Economic Activity” TCMB Statistics Department, Ankara

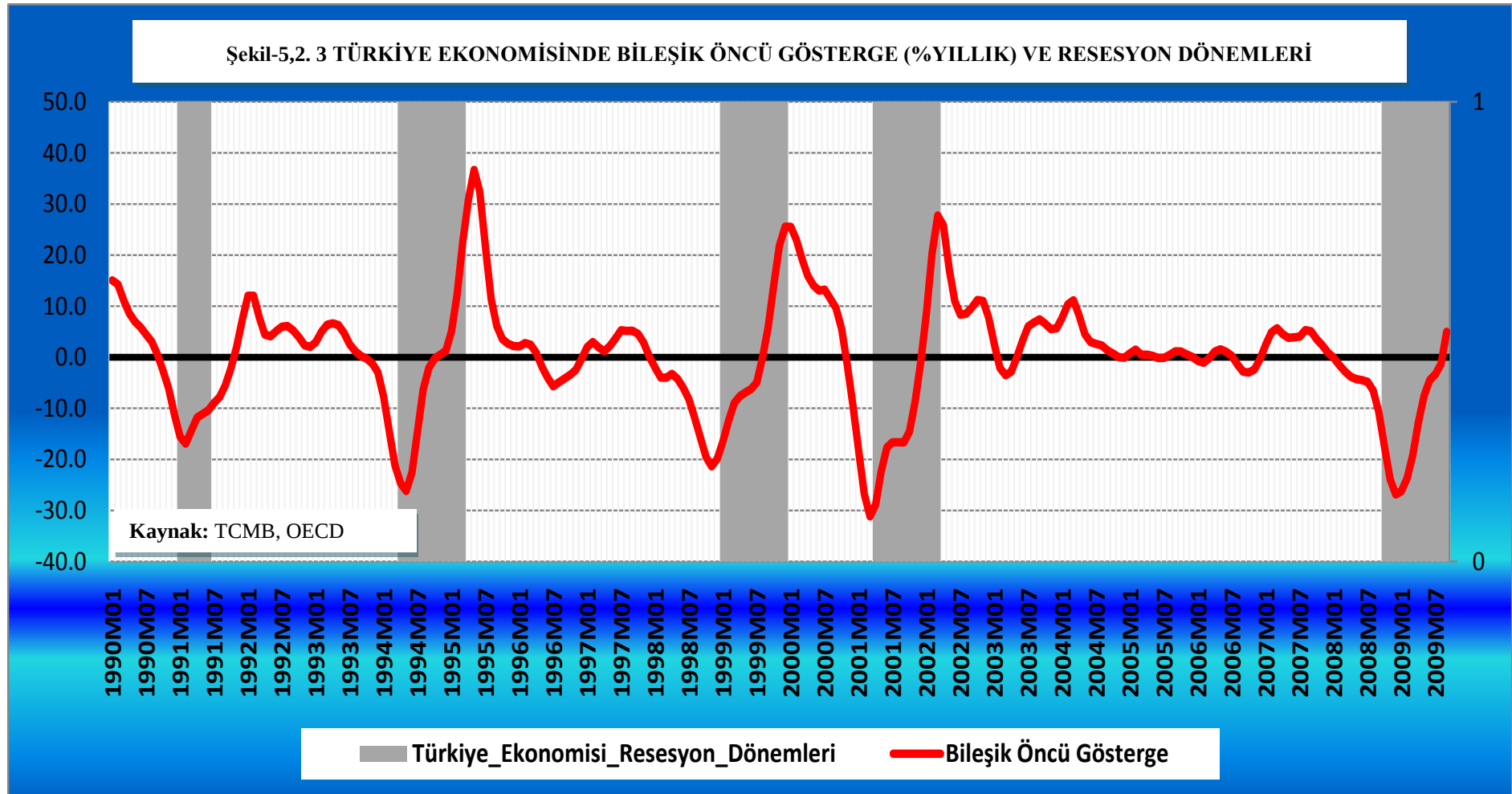
Şekil-5.2. 1 TÜRKİYE EKONOMİSİNDE GSYİH (%YILLIK) VE RESESYON DÖNEMLERİ



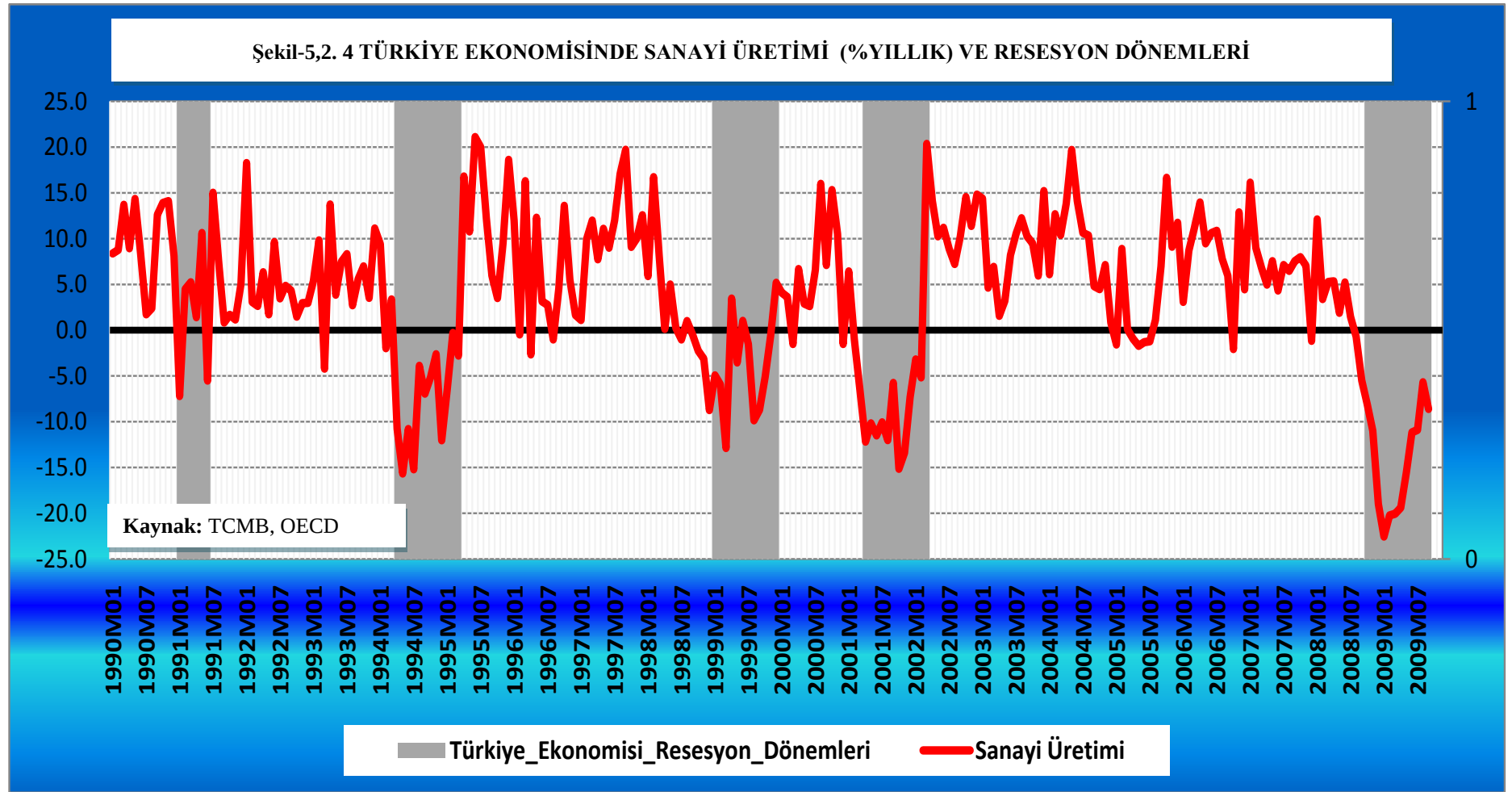
Şekil-5.2.1.'den Şekil-5.2.9'a kadar Türkiye Ekonomisi için, resesyon dönemleri ve bu dönemleri öncülemede önemli özellik arzeden makroekonomik değişkenlerin grafikleri birlikte verilmiştir. Bu bağlamda, şekillerden de görülebileceği gibi, Türkiye ekonomisinde resesyon dönemleri öncesi, esnası ve sonrasında bu değişkenler genel ortalama değerlerinden önemli şekilde uzaklaşma eğilimi göstermektedir.



Şekil-5.2.2.'de, Türkiye Ekonomisi için, resesyon dönemleri ve bu dönemleri öncülemede önemli özellik arzeden reel efektif döviz kuru değişkeninin yıllık yüzde değişim grafiği verilmiştir. Bu bağlamda, ağırlıklı olarak Türkiye ekonomisinde resesyon dönemleri öncesi, esnası ve sonrasında reel efektif döviz kuru değişkeni genel ortalama değerlerinden önemli şekilde uzaklaşma eğilimi göstermektedir.

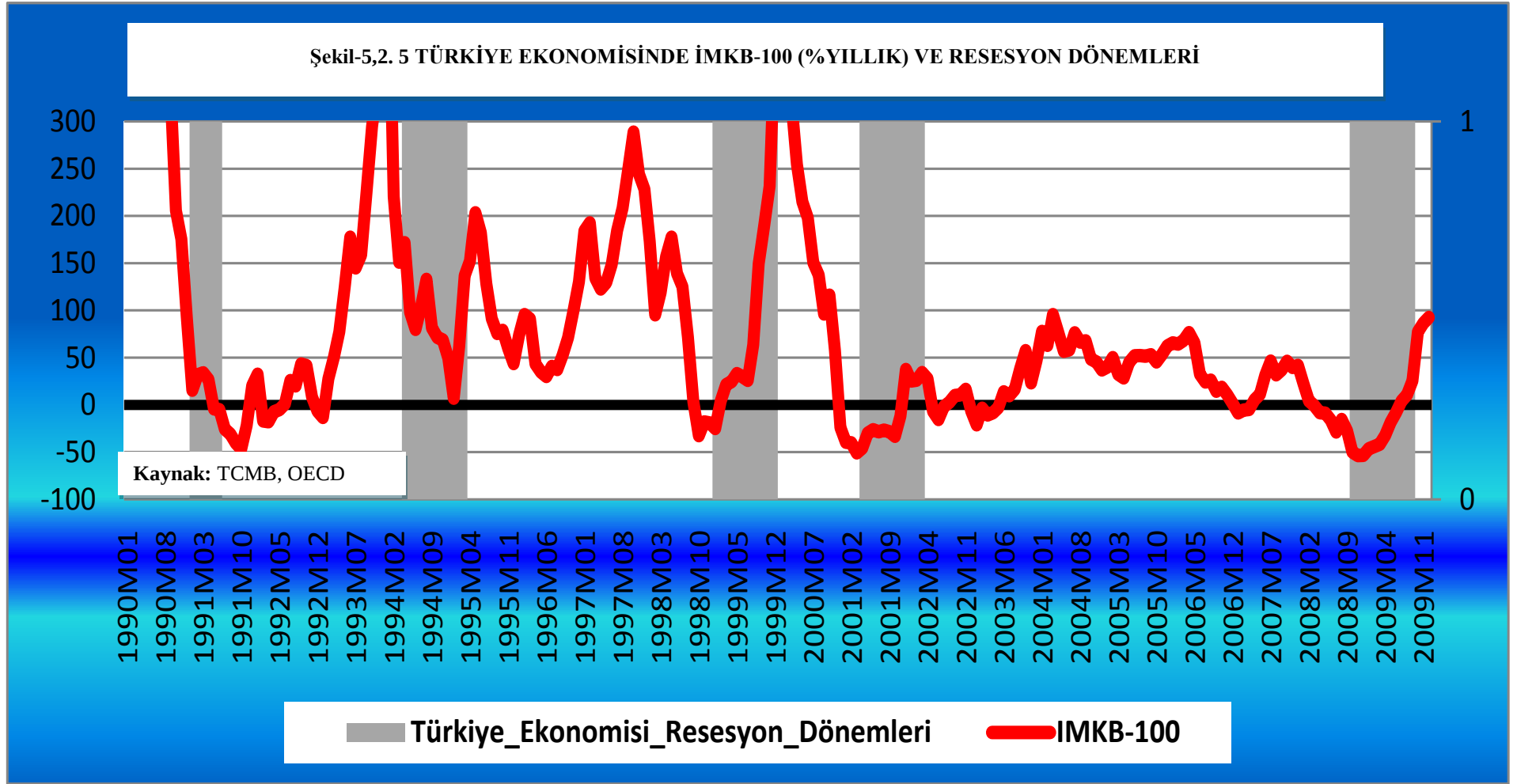


Şekil-5.2.3.'de, Türkiye Ekonomisi için, resesyon dönemleri ve bu dönemleri öncülemede önemli özellik arzeden bileşik öncü gösterge değişkenin yıllık yüzde değişim grafiği verilmiştir. Bu bağlamda, ağırlıklı olarak Türkiye ekonomisinde resesyon dönemleri öncesi, esnası ve bileşik öncü gösterge değişkeni güçlü bir öncüleme özelliği göstermektedir.



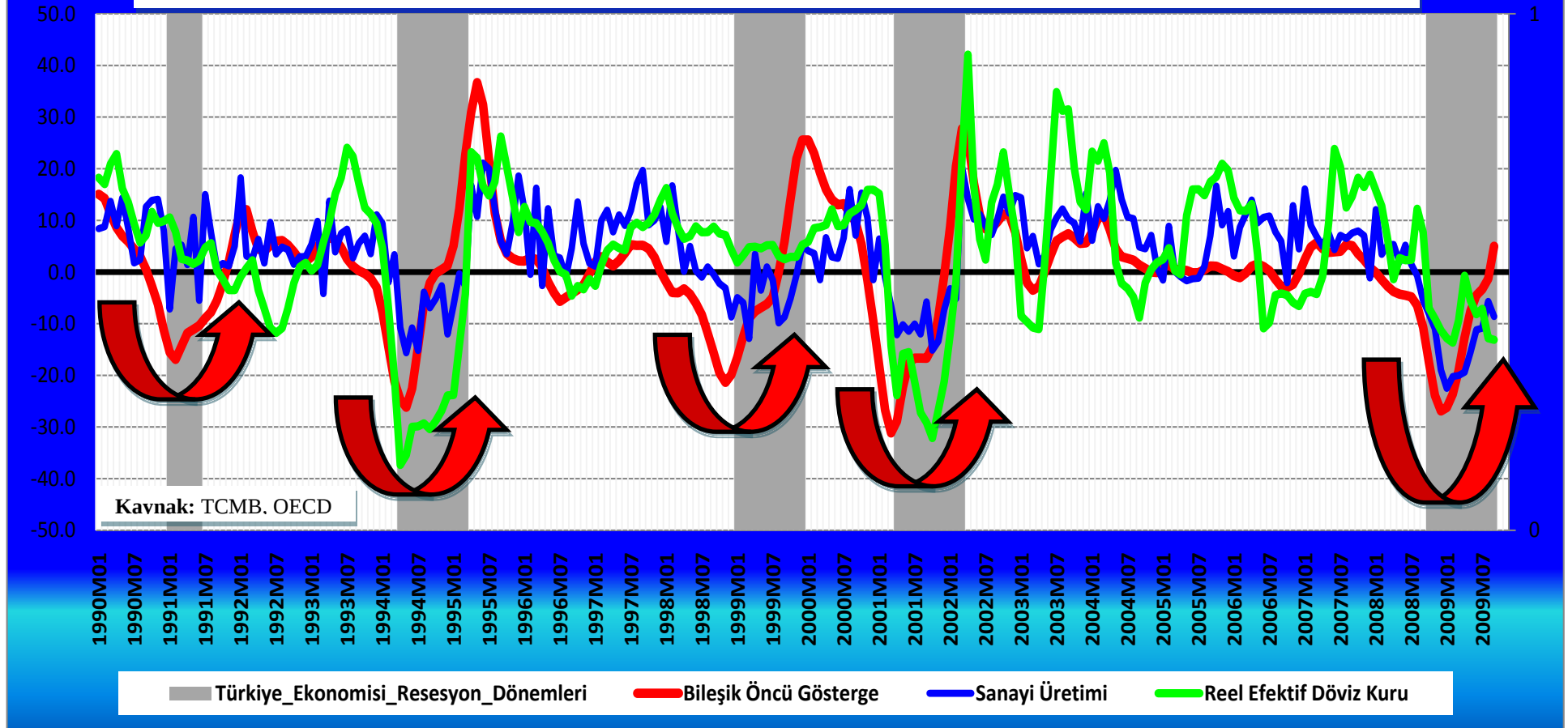
Şekil-5.2.4.'de, Türkiye Ekonomisi için, resesyon dönemleri ve bu dönemleri öncülemede önemli özellik arzeden sanayi üretimi değişkenin yıllık yüzde değişim grafiği verilmiştir. Bu bağlamda, ağırlıklı olarak Türkiye ekonomisinde resesyon dönemleri öncesi, esnası ve sonrasında sanayi üretimi değişkeni genel ortalama değerlerinden önemli şekilde uzaklaşma eğilimi göstermektedir.

Şekil-5.2. 5 TÜRKİYE EKONOMİSİNDE İMKB-100 (%YILLIK) VE RESESYON DÖNEMLERİ

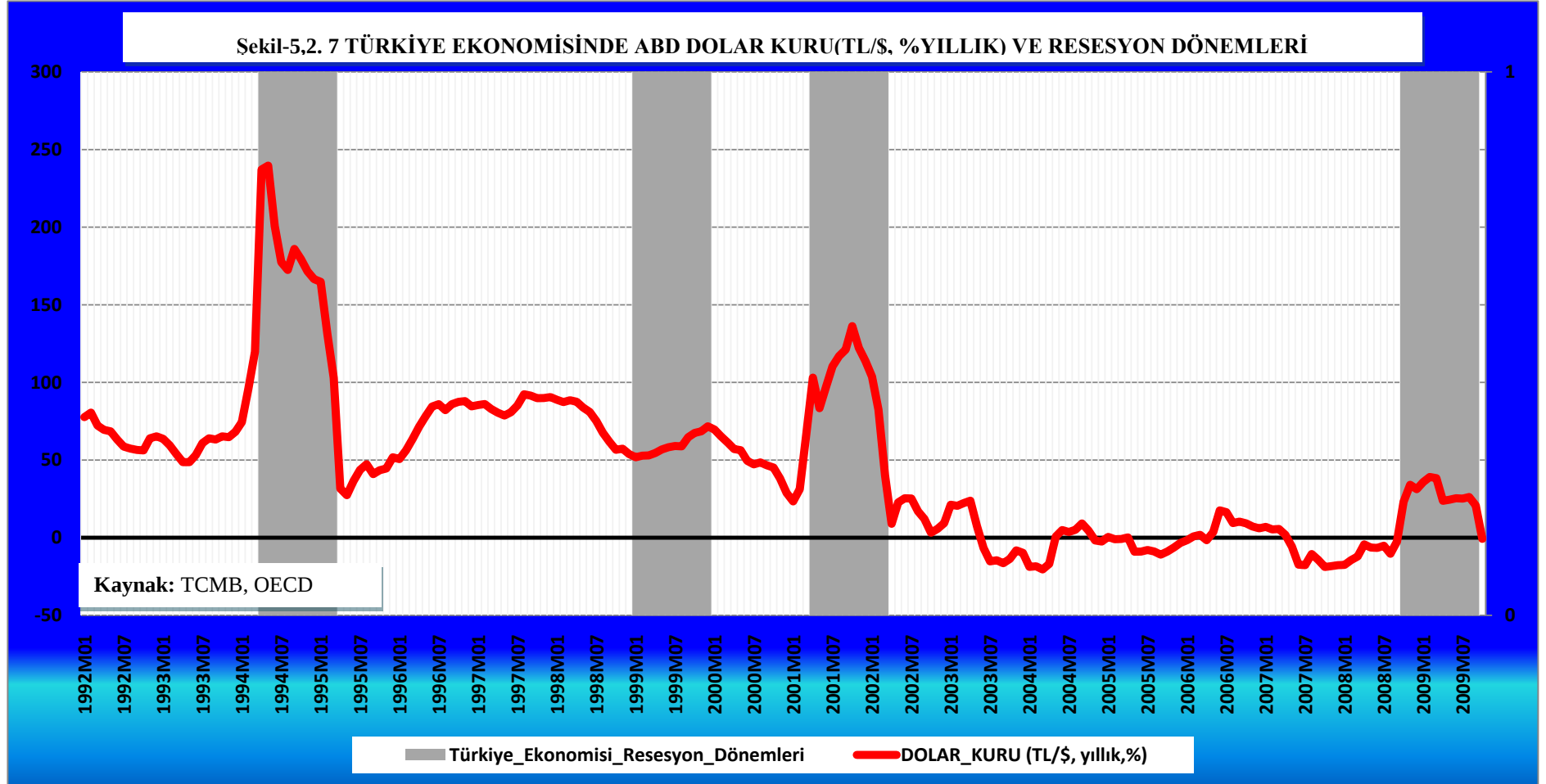


Şekil-5.2.5.'de, Türkiye Ekonomisi için, resesyon dönemleri ve bu dönemleri öncülemede önemli özellik arzeden İMKB-100 değişkenin yıllık yüzde değişim grafiği verilmiştir. Bu bağlamda, ağırlıklı olarak Türkiye ekonomisinde resesyon dönemleri öncesi, esnası ve sonrasında İMKB-100 değişkeni genel ortalama değerlerinden önemli şekilde uzaklaşma eğilimi göstermektedir.

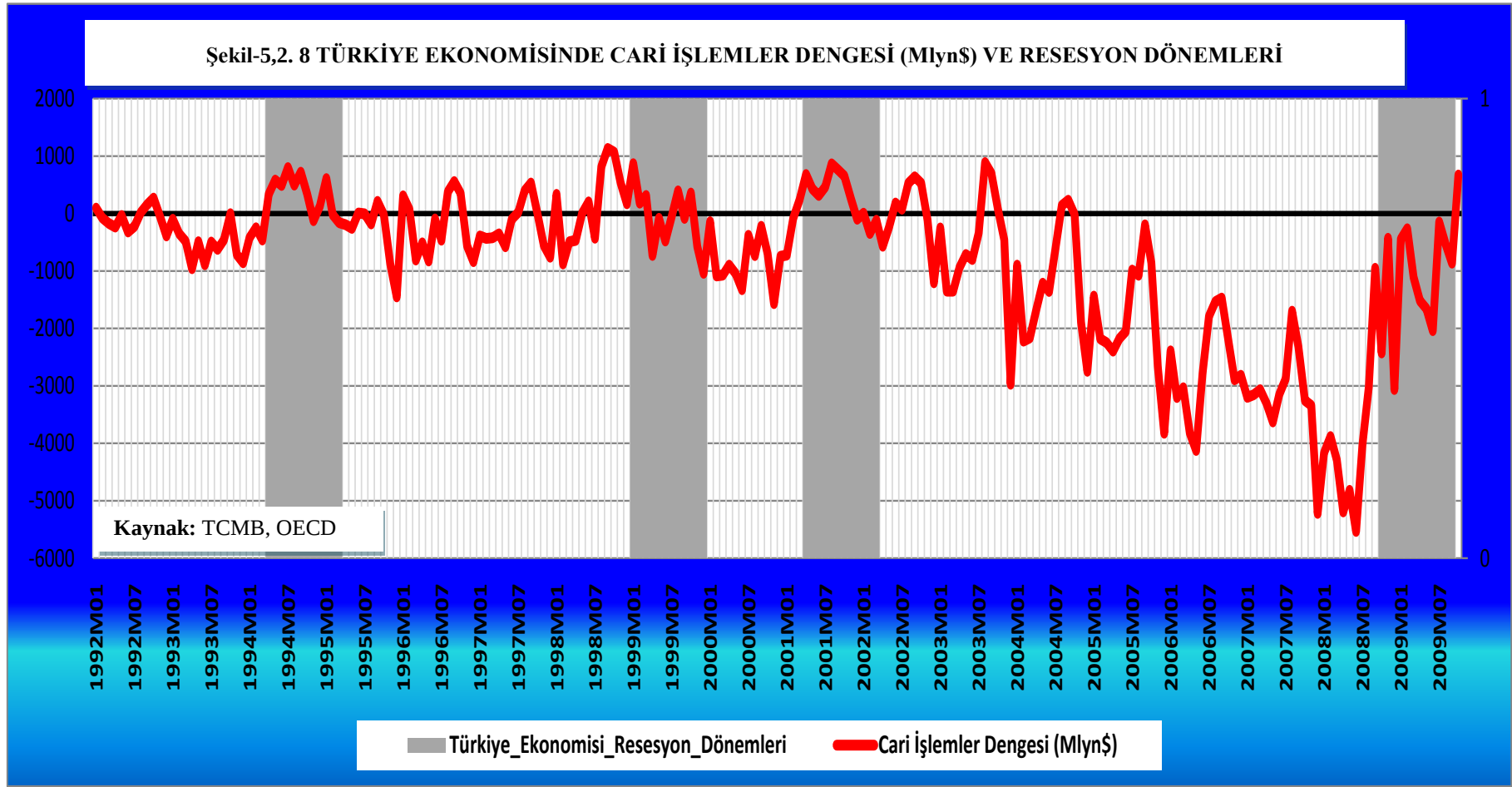
Şekil-5.2. 6 TÜRKİYE EKONOMİSİNDE SEÇİLMİŞ EKONOMİK GÖSTERGELER (%YILLIK) VE RESESYON DÖNEMLERİ



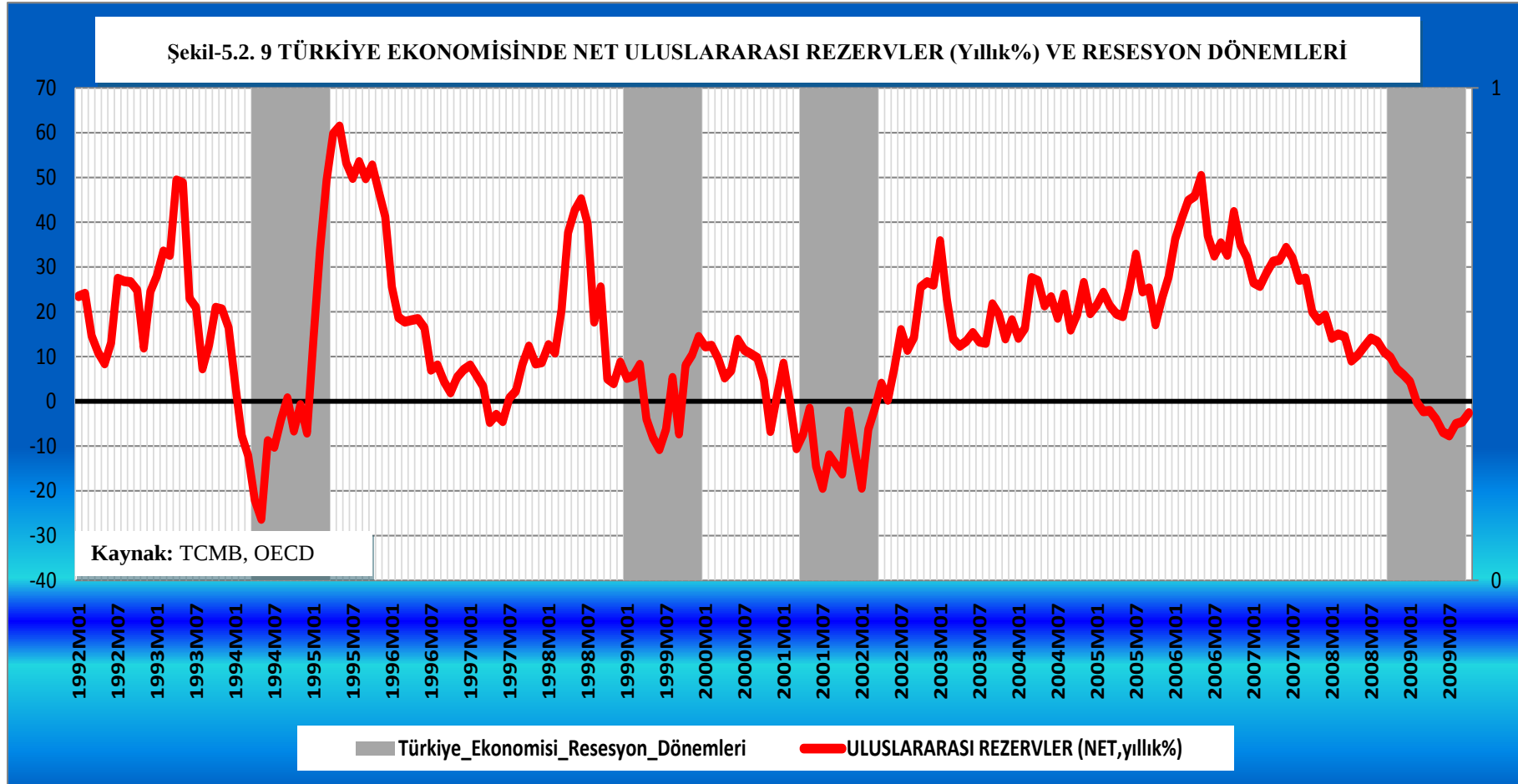
Şekil-5.2.6.'da, Türkiye Ekonomisi için, resesyon dönemleri ve bu dönemleri öncülemede önemli özellik arzeden bileşik öncü gösterge, sanayi üretimi ve reel efektif döviz kuru değişkenin yıllık yüzde değişim grafiği verilmiştir. Bu bağlamda, ağırlıklı olarak Türkiye ekonomisinde resesyon dönemleri öncesi, esnası ve sonrasında bu değişkenler genel ortalama değerlerinden önemli şekilde uzaklaşma eğilimi göstermektedir.



Şekil-5.2.7.'de, Türkiye Ekonomisi için, resesyon dönemleri ve bu dönemleri öncülemede önemli özellik arzeden ABD Dolar Kuru (TL/\$) değişkenin yıllık yüzde değişim grafiği verilmiştir. Bu bağlamda, ağırlıklı olarak Türkiye ekonomisinde resesyon dönemleri öncesi, esnası ve sonrasında ABD Dolar Kuru (TL/\$) genel ortalama değerlerinden önemli şekilde uzaklaşma eğilimi göstermektedir.



Şekil-5.2.8.'de, Türkiye Ekonomisi için, resesyon dönemleri ve bu dönemleri öncülemede önemli özellik arzeden cari işlemler dengesi açığı değişkenin değerleri verilmiştir. Bu bağlamda, ağırlıklı olarak Türkiye ekonomisinde resesyon dönemleri öncesi, esnası ve sonrasında cari işlemler dengesi açığı, ekonomin, döviz açığını çevirebilmesine bağlı genel ortalama değerlerinden önemli şekilde uzaklaşma eğilimi göstermektedir.



Şekil-5.2.9.'da, Türkiye Ekonomisi için, resesyon dönemleri ve bu dönemleri öncülemede önemli özellik arzeden uluslararası rezerv değişkenin yıllık yüzde değişim grafiği verilmiştir. Bu bağlamda, ağırlıklı olarak Türkiye ekonomisinde resesyon dönemleri öncesi, esnası ve sonrasında uluslararası rezerv değişkeni genel ortalama değerlerinden önemli şekilde uzaklaşma eğilimi göstermektedir.

5.2. Probit Modelin Uygulaması ve Sonuçların Değerlendirilmesi

Türkiye ekonomisinde finansal krizleri Probit model yardımıyla açıklarken kullanılan açıklayıcı değişkenlerin mevsimsellikten arındırılmış ve durağan halleri kullanılmıştır. Açıklayıcı değişkenler, yıllık yüzde değişim değerlerinin düzey seviyesinde durağan oldukları ADF birim kök testleri ile tespit edilmiştir.

•Sanayi Üretim Değişkeni ADF Durağanlık Testi:

Tablo-5.2.1’de sanayi üretimi ADF durağanlık test sonucu verilmiştir. Buna göre, sanayi üretimi değişkeni, %1 anlam düzeyinde durağandır.

Tablo-5.2. 1 Sanayi Üretimi ADF Durağanlık Test Sonucu				
Null Hypothesis: Sanayi Üretimi Has A Unit Root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
				-4.064552
				0.0013
Test critical values:	1% level		-3.458104	
	5% level		-2.873648	
	10% level		-2.573298	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(SANAYI)				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 1990M03 2009M09				
Included observations: 235 after adjustments				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SANAYI(-1)	-0.197071	0.048485	-4.064552	0.0001
D(SANAYI(-1))	-0.344610	0.061884	-5.568676	0.0000
C	0.657589	0.429196	1.532140	0.1269
R-squared	0.250197	Mean dependent var		-0.074043
Adjusted R-squared	0.243733	S.D. dependent var		6.813414
S.E. of regression	5.925192	Akaike info criterion		6.408987
Sum squared resid	8145.032	Schwarz criterion		6.453152
Log likelihood	-750.0560	Hannan-Quinn criter.		6.426792
F-statistic	38.70724	Durbin-Watson stat		2.019347
Prob(F-statistic)	0.000000			

•Bileşik Öncü Gösterge Değişkeni ADF Durağanlık Testi:

Tablo-5.2.2’de bileşik öncü gösterge değişkeni ADF durağanlık test sonucu verilmiştir. Buna göre, bileşik öncü gösterge değişkeni, %1 anlam düzeyinde durağandır.

Tablo-5.2. 2 Bileşik Öncü Gösterge ADF Durağanlık Test Sonucu				
Null Hypothesis: Bileşik Öncü Gösterge Has A Unit Root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 14 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
-3.622624				0.0060
Test critical values:	1% level		-3.459627	
	5% level		-2.874317	
	10% level		-2.573656	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(ONCU_GSTR)				
Method: Least Squares				
Date: 01.07.10 Time: 17.11				
Sample (adjusted): 1991M04 2009M10				
Included observations: 223 after adjustments				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ONCU_GSTR(-1)	-0.066428	0.018337	-3.622624	0.0004
D(ONCU_GSTR(-1))	1.455573	0.063230	23.02016	0.0000
D(ONCU_GSTR(-2))	-0.837659	0.113282	-7.394440	0.0000
D(ONCU_GSTR(-3))	0.172132	0.120173	1.432367	0.1535
D(ONCU_GSTR(-4))	0.170944	0.120412	1.419661	0.1572
D(ONCU_GSTR(-5))	-0.219442	0.120578	-1.819914	0.0702
D(ONCU_GSTR(-6))	0.300435	0.121477	2.473186	0.0142
D(ONCU_GSTR(-7))	-0.173449	0.123470	-1.404788	0.1616
D(ONCU_GSTR(-8))	0.202083	0.122924	1.643964	0.1017
D(ONCU_GSTR(-9))	-0.032992	0.122372	-0.269605	0.7877
C	0.045668	0.079420	0.575022	0.5659
R-squared	0.899107	Mean dependent var		0.135426
Adjusted R-squared	0.891796	S.D. dependent var		3.575788
S.E. of regression	1.176231	Akaike info criterion		3.231553
Sum squared resid	286.3887	Schwarz criterion		3.476014
Log likelihood	-344.3182	Hannan-Quinn criter.		3.330240
F-statistic	122.9791	Durbin-Watson stat		1.882763
Prob(F-statistic)	0.000000			

•Reel Efektif Döviz Kuru Değişkeni ADF Durağanlık Testi:

Tablo-5.2.3'te reel efektif döviz kuru değişkeni ADF durağanlık test sonucu verilmiştir. Buna göre, reel efektif döviz kuru değişkeni, %1 anlam düzeyinde durağandır.

Tablo-5.2. 3 Reel Efektif Döviz Kuru ADF Durağanlık Test Sonucu				
Null Hypothesis: Reel Efektif Döviz Kuru Has A Unit Root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 12 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				-3.377777
Test critical values:				0.0128
	1% level		-3.459362	
	5% level		-2.874200	
	10% level		-2.573594	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(RE_KUR)				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 1991M02 2009M10				
Included observations: 225 after adjustments				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RE_KUR(-1)	-0.164466	0.048691	-3.377777	0.0009
D(RE_KUR(-1))	0.411182	0.062067	6.624811	0.0000
D(RE_KUR(-2))	-0.052788	0.068158	-0.774489	0.4395
D(RE_KUR(-3))	-0.017400	0.066657	-0.261042	0.7943
D(RE_KUR(-4))	0.113957	0.066689	1.708781	0.0890
D(RE_KUR(-5))	-0.003367	0.066362	-0.050737	0.9596
D(RE_KUR(-6))	0.131663	0.065939	1.996732	0.0471
D(RE_KUR(-7))	0.079312	0.067120	1.181647	0.2387
D(RE_KUR(-8))	0.022929	0.066405	0.345284	0.7302
D(RE_KUR(-9))	0.048077	0.065880	0.729761	0.4663
R-squared	0.484449	Mean dependent var		-0.056000
Adjusted R-squared	0.452685	S.D. dependent var		6.337929
S.E. of regression	4.688846	Akaike info criterion		5.988452
Sum squared resid	4638.894	Schwarz criterion		6.201010
Log likelihood	-659.7009	Hannan-Quinn criter.		6.074241
F-statistic	15.25161	Durbin-Watson stat		1.887534
Prob(F-statistic)	0.000000			

•İMKB-100 Değişkeni ADF Durağanlık Testi:

Tablo-5.2.4'te İMKB-100 değişkeni ADF durağanlık test sonucu verilmiştir. Buna göre, İMKB-100 değişkeni, %1 anlam düzeyinde durağandır.

Tablo-5,2. 4 İMKB-100 ADF Durağanlık Test Sonucu				
Null Hypothesis: İMKB-100 Has A Unit Root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-6.565810	0.0000
Test critical values:	1% level		-3.457984	
	5% level		-2.873596	
	10% level		-2.573270	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(IMKB)				
Method: Least Squares				
Date: 01/07/10 Time: 17:13				
Sample (adjusted): 1990M03 2009M10				
Included observations: 236 after adjustments				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
İMKB(-1)	-0.135151	0.020584	-6.565810	0.0000
D(IMKB(-1))	0.179561	0.058467	3.071156	0.0024
C	8.247461	3.183701	2.590526	0.0102
R-squared	0.179956	Mean dependent var		-3.267331
Adjusted R-squared	0.172917	S.D. dependent var		45.59130
S.E. of regression	41.46260	Akaike info criterion		10.30009
Sum squared resid	400561.2	Schwarz criterion		10.34412
Log likelihood	-1212.411	Hannan-Quinn criter.		10.31784
F-statistic	25.56556	Durbin-Watson stat		1.791401
Prob(F-statistic)	0.000000			

•Cari İşlemler Dengesi Açığı Değişkeni ADF Durağanlık Testi:

Tablo-5.2.5’de cari işlemler dengesi açığı değişkeni ADF durağanlık test sonucu verilmiştir. Buna göre, cari işlemler dengesi açığı değişkeni, %1 anlam düzeyinde durağandır.

Tablo-5,2. 5 Cari İşlemler Dengesi Açığı ADF Durağanlık Test Sonucu				
Null Hypothesis: Cari İşlemler Dengesi Açığı has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				0.0000
Test critical values:	1% level		-3.461178	
	5% level		-2.874997	
	10% level		-2.574019	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(YCIAC)				
Method: Least Squares				
Date: 01/08/10 Time: 14:19				
Sample (adjusted): 1992M03 2009M10				
Included observations: 212 after adjustments				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
YCIAC(-1)	-1.013349	0.069000	-14.68617	0.0000
C	175.0078	138.4813	1.263764	0.2077
R-squared	0.506676	Mean dependent var		0.034690
Adjusted R-squared	0.504327	S.D. dependent var		2853.304
S.E. of regression	2008.842	Akaike info criterion		18.05789
Sum squared resid	8.47E+08	Schwarz criterion		18.08956
Log likelihood	-1912.137	Hannan-Quinn criter.		18.07069
F-statistic	215.6836	Durbin-Watson stat		2.000277
Prob(F-statistic)	0.000000			

•ABD Dolar Kuru (TL/\$) Değişkeni ADF Durağanlık Testi:

Tablo-5.2.6’da ABD Dolar Kuru (TL/\$) değişkeni ADF durağanlık test sonucu verilmiştir. Buna göre, ABD Dolar Kuru (TL/\$) değişkeni, %1 anlam düzeyinde durağandır.

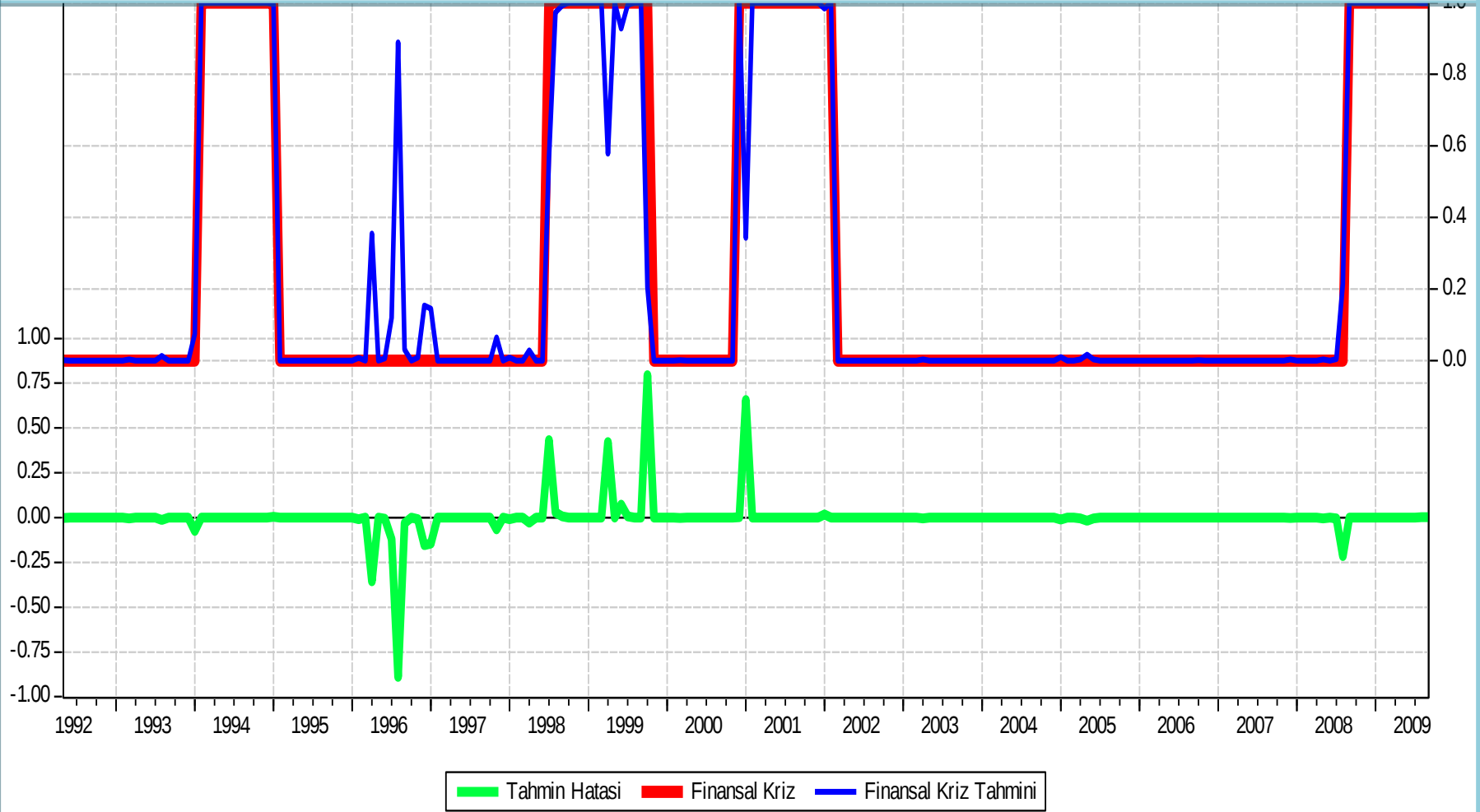
Tablo-5,2. 6 ABD Doları (TL/\$) ADF Durağanlık Test Sonucu				
Null Hypothesis: ABD Doları (TL/\$) has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.037010	0.0090
Test critical values:	1% level		-4.001931	
	5% level		-3.431163	
	10% level		-3.139232	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DOLAR_KUR)				
Method: Least Squares				
Date: 01/08/10 Time: 14:21				
Sample (adjusted): 1992M03 2009M10				
Included observations: 212 after adjustments				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DOLAR_KUR(-1)	-0.093569	0.023178	-4.037010	0.0001
D(DOLAR_KUR(-1))	0.398594	0.064004	6.227621	0.0000
C	9.932529	2.989118	3.322896	0.0011
@TREND(1992M01)	-0.053890	0.018648	-2.889883	0.0043
R-squared	0.185962	Mean dependent var		-0.383428
Adjusted R-squared	0.174221	S.D. dependent var		13.26515
S.E. of regression	12.05436	Akaike info criterion		7.835417
Sum squared resid	30223.96	Schwarz criterion		7.898749
Log likelihood	-826.5542	Hannan-Quinn criter.		7.861014
F-statistic	15.83874	Durbin-Watson stat		1.942671
Prob(F-statistic)	0.000000			

•Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizin Probit Modelle Tahmini Ve Sonuçların Değerlendirilmesi

Türkiye ekonomisinde finansal krizlerin, Probit modelle tahmin sonuçları Tablo-5.2.7.'de verilmiştir. Buna göre, uluslararası rezervler, cari işlemler dengesi açığı, bileşik öncü gösterge, sanayi üretimi, ABD Dolar Kuru (TL/\$) ve İMKB-100 değişkenleri finansal krizin açıklanmasında, iktisadi, istatistiksel (%5 anlam düzeyinde) ve ekonometrik olarak anlamlıdır. Modelin tahmin gücünü gösteren, McFadden (%93.77) ve LR (227,8) değerleri oldukça anlamlı düzeydedir. Modelde değişkenlerin katsayıları incelendiğinde, uluslararası rezervler arttıkça, cari işlemler açığı azaldıkça, bileşik öncü gösterge endeksi arttıkça, sanayi üretimi arttıkça, ABD Dolar Kuru (TL/\$) düştükçe, İMKB-100 azaldıkça finansal kriz olasılığı azalmakta ya da bu değişkenlerin ters yönde hareket etmesi halinde finansal kriz olasılığı artmaktadır. Şekil-5.2.10.'da modelin tahmin sonuçlarının grafikleri verilmiştir.

Tablo-5,2. 7 TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSAL KRİZİN PROBİT MODEL İLE TAHMİN SONUCU				
Dependent Variable: FİNANSAL KRİZ				
Method: ML - Binary Probit (Quadratic hill climbing)				
Sample (adjusted): 1992M05 2009M09				
Included observations: 209 after adjustments, Estimation settings: tol= 0,00010				
Initial Values: C(1)=-0,01453, C(2)=-2.0e-05, C(3)=-0,03102, C(4)= -0,05928, C(5)=0,00642, C(6)=-0,00122, C(7)=-0,24709				
Convergence achieved after 7 iterations, QML (Huber/White) standard errors & covariance				
	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
ULUSLARARASI REZERV	-0.094194	0.027103	-3.475424	0.0005
CARİ İŞLEMLER AÇIĞI	-0.000610	0.000215	-2.831174	0.0046
BİLEŞİK ÖNCÜ GÖSTERGE	-0.267290	0.072992	-3.661904	0.0003
SANAYİ ÜRETİMİ	-0.568088	0.158212	-3.590675	0.0003
ABD DOLAR_KURU (-4)	0.015865	0.007407	2.141971	0.0322
IMKB-100 (-1)	0.006765	0.003019	2.241215	0.0250
C	-1.416979	0.673028	-2.105380	0.0353
McFadden R-squared	0.937754	Mean dependent var		0.267943
S.D. dependent var	0.443951	S.E. of regression		0.110558
Akaike info criterion	0.139340	Sum squared resid		2.469041
Schwarz criterion	0.251284	Log likelihood		-7.561034
Hannan-Quinn criter.	0.184600	Restr. log likelihood		-121.4712
LR statistic	227.8203	Avg. log likelihood		-0.036177
Prob(LR statistic)	0.000000			
Obs with Dep=0	153	Total obs		209
Obs with Dep=1	56			

Şekil-5.2. 10 TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSAL KRİZİN PROBİT MODEL İLE TAHMİN SONUCU



6.SONUÇ ve POLİTİKA ÖNERİLERİ

Finansal krizlerin oluşum, gelişim, yayılma mekanizmalarının daha etkin bir şekilde ortaya çıkarılması, bir yandan ekonomilerin istikrarlı bir patikada kalmaları diğer yandan krizlerin sonuçlarının en az zarar verici olması için etkin iktisat politikalarının geliştirilmesine imkan verecektir. Bu sebeple, tezde krizlerin oluşum, gelişim ve yayılma mekanizmaları analiz edilmiş, krizlerin önlenmesine yönelik politikalar ve stratejiler ortaya konulmuştur. Bu çerçevede krizlerin ortaya çıkmasına etki eden pek çok faktör sözkonusudur. Bu faktörler, ülke ekonomisi veya küresel ekonomiden kaynaklanabildiği gibi, finansal sektör ve reel sektörden de kaynaklanabilir. Diğer yandan finansal sektörün ortaya çıkmasında iktisadi sistemin içinde bulunduğu konjonktür, iktisadi oyuncuların davranışları, tercihleri, risk yönetimleri, ahlaki yapıları, iktisadi değişkenler arasındaki ilişkilerin dengesi, belirsizlik, spekülasyonlar, manipülasyonlar, kurumsal, politik faktörler ve ekonomi politikalarının yönetim ve koordinasyon başarısı gibi pek çok faktör sözkonusu olabilmektedir. Bunları yakından incelediğimizde finansal krizlere yol açan faktörler için aşağıdaki bulgulara ulaşmaktayız:

- a. İktisadi faaliyetlerin gerileme dönemlerinde hem reel sektör hem de finansal sektörde kar oranlarının azalması sebebiyle finansal krizlerin ortaya çıkma olasılığı daha da artmaktadır. Aynı şekilde iktisadi faaliyetlerin, konjonktürün zirve yaptığı dönemlerde finansal fiyat göstergelerinde balonların oluşması ve bu fiyat balonlarının patlama olasılığının artması sebebiyle finansal krizlerde artış eğilimi sözkonusu olacaktır.
- b. Gelişmekte olan ülkelerin iktisadi kalkınmayı sağlayabilmelerinde karşılaştıkları en önemli sorunların başında finansman yetersizliği gelmektedir. Gerek kamu kesimi gerekse özel kesimde fon açığının olması gerekse de döviz açığına bağlı olarak ortaya çıkan cari açık, sürekli bir kırılganlık kaynağı olarak kendini devam ettirmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin kalkınma süreçlerinde yurtiçi finansal kaynak yetersizliği ve baskı altına alınmış finansal sistem sebebiyle yurtiçi tasarruflarının düşük düzeyde kalmasına çözüm olarak, McKinnon-Shaw (1973) tarafından gelişmekte olan ülkelerin yurtiçi ve yurtdışı yatırımcılar açısından, finansal piyasaların serbestleştirilmesi önerilmiştir.

Finansal serbestleşme, gelişmekte olan ülkelerin ihtiyaç duyduğu finansal kaynak ihtiyacını sağlama amacı açısından önemli olmasına karşın, bir yandan gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerine göre yapısal sorunları diğer yandan ise uluslararası sermaye hareketlerinin dengesiz, kısa süreli ve sağlıklı bir finansman imkânı sunması, finansal krizlerin ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Bu sebeple finansal serbestleşme sürecinin ekonominin yapısal sorunlarının çözümüne paralel olarak sağlıklı şekillendirmek, hem borç verenler hem de borç alanların sağlıklı bir finansman dengesinde olmalarını ve sürdürmelerini sağlamak, finansal istikrarsızlıkların ve finansal krizlerin önlenmesinde önemli bir role sahiptir. Aksi halde finansal istikrarsızlıklar ve finansal krizlerden kurtulmak mümkün olmayacaktır.

- c. Gelişmekte olan ülkelerde hem kamu kesimi hem de özel kesimin finansman açığı süreklilik arz etmektedir. Bu durumda bir yandan finansman koşullarındaki kısa vadeli, yüksek maliyetli ve oynaklık arzeden sağlıklı, dengesiz yapı, diğer yandan ise bu koşullar altında borçlanmayı yapan gelişmekte olan ülkelerdeki kamu kesimi ve özel kesim kurumlarının bu finansal sermaye ile verimsiz, getirisi düşük, vade yapısı uyumsuz, ülkenin yapısal ve iktisat politikalarıyla ve küresel rekabet koşullarından uzak yatırımları, büyük ölçekli sağlıklı finansman ile birlikte sağlıklı yatırım girdabına dönüştüğünde finansal istikrarsızlık ve finansal krizler kaçınılmaz olmaktadır.
- d. İktisat politikalarının, ekonominin sahip olduğu dinamiklere uygun olarak tasarlanması, yürütülmesi ve iktisadi oyuncuların beklentilerinin sağlıklı şekillendirilmesi, başta para politikası olmak üzere iktisat politikalarının başarısı, etkinliği ve güvenilirliği ve kredibilitesi açısından son derece önemlidir. Özellikle günümüzde finansal ve iktisadi krizlerin engellenmesi ve sona erdirilmesinde çok büyük role sahip olan, para politikası, döviz kuru politikası, maliye politikasının etkin tasarımı, uygulayıcı kurumların ve otoritelerin kredibilitesi yatırımcı güveni ve beklentileri açısından büyük öneme sahiptir. Özellikle, gelişmekte olan ülkelerin yapısal sorunları, kamu kesimi bütçe açığı, cari işlemler açığı, özel kesim finansman açığı koşulları altında uygulanan iktisat politikaları sürdürülemez bir yapı arz etmektedir. Bu durum finansal istikrarsızlıklar ve finansal krizlerin en önemli tetikleyicilerinin başında

gelmektedir. Bu sebeple bu politikalar ne kadar etkin tasarlanır ve başarılı bir şekilde uygulanırsa, uygulayıcı kurumlar ne kadar nitelikli, şeffaf ve güvenilir olursa iktisadi politikaları ve iktisadi sistem o kadar başarılı olacaktır. Diğer yandan politikaların eksik ve yanlış tasarımları ve uygulanması, yatırımcıların güvenleri ve beklentilerinin sağlıklı yönetilememesi, politika ve kurumların kredibilitelerini olumsuz etkileyerek, finansal ve iktisadi krizlerin ortaya çıkması, derinleşmesi, yayılması ve uzunluğu açısından olumsuz etkiler yaratacaktır. Bu sebeple iktisat politikaları, uygulayıcı kurumların kalitesi ve başarısı iktisadi sistemin sağlıklı, etkin ve güçlü çalışmasına imkân verecektir.

- e. İktisadi birimlerin iş yapma süreçlerindeki davranışsal ve etik yapıları da krizlerin oluşmasında önemli faktörlerden birisidir. Asimetrik enformasyon, ahlaki tehlike ve ters seçim süreçleri ve eksik risk değerlemeleri, finansal istikrarsızlıkları, yatırımlardaki zararları ve finansal krizleri artırmaktadır. Asimetrik enformasyon, iktisadi birimler arasındaki bilginin eşit olmayacak şekilde dağılmasıdır. Taraflar arasında bu eşitsiz bilgi dağılımı, iktisadi karar alma süreçlerinde yanlışlara yol açabilmektedir. Aynı şekilde, iktisadi birimlerin iş ahlakındaki bozulmalar taraflar arasında ters seçimlere yol açarak kaynak dağılımında etkinsizliklere ve piyasada güven bunalımına yol açabilmektedir. Finansal sistemde de taraflar arasında, asimetrik enformasyon, ahlaki tehlike ve ters seçim sorunlarının sözkonusu olması, kaynak dağılımında, beklentiler ve güven açısından bozulmalar, finansal piyasalardan hareketle, ekonomi geneline yayılacak krizlere yola açabilecektir.
- f. İktisadi sistemde, istikrar tüm iktisadi birimlerin gelecek planları ve iktisadi kararları açısından son derece önemlidir. Ancak iktisadi sistemde ortaya çıkan istikrarsızlıklar, iktisadi birimlerin beklentilerini olumsuz etkileyerek uzun vadeli yüksek katma değerli reel yatırımları engelleyerek, kısa vadeli spekülatif yatırımlara yönelmelerine yol açarak ekonomide yapay fiyat balonlarının oluşmasına imkan verecek ve finansal krizlerin temel sebebi olabilecektir. Bu sebeple, hem iktisadi ve siyasi istikrar hem de reel katma değer odaklı yatırımlar, yapay finansal fiyat balonlarından kaynaklanan kazançlara göre tüm iktisadi birimlerin uzun vadeli iktisadi kazançları için daha büyük bir öneme sahiptir.

g. İktisadi birimler iktisadi karar süreçlerinde, diğer iktisadi birimlerin mali yapıları hakkında sağlıklı ve şeffaf bilgi sahibi olmaları gerekmektedir. İktisadi birimlerin de, diğer firmaların mali tabloları hakkında doğru zamanda, güvenilir bir şekilde bilgi almaları gerekmektedir. Ne var ki, bu mali tablolarda kötüleşme eğilimleri sistematik bir hal alması durumunda iktisadi birimlerin beklentileri bozularak, güvensizlik ve risk artacak, iktisadi birimlerin iktisadi faaliyetleri azalarak bir iktisadi krizin tetiklenmesi ortaya çıkabilecektir. Bu sebeple, hem reel hem de finansal sektörde faaliyet gösteren firmaların mali tablolarının iktisadi gücü hem iktisadi faaliyetlerdeki gerilemenin bir sonucu hem de sonrasında ortaya çıkabilecek finansal krizlerin bir sebebi olabilmektedir. Özellikle bankacılık sektöründe mali tabloların bozulması finansal krizleri tetikleyen en önemli faktörlerin başında gelmektedir. Mali tablolarla ilgili önemli bir diğer nokta mali tabloların standartlarının, doğruluğunun ve şeffaflığının sağlanmasıdır.

Finansal krizlerinin önlenmesine yönelik pek çok politika seçeneği sözkonusudur.

Mishkin (2001)'e göre, finansal krizleri önlemeye yönelik olarak bir finansal politika seti ortaya konmuştur. Bu politika setinin temel bileşenleri şu şekildedir:

- a) Finansal Sektörün Etkin Tasarımı, Denetimi ve Gözetimi
 - aa) Sağduyulu Davranışların Yükseltilmesi
 - ab) Risk Yönetiminin Etkinleştirilmesi
 - ac) Büyük Kurumların Batmasının Etkin Yönetilmesi
 - ad) Düzenleyici/Denetleyici Kurumların Güçlü Olması
 - ae) Düzenleyici/Denetleyici Kurumların Bağımsız Olması
 - af) Denetleyici Kurumların Hesap Verebilir Olması
 - ag) Kredi Verme Sürecinin Etkinleştirilmesi
- b) Muhasebe Standartları ve Raporlamada Etkinlik
- c) Hukuki Düzenleme ve Süreçlerde Etkinlik
- d) Piyasa Temelli Disiplinin Teşvik Edilmesi
- e) Yabancı Banka Yatırımlarının Teşvik Edilmesi
- f) Finansal Serbestleşme Sermaye Hareketlerinin Düzenlenmesi
- g) Finansal Sektörde Özelleştirme

h)Dış Borç Yüğü, Cari Açık ve Bütçe Açığının Dengelenmesi

j)Büyük Kurumların Batmasına İzin Verilmesi

i)Para Politikası, Döviz Kuru Etkinliği ve Fiyat İstikrarı

Türkiye ekonomisinde finansal krizlerin ortaya çıkmasını etkileyen pek çok faktör sözkonusudur. Türkiye ekonomisindeki, finansal krizleri etkileyen, yapısal iktisadi sorunlar, iktisat politikası hataları, küresel rekabet gücündeki yetersizlikler, siyasi-jeopolitik dinamikler, küresel ekonomideki değişimler vb pek çok değişken olmakla birlikte, makroekonomik kritik değişkenlerin başında, iç ve dış finansman yetersizliğinin bir sonucu olarak, döviz açığı ve döviz borçlarının çevrilememesi sorunu gelmektedir. Bu çerçevede, cari işlemler açığı, uluslararası rezervler, ABD Dolar Kuru (TL/\$), reel efektif döviz kuru, İMKB-100'deki değişimler finansal krizin hem sebebi hem de sonucu olarak karşılıklı etkileşime sahip olarak çok büyük role sahiptir. Diğer yandan finansal kriz, finansal sistemin reel sektöre ve ekonomi geneline finansman sağlama işlevinin zarar görmesi anlamına geldiği için, özellikle sanayi üretimindeki düşüşler finansal krizin en önemli sonuçlarından bazen de reel sektördeki kar oranlarının azalması sonucu reel yatırımlar yerine spekülative finansman yatırımlarının artması sebeplerinden birisi olabilmektedir. Diğer yandan, Türkiye ekonomisi için, finansal krizlerde ekonominin arz, talep, finansman ve beklenti cephesindeki değişimlerin dinamiğini temsil eden bileşik öncü göstergeler değişkeni, finansal krizlerin hem sebeplerini hem de sonuçlarını gösteren bir değişken rolü oynamaktadır.

Sonuç olarak Türkiye ekonomisi, dünya ekonomisinde önemli ve yükselen bir iktisadi potansiyele sahiptir. Diğer yandan Türkiye ekonomisindeki, iktisadi yapıdaki zayıflıklar kırılganlığı artırarak, sıklıkla finansal krizlere ve buna bağlı olarak iktisadi krizlere yol açmaktadır. Dolayısıyla, başta ekonominin küresel teknolojik rekabet gücünün artırılması olmak üzere, iç ve dış finansman açığının kapatılması, ara malı ve teknolojiye dış bağımlılığın azaltılması, ticari ve finansal uluslararası serbestleşmenin etkin bir şekilde yönetilmesi, finansal sistemin, kurumsal etkinlik ve gelişmişliğinin sağlanması, özellikle finansal piyasalarda manipölasyonlar ve yıkıcı spekülasyonların önlenmesi, para, maliye ve döviz kuru politikalarında etkinliğin artırılması krizlerin önüne geçilmesi ve olumsuz etkilerinin azaltılması açısından son derece önemlidir.

7. KAYNAKÇA

MAKALELER

- Agenor, R., C.J. Mc Dermott, And M.E, Ucer (1996), “ Fiscal Imbalances, Capital Inflows And The Real Exchange Rate: The Case Of Turkey”, IMF Working Paper.
- Akalin Gülsüm, Uçak, Ayhan (2007) “Ekonomik Krizlerde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Rolü Ve IMF’nin Kriz Yönetimi” Öneri. C.7.S.28. Hz. 2007.255-262.
- Aktan, C.Can (2004) "Ekonomik Kriz" , Yeni Türkiye Dergisi, Www.Canaktan.Org/Yonetim/Kriz-Yonetim/Genel-Olarak.Htm, Erişim Tarihi: Kasım-2009
- Akyüz, Yılmaz Ve Boratav Korkut (2003) "The Making Of The Turkish Financial Crisis" World Development Vol. 31, No. 9, Pp. 1549–1566, 2003
- Akyüz, Y. Ve Boratav, K (2002), “Türkiye’de Finansal Krizin Oluşumu”, İktisat/İşletme Finans: 15-45.
- Alper, C. Emre. (2001) “The Turkish Liquidity Crisis Of 2000: What Went Wrong”• Forthcoming: Russian And East European Finance And Trade, V.37, No. 6, S. 51-71.
- Atabek, A. Coşar, E.E. Ve Saygın Şahinöz. (2005) “Central Bank Of The Republic Of Turkey A Composite Leading Indicator For The Turkish Economic Activity” TCMB Statistics Department, Ankara
- Aziz, Caramazza Ve Salgado (2000), “ Currency Crisis: In Search Of Common Elements” IMF Working Paper, Wp/00/67
- Başçı, Erdem“18. İstatistik Araştırma Sempozyumu Sunumu”T. C Merkez Bankası 7 Mayıs 2009
- Blanchard, Olivier J. And Mark W. Watson (1982) “Bubbles, Expectations And Financial Markets” NBER Working Paper No. 945
- Boratav, K. (1994), “Ekonomik Özgürlükler, Güven Ve Reform Süreci”, İktisat/İşletme Ve Finans, 9, 100: S.22-30.
- Boratav, K. (2002b), “2000/2001 Krizlerinde Sermaye Hareketleri”, Mülkiye Birliği Dergisi, Cilt: XXV, Sayı: 230: 207-220.
- Bordo, M. (1987), “Financial Crises: Lessons Form History” 5. Uluslararası Garden Finans Konferansı
- Bordo, M. (1998) "Currency Crises (And Banking Crises) İn Historical Perspective" EHF-Research Report No:10,

- Bustelo, Pablo, Clara García, And Iliana Olivie, (1999), “Global And Domestic Factors Of Financial Crises In Emerging Economies: Lessons From The East Asian Episodes (1997-1999)“ ICEI Working Paper No. 16,
- Celasun, Oya. (1998),” The 1994 Currency Crisis In Turkey “ World Bank Policy Research Working Paper No. 1913
- Chiodo, A. J. And Owyang. M. T. (2002), “A Case Study Of A Currency Crisis: The Russian Default Of 1998” The Federal Reserve Bank Of St. Louis,
- Cipollini, Andrea, Kostas Mouratidis • Nicola Spagnolo (2008) "Evaluating Currency Crises: The Case Of The European Monetary System" *Empir Econ* 35.
- Claessens,S., Demirgüç-Kunt,A. And Moshirian, F. (2009) "Global Financial Crisis, Risk Analysis And Risk Measurement" *Journal Of Banking&Finance* 33,S.1949–1952
- Cole H, Kehoe T (1995) A Self-Fulfilling Model Ofmexico’s 1994–1995 Debt Crisis. *J Int Econ* 41.
- Compact Oxford English Dictionary, "Crisis", [Http://Www.Askoxford.Com / Concise_Oed/ Crisis?View](http://www.askoxford.com/concise_oed/crisis?view=erisim), Erişim Tarihi: Eylül-2009
- Corsetti, G, Pesenti, P, Roubini, R., (1998), What Caused The Asian Currency And Financial Crisis? Parts I And II. NBER Working Papers, Nos. 6833-6844.
- Davis, E P (2003) "Towards A Typology For Systemic Financial İnstability" *Economics And Finance Working Papers*, Brunel University, 03-20
- Demir F., Karabiyik,A ve dğ.. (2008) “ABD Mortgage Krizi” BDDK, Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı Çalışma Tebliği Sayı: 3 / Ağustos 2008,
- Demirguc-Kunt, A.,And Detragiache, E. (1998), “The Determinants Of Banking Crises In Developing And Developed Countries,” *IMF Staff Papers*, V.45, N.1. 81–109.
- Diamond, D., And Dybvig, P. (1983), Bank Runs, Deposit Insurance, And Liquidity, *Journal Of Political Economy* 91, 401–419.
- Fisher, I. (1933), ""The Debt Deflation Theory Of Great Depressions"", *Econometrica*, 1: 337-57
- Flood, R. And Garber, P. (1984) "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples", *Journal Of International Economics* 17,1-13
- Fратиanni, Michele. And Artıs Michael J. (1996) “The Lira And The Pound İn The 1992 Currency Crisis: Fundamentals Or Speculation? *Open Economies Review*, 7.S.573-589
- Friedman, Milton And Anna J. Schwartz. (1963), “Money And Business Cycles” *The Review Of Economics And Statistics*, Vol. 45, No. 1, Part 2, Supplement
- Glick, Reuven,. Michael, Hutchison (1999) “Banking And Currency Crises: How Common Are Twins?” Federal Reserve Bank Of San Francisco

- Goldstein, M., (1998). The Asian Financial Crisis. Institute For International Economics, Washington,
- Guttentag J. M.And Herring R. J.(1984), "'Credit Rationing And Financial Disorder'", Journal Of Finance, 39:S.1359-1382
- Herring, R.J. (1999) "Credit Risk And Financial Instability" Oxford Review Of Economic Policy, V.15,No.3,
- IMF (1998) "Financial Crises: Characteristics And Indicators Of Vulnerability" In Financial Crises: Causes And Indicators, World Economic And Financial Surveys World Economic Outlook,
- IMF (2010) Global Financial Stability Report, IMF, January 2010, Update GFSR
- Kaminsky Graciela, Saul Lizondo Ve Carmen M. Reinhart, (1997), "Leading Indicators Of Currency Crises", IMF Working Paper, No:79, Washington DC.
- Kaminsky, Graciela L. (2006) Kaminsky, Graciela L. (2006) "Currency Crises: Are They All The Same?" Journal Of International Money And Finance 25
- Kaminsky, Graciela L. And M. Reinhart, Carmen. (1999), "The Twin Crises: The Causes Of Banking And Balance-Of-Payments Problems" The American Economic Review, Vol. 89, No. 3 Pp. 473-500
- Kazgan, Gülten (2002) "1990 Sonrası Yıllarda Türkiye’de Krizler Ve İşsizlik; Çalışanlar Ve Sosyal Güvenlikleri İçin Çözümler Açısından Bir İrdeleme" 17-18 Mayıs 2002, Galatasaray Üniversitesi,
- Kouri, P.J.K. (1976) "The Exchange Rate And The Balance Of Payments In The Short Run And In The Long Run: A Monetary Approach." Scandinavian Journal Of Economics, 78, 280-304
- Krugman, P. (1979), "A Model Of Balance Of Payment Crises," Journal Of Money, Credit And Banking 11
- Krugman, P. (1999), "Balance Sheets, The Transfer Problem, And Financial Crises" International Tax And Public Finance, 6,
- Krugman, P. (2003), Economic Policy In The International Economy: Essays In Honor Of Assaf Razin. Cambridge University Press.
- Lindgren, Carl-Johan ve Diğ. (1999). "Financial Sector Crisis And Restructuring Lessons From Asia" International Monetary Fund, Washington Dc.,
- Meltzer A. H. (1982), "'Rational Expectations, Risk, Uncertainty, And Market Responses'", In P. Wachtel (Ed.), Crisis In The Economic And Financial Structure, Salomon Bros. Series On Financial Institutions And Markets, Lexington Books, Lexington, Mass

- Minsky, Hyman P. (1992). “ The Financial Instability Hypothesis” The Jerome Levy Economics Institute Of Bard College, Working Paper No. 74, Prepared For Handbook Of Radical Political Economy, Edited By Philip Arestis And Malcolm Sawyer, Edward Elgar: Aldershot, 1993.
- Minsky, Hyman P. “Comment” On Friedman, Milton And Anna J. Schwartz. (1963a), “Money And Business Cycles” The Review Of Economics And Statistics, Vol. 45, No. 1, Part 2, Supplement
- Mishkin, F.S. (1991) “Asymmetric Information And Financial Crises: A Historical Perspective” NBER, Working Paper No. 3400
- Mishkin, F.S. (1998), International Capital Movements, Financial Volatility And Financial Instability. National Bureau Of Economic Research Working Paper. 6390.
- Mishkin, F.S. (1999). Lessons From The Tequila Crisis. Journal Of Banking And Finance. 23,
- Mishkin, F.S. (2001). Financial Policies And The Prevention Of Financial Crises İn Emerging Market Countries. NBER Working Paper. 8087.
- Mishkin, Frederic S. (1994) “Preventing Financial Crises: An International Perspective” NBER
- Mishkin, Frederic S.(1996), “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective”, NBER Working Paper No. 5600,
- Obstfeld M, Rogoff K (1995) The Mirage Of Fixed Exchange Rate. J Econ Perspect 9
- Obstfeld, M. and Rogoff, K. (2009) “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes” prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, October 18-20, 2009
- Obstfeld, Maurice. (1984), “Balance-Of-Payments Crises And Devaluation” Journal Of Money, Credit And Banking, Vol. 16, No. 2 ,S.208-217
- Obstfeld, Maurice. (1986), “Rational And Self-Fulfilling Balance-Of-Payments Crises” The American Economic Review, Vol. 76, No. 1, Pp. 72-81
- Obstfeld, Maurice. (1994), “The Logic Of Currency Crises” NBER Working Paper No. 4640
- Obstfeld, Maurice. (1996), “ Models Of Currency Crises With Self-Fulfilling Features” NBER, Wp.5285
- Orlowski, Lucjan T. (2008) “Stages Of The 2007/2008 Global Financial Crisis: Is There A Wandering Asset-Price Bubble?” Economics, The Open-Access, Open-Assessment E-Journal, Discussion Paper, Nr. 2008-43 | December 18, 2008 | [Http://Www.Economics-Ejournal.Org/Economics/Discussionpapers/2008-43](http://www.Economics-Ejournal.Org/Economics/Discussionpapers/2008-43) Erişim Tarihi:Aralık 2009,

- Ozatay, F.(1996), “The Lessons From The 1994 Crisis In Turkey: Public Debt (Mis)Management And Confidence Crisis”, Yapi Kredi Economic Review, June 1996, Vol:7,
- Özatay, F. (2000) “The 1994 Currency Crisis in Turkey”, The Journal Of Policy Reform, 3(4), 327-352,
- Perez-Bermejo, F., Simon Sosvilla-Rivero And Reyes Maroto-Illerac (2008) “An Eclectic Approach To Currency Crises: Drawing Lessons From The EMS Experience” Applied Financial Economics, 2008, 18,
- Radelet, S., Sachs, J., (1998), The Onset Of The East Asian Crisis. Paper Presented At The National Bureau Of Economic Research’s Conference On Currency Crises, 6–7 February.
- Razin, Assaf. (2003), “Introduction” In Economic Policy In The International Economy: Essays In Honor Of Assaf Razin. Editedd By Helpman, Elhanan. And Sadka, Efraim. Cambridge University Press.
- Reinhart, Carmen M. Ve Kenneth S. Rogoff. (2008), “Banking Crises: An Equal Opportunity Menace” NBER Working Paper 14587,
- Roubini, N., (2008), The Shadow Banking System Is Unravelling. Financial Times, September 21
- Salant, S., Henderson, D. (1978), “Market Anticipation Of Government Policy And The Price Of Gold,” Journal Of Political Economy 86: 627–648.
- Schwert (1989), Business Cycles, Financial Crises And Stock Volatility” NBER, Wp. No: 2957
- Sen, S. (2008) “Global Financial Crisis A Classic 'Ponzi' Affair?” Institute For Studies In Industrial Development, No: 2008/12 Working Paper,
- Sezgin, H. Funda Ve Elif Özge Özdamar (2008) “Finansal Krizlerin Öngörülmesinde Probit Model Yaklaşımı Ve Türkiye Uygulaması” Uluslararası Finans Sempozyumu-2008, Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Yüksekokulu
- Shafer J. R. (1986), "Managing Crises In The Emerging Financial Landscape", OECD Eco. Studies, 8: 56-77
- Sosvilla-Rivero, Simón And Francisco Pérez-Bermejo. (2008) “Political And Institutional Factors In Regime Changes In The ERM: An Application Of Duration Analysis”,The World Economy, Doi: 10.1111/J.1467-9701.2008.01114.X,
- Stephen G. Hall, S. G. Brian Henry, (2009) “The Timing Of Currency Crises: The Case Of The ERM” Quantitative And Qualitative Analysis In Social Sciences Volume 3, Issue 1, 2009,

- Sundararajan, V. And Balino, T. JT. (1991) Banking Crises: Cases And Issues, Washington DC: IMF. ,
- Sungur, N. Ve Sarıdoğan. E. (2010) "Küresel Krizin Türkiye İmalat Sanayiine Etkileri" Vira Haber,
- TCMB Finansal İstikrar Raporu, Mayıs-2009 Sayı:8
- Türk Dil Kurumu, "Krizi" [Http://Tdkterim.Gov.Tr/Bts/?Kategori=Verilst&Kelime=Kriz&Ayn=Tam](http://tdkterim.gov.tr/Bts/?Kategori=Verilst&Kelime=Kriz&Ayn=Tam), Erişim Tarihi: Kasım-2009,
- Uçer, M. , R. Van Rijckeghem Ve R. Yolalan (1998), "Leading Indicators Of Currency Crises: A Brief Literature Survey And An Application To Turkey" Yapı Kredi Economic Review, 9, 2, December.
- Uygur, Ercan. (2001) "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım Ve 2001 Şubat Krizleri" Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 2001/1,[Http://Www.Tek.Org.Tr](http://www.tek.org.tr), Erişim Tarihi: Kasım-2009
- Üçer, Murat, Caroline Van Rijckeghem Ve Reha Yolalan, (1998) "Leading Indicators Of Currency Crises: A Brief Literature Survey And An Application To Turkey", Yapı Kredi Economic Review, Volume:9, N.2
- Üşür, İşaya. "Kriz Bir "Kavram" Açıklama Notu" Mülkiyeliler Birliği Dergisi • Cilt: Xxııı • Sayı: 214, 2009
- Veblen, T. (1904) The Theory Of Business Enterprise. NY: Charles Scribner's Sons
- Yeldan, Erinç. (2002) "Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler" Praksis,
- Yükseler, Z. (2009) " Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler Ve Ödemeler Dengesi Uyumu" TCMB Çalışmalar

KİTAPLAR

- Davis, E. P. (1995), Debt, Financial Fragility And Systemic Risk, Revised And Expanded Edition, New York: Oxfor Unv. Press.
- Gup, Benton E. , (1998) Bank Failures İn The Major Trading Countries Of The World: Causes And Remedies, Greenwood Publishing Group,
- Kazgan, Gülten, (2000). Küreselleşme Ve Ulus-Devlet Yeni Ekonomik Düzen, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları,
- Kazgan, Gülten, (2005) Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001) : "Ekonomi Politik" Açısından Bir İrdeleme İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi, 2005.

- Kepenek, Y. Ve Yentürk, N. (2007), Türkiye Ekonomisi, İstanbul: Remzi Kitabevi, 19.Bsm. S.580vd
- Kindleberger, Charles P. (2000) Cinnet, Panik Ve Çöküş Mali Krizler Tarihi, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları,
- Knight, Frank H. (1921) Risk, Uncertainty And Profit, Beard Books, 2002
- Mckinnon, Ronald I. (1973), “Money And Capital İn Economic Development”, Washington. The Brookings Institution.
- Mitchell, Wesley Clair. (1941) Business Cycles And Their Causes., University Of California Press, N.29
- Oktar, Suat (1998), Kuramda Ve Uygulamada Para Kurulu, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi,1.Basım
- Oktar, Suat. (1996), Merkez Bankalarının Bağımsızlığı, İstanbul: Bilim Teknik Yay.
- Oktar, Suat., (1998),Enflasyon Hedeflemesi: Para Politikasının Güvenilirliği Ve Fiyat İstikrarı, İstanbul: Bilim Teknik Yay.
- Özatay, Fatih. (2009). Finansal Krizler Ve Türkiye", İstanbul: Doğan Kitap, 2009
- Parasız, İ. Ve Bildirici, M. (2006). Modern Konjonktür Teorileri, Ezgi Ktbv. Bursa
- Schumpeter J. E (1942), Capitalism, Socialism And Democracy; Republ. By Unwin Paperbacks, London, 1974.
- Schwartz, A. (1995), “ Systemic Risk And The Macroeconomy” in Kaufman, G.G. (Ed) Research İn Financial Services, 7.19-30, Greenwich, JAI Press
- Shaw, E. (1973), “Financial Deepening İn Economic Development”, New York. Oxford University Press.
- Yeldan, E. (2001), Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim Ve Büyüme, İletişim Yayınları, Araştırma-Inceleme Dizisi 109, İstanbul.