



T.C.
TOKAT GAZİOSMANPAŞA ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

**FİNANSAL KRİZLER VE PROBİT MODEL İLE KRİZLERİN
TAHMİNİ: TÜRKİYE ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME**

Hazırlayan
Mahmut ÖZBEK

İktisat Ana Bilim Dalı
Doktora Tezi

Danışman
Doç. Dr. Baki DEMİREL

TOKAT – 2021

Mahmut Özbek tarafından hazırlanan “**Finansal Krizler Ve Probit Model İle Krizlerin Tahmini, Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme**” adlı tez çalışmasının savunma sınavı 26 Temmuz 2021 tarihinde yapılmış olup aşağıda verilen Jüri tarafından **Oy Birliği** ile Tokat Gaziosmanpaşa Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı 'nda Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyeleri (Unvanı, Adı Soyadı)

İmzası

Üye (Başkan) : Prof. Dr. İlhan EROĞLU

.....

Üye : Prof. Dr. Cumhur ERDEM

.....

Üye : Doç. Dr. Baki DEMİREL

.....

Üye : Doç. Dr. Ahmet Oğuz DEMİR

.....

Üye : Dr. Öğr. Üyesi Adem TÜZEMEN

.....

ONAY

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

Prof. Dr. Mehmet GÜNEŞ

Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Müdürü

T.C.
TOKAT GAZİOSMANPAŞA ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ'NE

Tokat Gaziosmanpaşa Üniversitesi Lisansüstü Enstitüsü tez yazım kılavuzuna göre, Doç. Dr. Baki DEMİREL danışmanlığında hazırlamış olduğum “Finansal Krizler Ve Probit Model İle Krizlerin Tahmini, Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme” adlı Doktora tezimin bilimsel etik değerlere ve kurallara uygun, özgün bir çalışma olduğunu, aksinin tespit edilmesi halinde her türlü yasal yaptırımını kabul edeceğimi beyan ederim.

(26/07/2021)

Tezin Yazarı

Mahmut ÖZBEK

TEŞEKKÜR

Doktora programı süresince bana sağladığı bakış açısı ile tezin oluşturulması ve geliştirilmesi sürecinde katkıda bulunan değerli hocam ve tez danışmanım Sayın Doç. Dr. Baki DEMİREL'e, çalışmanın tüm aşamalarında değerli görüşlerini esirgemeyen ve farklı bakış açıları kazandıran Sayın Prof. Dr. İlhan EROĞLU'na, değerli görüş ve katkılarından yararlandığım Sayın Dr. Öğr. Üyesi Adem TÜZEMEN'e, ayrıca sabır ve anlayışlarından dolayı sevgili eşim Öznur ÖZBEK'e ve oğlum Yağız Efe ÖZBEK'e sonsuz teşekkürlerimi sunuyorum.



ÖZET

1990'ların başından itibaren çok sayıda finansal kriz yaşanmış ve bu krizler, tüm dünyayı derinden etkileyen olumsuz sonuçlar doğurmuştur. Özellikle 1994 Meksika Krizi, 1997-1998 Güneydoğu Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi, 1998-1999 Brezilya Krizi ve son olarak da 2008 Küresel Ekonomik Kriz, gerek bölgesel düzeyde gerekse dünya genelinde, ekonomiler üzerinde yıkıcı etkiler yaratmıştır. Türkiye ise 1994 krizi, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerini yaşamış, 2008 Küresel Krizinden de ülke ekonomisi oldukça etkilenmiştir.

Finansal krizlerin sayısının ve şiddetinin artması, krizleri önceden tahmin etme ihtiyacını doğurmuş; bununla birlikte konuya olan ilgiyi de artırmıştır. Bu nedenle literatürde krizlerin belirleyicilerini saptama amacına yönelik bir dizi teorik ve ampirik çalışma bulunmaktadır. Elbette finansal krizleri öngörebilmek oldukça yoğun çaba gerektiren bir süreçtir. Ancak, geçmişte yaşanan finansal krizler iki şeyi göstermiştir: birincisi, ekonomik tahmin göstergelerini iyileştirmek, ikincisi ekonomik krizler için iyi çalışan erken uyarı sistemi geliştirebilmek. Bu bağlamda ekonomik tahmin göstergeleri, ekonomide doğabilecek büyük yıkımları önlemek ve politika yapımcılarının daha etkin kararlar almasına ve daha büyük kayıpların önüne geçilmesine yardımcı olması adına son derece yararlı bir araçtır.

Bu gereksinim kapsamında oluşturulan çalışmanın amacı, Türkiye'nin 1992:M01-2019:M12 aylık ve 1998:Q1-2019:Q4 üç aylık dönemi için probit model yöntemi ile finansal krizlerin tahminine yönelik ampirik bir çalışma ortaya koymaktır. Finansal kriz dönemlerinin belirlenmesi amacıyla finansal baskı endeksi oluşturulmuş ve bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Analize dahil edilen bağımsız değişkenler ise literatür taraması sonucunda özenle seçilerek, değişkenlerin Türkiye'de yaşanan finansal krizler için öncü gösterge olup olamayacakları test edilmiştir.

Modele dahil edilen aylık verilerden; cari işlemler dengesi, gecelik borçlanma faiz oranı, Merkez Bankası rezervleri, bileşik öncü göstergeler, dış ticaret dengesi, hisse senetleri fiyat endeksi, enflasyon oranı değişkenleri ile bağımlı değişken arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Üç aylık verilerden ise; enflasyon oranı, ihracatın ithalatı karşılama oranı, M2 para arzının GSYH'ye oranı, Merkez Bankası

rezervleri, kısa vadeli dış borç oranı, doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ye oranı, toplam kredi hacmi değişkenleri ile bağımlı değişken arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Krizler, Kriz Öncü Göstergeleri, Probit Model



ABSTRACT

ESTIMATED PROBIT MODELS WITH FINANCIAL CRISIS AND THE CRISIS: AN EVALUATION ON TURKEY

There have been many financial crises since the beginning of the 1990s, and these crises have had negative consequences that have deeply affected the whole world. Especially the 1994 Mexican Crisis, the 1997-1998 Southeast Asian Crisis, the 1998 Russian Crisis, the 1998-1999 Brazilian Crisis and finally the 2008 Global Economic Crisis had devastating effects on economies both at the regional level and around the world. Turkey, on the other hand, experienced the 1994 crisis, November 2000 and February 2001 crises, and the country's economy was greatly affected by the 2008 Global Crisis.

The increase in the number and severity of financial crises has led to the need to predict crises; however, it also increased the interest in the subject. For this reason, there are a number of theoretical and empirical studies in the literature aimed at determining the determinants of crises. Of course, predicting financial crises is a process that requires hard effort. However, past financial crises have shown two matters: first, to improve economic forecasting indicators, and second, to be able to develop an early warning system that works well for economic crises. In this context, economic forecast indicators are an extremely useful tool to prevent major catastrophes in the economy and to help policy makers make better decisions and prevent greater losses.

The aim of the study created within the scope of this requirement is to present an empirical study for the prediction of financial crises with the probit model method for Turkey's 1992:M01-2019:M12 monthly and 1998:Q1-2019:Q4 quarter. In order to determine the financial crisis periods, the financial pressure index was created and used as a dependent variable. The independent variables included in the analysis were carefully selected as a result of the literature review, and it was tested whether the variables could be a leading indicator for the financial crises in Turkey.

From the monthly data included in the model; there is a statistically significant relationship between current account balance, overnight borrowing interest rate, Central

Bank reserves, composite leading indicators, foreign trade balance, stock price index, inflation rate variables and dependent variable. From the quarterly data; it was concluded that there is a statistically significant relationship between inflation rate, export coverage ratio, M2 money supply to GDP ratio, Central Bank reserves, short-term external debt ratio, foreign direct investments to GDP, total credit volume variables and the dependent variable.

Key Words: Financial Crises, Crisis Leading Indicators, Probit Model



İÇİNDEKİLER

	Sayfa
Bilimsel Etik Sayfası	i
Teşekkür.....	ii
Özet.....	iii
Abstract	v
İçindekiler	vii
Tablolar Listesi.....	x
Şekiller Listesi.....	xii
Kısaltmalar Listesi.....	xiii
 GİRİŞ.....	 1
 BÖLÜM 1: KRİZ VE EKONOMİK KRİZ.....	 5
1. KRİZ VE EKONOMİK KRİZ KAVRAMLARI	6
1.1. Kriz Nedir?	6
1.1.1. Krizlerin Özellikleri.....	9
1.1.2. Krizlerin Türleri	11
1.1.3. Krizlerin Nedenleri	14
1.2. Ekonomik Kriz Nedir?.....	14
1.2.1. Ekonomik Krizlerin Nedenleri	36
1.2.2. Ekonomik Krizlerin Türleri	38
1.2.2.1. Reel Sektör Krizleri	39
1.2.2.2. Finansal Krizler.....	40
1.2.2.2.1. Finansal Krizin Tanımı.....	40
1.2.2.2.2. Finansal Krizlerin Temel Nedenleri	44
1.2.2.2.2.1. Finansal Serbestleşme ve Deregülasyon.....	46
1.2.2.2.2.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	48
1.2.2.2.2.3. Varlık Fiyatlarında Düşüşler – Balonların Patlaması	48
1.2.2.2.2.4. Finansal Bulaşıcılık.....	49
1.2.2.2.2.5. Sabit Döviz Kuru	51
1.2.2.2.2.6. Asimetrik Bilgi, Ters Seçim ve Ahlaki Yapının Bozulması	52
1.2.2.2.2.7. Sürü Psikolojisi.....	53
1.2.2.2.2.8. Makroekonomik Nedenler.....	54
1.2.2.2.3. Finansal Krizlerin Sınıflandırılması	55
1.2.2.2.3.1. Para Krizleri (Currency Crisis).....	56
1.2.2.2.3.1.1. Birinci Nesil (Kanonik) Kriz Modelleri.....	60
1.2.2.2.3.1.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri (Kendi Kendini Doğrulayan	63
Kriz Modelleri)	
1.2.2.2.3.1.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri (Yayılma/Bulaşma Etkisi	66
Modeli)	
1.2.2.2.3.2. Bankacılık Krizleri	69
1.2.2.2.3.2.1. İkiz Kriz (Twin Crises).....	72
1.2.2.2.3.3. Borç Krizleri	76
1.2.2.2.3.4. Sistematik Finansal Krizler	77
 BÖLÜM 2: DÜNYA’DA YAŞANAN ÖNEMLİ EKONOMİK KRİZLER.....	 82

2.1. 1929 Krizi – Büyük Buhran.....	84
2.1.1. Kriz Öncesi Dönem “Kükreyen Yirmiler” (1920 – 1929).....	85
2.1.2. Krizin Derinleşmesi ve Büyük Buhran	86
2.1.3. Krizin Nedenleri	88
2.1.4. Krizin Sonuçları	91
2.2. Latin Amerika Krizleri.....	101
2.2.1. 1982 Latin Amerika Dış Borç Krizi.....	101
2.2.2. 1994 Meksika (Tekila) Krizi	107
2.2.3. 1999 Brezilya Krizi	112
2.2.4. 2001 -2002 Arjantin Krizi	116
2.3. 1997 – 1998 Güneydoğu Asya Krizi	121
2.3.1. Kriz Öncesi ve Kriz Dönemi	123
2.3.2. Krizin Nedenleri	132
2.4. 1998 Rusya (Ruble) Krizi.....	136
2.5. 2008 Küresel Finansal Kriz (Subprime Mortgage Krizi)	142
BÖLÜM 3: TÜRKİYE’DE YAŞANAN EKONOMİK KRİZLER	154
3.1. Türkiye’de Yaşanan Ekonomik Krizlere Genel Bir Bakış ve 1990 Öncesi Dönem Krizleri	154
3.1.1. 1929 Krizi.....	158
3.1.2. 1946 Krizi ve 7 Eylül 1946 Kararları.....	161
3.1.3. 1958 Kambiyo Krizi ve 4 Ağustos Devalüasyonu.....	164
3.1.4. 10 Ağustos 1970 İstikrar Programı.....	167
3.1.5. Dünya Petrol Krizleri ve Türkiye’de 1978 Krizi	169
3.1.6. 1980 Krizi ve 24 Ocak 1980 Kararları.....	173
3.2. 1994 Krizi ve 5 Nisan Kararları	177
3.2.1. Kriz Öncesi Dönem ve Yapısal Dönüşümler.....	177
3.2.2. Kriz Dönemi ve Krizin Ortaya Çıkış Süreci	180
3.2.2.1. Para Politikasında Uygulama Değişikliği.....	181
3.2.2.2. Finansal Piyasaların Küreselleşmesi ve Sermaye Hareketlerinin Erken Serbestleştirilmesi	181
3.2.2.3. Yurt İçi Tasarruf Oranının Düşmesi ve Faiz Oranları	182
3.2.2.4. Para İkamesi Olgusu ve Senyoraj Gelirlerinin Azalması.....	183
3.2.2.5. Kamu Kesimi Borç Yönetimi Politikasının Sürdürülememesi.....	184
3.2.2.6. TL’nin Aşırı Değerlenmesi ve Enflasyonun Kronikleşmesi	185
3.2.2.7. Yüksek Cari Açık.....	186
3.2.3. 1994 Krizi Sonrasında Uygulanan İstikrar Kararları:5 Nisan Kararları..	186
3.3. Kasım 2000 Krizi (22 Kasım – 5 Aralık 2000).....	190
3.3.1. Kasım 2000 Krizi Öncesi Dönemde Ekonomik Görünüm.....	190
3.3.2. 17. Stand-By Anlaşmasının Detayları ve Kasım 2000 Krizi.....	194
3.3.3. Programın Başarısını Engelleyen Temel Olgular.....	200
3.3.4. Kasım 2000 Krizinin Nedenleri	201
3.4. Şubat 2001 Krizi ve Sonuçları (19 Şubat – 22 Şubat 2001).....	203
3.4.1. Washington Konsensüsü Benzeri Bir Yapısal Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı	205
3.4.2. Programın Makroekonomik Hedefleri.....	209
3.5. 2008 Küresel Ekonomik Krizinin Türkiye’ye Yansımaları.....	211
3.5.1. Küresel Krizin Türk Ekonomisini Etkileme Kanalları.....	211

3.5.2. Küresel Krizin Türk Ekonomisi Üzerine Etkileri.....	212
3.5.3. Küresel Krize Karşı Türkiye’de Alınan Önlemler.....	219
BÖLÜM 4: FİNANSAL KRİZLERİN ÖNCÜ GÖSTERGELERİNİN BELİRLENMESİ	222
4.1. Literatür Taraması	223
4.2. Veri ve Yöntem	228
4.2.1. Kriz Dönemlerinin Belirlenmesi	228
4.2.2. Ekonometrik Yöntem	235
4.2.2.1. Probit Model.....	237
4.2.3. Ampirik Analiz.....	241
4.2.3.1. Verilerin Durağanlaştırılması.....	246
4.2.3.2. Probit Model Tahmin Sonuçları.....	250
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	259
KAYNAKLAR	263
EKLER	283
Ek-1 Tablo 3.1 ve Tablo 3.2’de Yer Alan İşaretler İle İlgili Açıklamalar.....	283
Ek-2 Aylık Verilere Ait Zaman Yolu Grafikleri.....	284
Ek-3 Üç Aylık Verilere Ait Zaman Yolu Grafikleri.....	287
Ek-4 Logaritmik Aylık Verilere İlişkin ADF Durağanlık Analizi Sonuçları.....	290
Ek-5 Logaritmik 3 Aylık Verilere İlişkin ADF Durağanlık Analizi Sonuçları....	292
Ek-6 Analiz Sonucu Elde Edilen Kriz Öncü Göstergelerinin Kriz Dönemlerindeki Değişim Grafikleri (Aylık).....	294
Ek-7 Analiz Sonucu Elde Edilen Kriz Öncü Göstergelerinin Kriz Dönemlerindeki Değişim Grafikleri (3 Aylık).....	298
ÖZGEÇMİŞ	302

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo No	Sayfa
Tablo 1.1: Ekonomik Krizlerin Nedenleri	37
Tablo 1.2: Birinci Nesil ve İkinci Nesil Kriz Modellerinin Karşılaştırılması	66
Tablo 1.3: Para Krizlerini Açıklamaya Yönelik Modellerin Karşılaştırılması	68
Tablo 1.4: Bankacılık Krizlerinin Gerçekleşme Olasılığı	74
Tablo 1.5: Para Krizlerinin Gerçekleşme Olasılığı.....	74
Tablo 2.1: ABD’de Büyük Buhran ve Sonrasında GSMH’deki Değişim, 1928-1941	93
Tablo 2.2: ABD’nin Toplam Sanayi Üretim Endeksi (1929 = 100)	93
Tablo 2.3: Büyük Buhran Döneminde ABD’de İşsizlik Oranları (%).....	94
Tablo 2.4: Enflasyon ve Deflasyon (Tüketici Fiyatlarıyla).....	95
Tablo 2.5: ABD'nin Büyük Buhran ve Sonrasında Makroekonomik Verileri, 1930 – 1940	97
Tablo 2.6: Ekonomik göstergelerdeki değişim 1929 – 1932.....	99
Tablo 2.7: Toplam Sanayi Üretim İndeksi (1929 = 100)	99
Tablo 2.8: Latin Amerika Ülkelerinde Kişi Başına Düşen GSYH’deki Değişim (1982-1990).....	106
Tablo 2.9: Brezilya’da Yapılan Devalüasyonun Etkileri (1996-2001).....	115
Tablo 2.10: 1996 Yılındaki Önemli Değişkenler: Asya Krizi Öncesi Kaplanlar.....	125
Tablo 2.11: Net Sermaye Akımları (Milyar Dolar).....	126
Tablo 2.12: 1997 Krizi Öncesi Asya Ülkelerinde Bütçe Dengesi (% GSYH).....	128
Tablo 2.13: 1997 Krizi Öncesi Asya Ülkelerinde Yatırım Oranları (% GSYH).....	129
Tablo 2.14: 1997 Krizi Öncesi Asya Ülkelerinde Enflasyon Oranı.....	129
Tablo 2.15: Bölge Ülkelerinin Başlıca Ekonomik Göstergeleri (1996-1997).....	130
Tablo 2.16: Cari İşlemler Açığı / GSYH (%).....	131
Tablo 2.17: Reel GSYİH Büyümesi, 1995-1998	135
Tablo 2.18: Asya Ekonomilerinde Hisse Senedi Fiyatlarındaki Yüzde Değişim ve Para Birimi Değer Kaybı, 1997-1998.....	136
Tablo 2.19: Rusya’ya Yapılan Net Sermaye Girişleri (Milyar Dolar)	138
Tablo 2.20: Rusya’nın Büyüme, Enflasyon ve İşsizlik Oranları, 1994-1998.....	139
Tablo 2.21: Rusya Federasyonu Bütçe Dengesi (GSYH’ye Oranı, %).....	139
Tablo 2.22: 2008 Krizi Öncesi ve Sonrası Dönemde Büyüme Oranları (2005-2014)	151
Tablo 2.23: 2008 Krizi Öncesi ve Sonrası Dönemde Ortalama Enflasyon Oranları (2006-2012).....	152
Tablo 2.24: 2008 Küresel Krize Yönelik Çeşitli Ülkelerin Aldıkları Önlemler....	153
Tablo 3.1: Dünya Olayları ve Krizler.....	157
Tablo 3.2: İç Etkenler ve Krizler.....	158
Tablo 3.3: 24 Ocak Kararları Öncesi ve Sonrası Temel Makroekonomik Göstergeler (%)	175
Tablo 3.4: Türkiye’de Para İkamesi	183
Tablo 3.5: Dış Borç Stoku (1989-1993).....	184
Tablo 3.6: 1989-1994 Döneminde Cari İşlemler Dengesi (Milyon Dolar).....	186
Tablo 3.7: 1992-1997 Dönemi Temel Makroekonomik Göstergeler.....	187
Tablo 3.8: 1997-2003 Dönemi Makroekonomik Göstergeler.....	193
Tablo 3.9: İstikrar Programının Performans Kriterleri ve Hedefleri.....	196

Tablo 3.10: Toplam ve Kısa Vadeli Borçlar ve Bunların Toplam Dış Borçlar ile Net Uluslararası Rezervlere Oranı (%).....	198
Tablo 3.11: 1999-2002 Dönemi Makroekonomik Göstergeler	204
Tablo 3.12: Programda Yer Alan Yapısal Reformlar ve Yasal Düzenlemeler	207
Tablo 3.13: TMSF Kapsamındaki Bankaların Yeniden Yapılanma Süreci	208
Tablo 3.14: Programda Hedeflenen Temel Makroekonomik Göstergeler	210
Tablo 3.15: Temel Makroekonomik Göstergeler (2005-2010)	214
Tablo 3.16: 2008 Krizinde Temel Sektörlerde Dönemsel ve Yıllık Büyüme Oranları (%).....	214
Tablo 3.17: 2007-2009 Dönemi İhracat ve İthalat Rakamları (Milyar \$)	215
Tablo 3.18: Kriz Döneminde CİB Dengesi ve Para Hareketleri (Milyar \$).....	217
Tablo 4.1: Farklı Standart Sapma Değerlerine Göre Kriz Ayları.....	231
Tablo 4.2: Farklı Standart Sapma Değerlerine Göre Kriz Dönemleri	231
Tablo 4.3: Analizde Kullanılan Aylık Değişkenler.....	242
Tablo 4.4: Analizde Kullanılan Aylık Değişkenlerin Logaritmik Değerlerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler.....	243
Tablo 4.5: Analizde Kullanılan 3 Aylık Değişkenler.....	244
Tablo 4.6: Analizde Kullanılan 3 Aylık Değişkenlerin Logaritmik Değerlerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler.....	245
Tablo 4.7: Logaritmik Aylık Verilere İlişkin ADF Durağanlık Analizi Sonuçları ...	247
Tablo 4.8: Logaritmik 3 Aylık Verilere İlişkin ADF Durağanlık Analizi Sonuçları.	248
Tablo 4.9: ADF Durağanlık Analizi 2. Fark Analiz Sonuçları.....	249
Tablo 4.10: Probit Model Tahmin Sonuçlarına Göre Kriz Öncü Göstergeleri (Aylık)	251
Tablo 4.11: Aylık Probit Modelin Öngörü Performansı	254
Tablo 4.12: Probit Model Tahmin Sonuçlarına Göre Kriz Öncü Göstergeleri (3 Aylık)	255
Tablo 4.13: Üç Aylık Probit Modelin Öngörü Performansı.....	258

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1: Kriz Türleri	13
Şekil 1.2: Ekonomik Krizlerin Evreleri	16
Şekil 1.3: Ekonomik Kriz Türleri	39
Şekil 1.4: Finansal Krizlerin Sınıflandırılması	56
Şekil 1.5: Birinci Nesil Kriz Modellerinde Krizin Oluşum Süreci.....	62
Şekil 1.6: Sistemik Finansal Krizlerin Oluşumu ve Gelişimi	78
Şekil 1.7: Finansal Krizlerin Tesadüfleri (1970-2011).....	79
Şekil 1.8: On Yıllık Ortalama Finansal Kriz Sayısı.....	81
Şekil 2.1: 1910-1960 Yılları Arasında ABD'deki İşsizlik Oranının Seyri.....	94
Şekil 2.2: ABD'de Depresyonun Genel Seyri.....	98
Şekil 2.3: 1861'den İtibaren Meksika Ham Petrol Fiyatları.....	104
Şekil 2.4: Kriz Döneminde Meksika'da Döviz Kuru Hareketleri.....	109
Şekil 2.5: 1980-1996 Döneminde Meksika'nın GSYH Değişimi.....	109
Şekil 2.6: Brezilya'da 1990 - 2000 arası Rezervler ve Doğrudan Yabancı Yatırım Miktarları.....	113
Şekil 2.7: Kriz Öncesi ve Sonrası Dönemde Brezilya'da Döviz Kurlarının Seyri ...	114
Şekil 2.8: Brezilya'da 3 Aylık GSYH Değişimi, 1993-1999 (Bir Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre % Değişim)	116
Şekil 2.9: Arjantin'de Rezervler ve Döviz Kurunun Seyri.....	118
Şekil 2.10: Yıllar İtibariyle Arjantin'de GSYH'deki Değişim	120
Şekil 2.11: Asya ekonomilerinin GSYİH büyüme oranları (1986-1996).....	126
Şekil 2.12: Kore, Endonezya, Malezya, Filipinler ve Tayland'ın Toplam Sermaye Girişleri (1986-1996).....	127
Şekil 2.13: Asya Ekonomilerinin Dış Borç / GSYH Oranı (1986-1996).....	128
Şekil 2.14: ABD'de Konut Piyasası Reel Fiyatları (1890-2019).....	144
Şekil 3.1: 5 Nisan Kararlarının Otomatik İstikrar Etkisi.....	189
Şekil 3.2: İMKB Fiyat Endeksleri.....	213
Şekil 3.3: İhracat Dengesi ve İhracatın İthalatı Karşılama Oranı	215
Şekil 3.4: Kriz Döneminde Enflasyon Oranları.....	216
Şekil 3.5: Sanayi Üretim Endeksi ve Kapasite Kullanım Oranları.....	218
Şekil 3.6: İşgücü Göstergeleri.....	219
Şekil 4.1: Aylık Hesaplanan Finansal Baskı Endeksi.....	233
Şekil 4.2: Üç Aylık Hesaplanan Finansal Baskı Endeksi	234
Şekil 4.3: Probit ve Logit Modelin Birikimli Dağılımları	237
Şekil 4.4: Aylık Probit Modelin Öngörü Grafiği.....	255
Şekil 4.5: Üç Aylık Probit Modelin Öngörü Grafiği.....	258

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADF	Genişletilmiş Dickey – Fuller Testi
AKT	Avusturyacı Konjonktür Teorisi
AIC	Akaike Bilgi Kriteri
AIG	American International Group
BDF	Birikimli Dağılım Fonksiyonu
BIS	Bank for International Settlements
BSSO	Brüt Sabit Sermaye Oluşumu
CDF	Standart Normal Kümülatif Dağılım Fonksiyonu
CDO	Collateralized Debt Obligations
CİB	Cari İşlemler Bilançosu
DOM	Doğrusal Olasılık Modelleri
DTH	Döviz Tevdiat Hesapları
ERM	Avrupa Döviz Kuru Mekanizması
EVDS	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FBE	Finansal Baskı Endeksi
FED	Federal Reserve Board
FİH	Finansal İstikrarsızlık Hipotezi
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSA	Glass-Steagall Yasası

GSMH	Gayrisafi Milli Hasıla
GSYH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
HMB	T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı
ICM	Institute For Crisis Management
IFIs	International Financial Institutions
IMF	International Monetary Fund
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsleri
MB	Merkez Bankası
MBS	Mortgage Backed Security
NDV	Net Dış Varlıklar
NINJA	No Income, No Job, No Asset
NİV	Net İç Varlıklar
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
OEEC	The Organisation for European Economic Cooperation
SBB	T.C. Strateji ve Bütçe Başkanlığı
SEK	Sıradan En Küçük Kareler
SIC	Schwarz Bayesian Kriteri
SP	Standart and Poors
SSCB	Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TDK	Türk Dil Kurumu
TEFE	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
ÜFE	Üretici Fiyatları Endeksi
YSA	Yapay Sinir Ağı

GİRİŞ

Ekonomik olaylara dair gelişmeler, insanların topluluk halinde yaşamaya başlamasının bir sonucu olarak insanlık tarihi kadar eskidir. Bu bağlamda, ekonomik düşüncenin eski Yunanlılara kadar dayandığı ve eski Ortadoğu'da da önemli bir konu olduğu bilinmektedir. Ayrıca, ekonomik faaliyetlerin sistematikleşmeye başladığı antik çağlardan bu yana, ekonomik gelişmelere paralel olarak ekonomik krizlerin de yaşandığı bilinmektedir.

Ekonomik bir krizin doğma ihtimali, ekonomik faaliyetlerin başlamasından itibaren her zaman var olmuştur. Ekonomik krizler tarihte oldukça yaygındır ve etkilenen ekonomilerde genellikle ekonomik tsunamilere neden olmaktadır. Bu nedenle, ekonomik krizler iktisat biliminin çözüm üretmeye çalıştığı en dikkat çeken sorunların başında gelmektedir.

İktisadi yaşamda insanoğlunun maruz kaldığı en önemli sorunlardan birisi, belki de en önemlisi olan ekonomik krizler, ortaya çıktığı andan itibaren sadece bulunduğu bölgeleri etkilemekle kalmayıp, dünya tarihine de yön vermişlerdir. Krizlerin etkisi kimi zaman sadece bir ülke veya bölge ile sınırlı kalırken, kimi zaman ise bütün dünyayı etkilemiş ve etkilediği ülkelerde de çok büyük ekonomik yıkımlara sebep olmuştur.

Kriz kavramı, tanım olarak terminolojide kendisine farklı bilim alanlarında yer bulmuştur. İktisadi manada ise kriz, ekonominin herhangi bir yerinde yaşanan şiddetli ve ani bir bozulma ve ya kalıcı ve içinden çıkılması güç bir durum olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir ifadeyle; mal, hizmet, üretim ve döviz fiyatları üzerinde makul sayılabilecek seviyelerin dışında gerçekleşen şiddetli dalgalanmalar olarak tanımlanabilir. Özetle ekonomik kriz, sürekli olarak daha kötüye giden bir ekonomide, ekonomik tedbirlerin de işe yaramaması sonucu ülkenin ekonomik bir darboğaza sürüklenmesi olarak tanımlanabilmektedir. Bu durum bir borsa çöküşü olabileceği gibi, enflasyonda veya işsizlikte ani bir artış veya bir dizi banka başarısızlığı şeklinde de tezahür edebilmektedir (Dulupçu vd., 2015: 154).

Tarihi süreç içerisinde ülke ekonomileri sürekli yükselen bir trend izlemediği, ekonomilerin genel görünümlerinde kısa veya uzun dönemli dalgalanmaların ve yön

değişimlerinin yaşandığı bilinmektedir. Her ekonomide zaman zaman ortaya çıkabilen bu dalgalanmalar, bazen reel ekonomiden kaynaklanırken bazen de finans sektöründen kaynaklanmaktadır. Ancak yaşanan bir durumun kriz olarak nitelendirebilmesi için, öncelikli olarak herhangi bir zamanda belli bir uygulamanın ya da durumun mevcut konumunun etkilenmesi ve ileriye yönelik bir belirsizlik halinin oluşması gerekmektedir. Yani krizi kriz yapan unsur, alınacak tedbirlerin gecikmesi durumunda ortaya telafisi mümkün olmayan sonuçlar doğurması ya da önlem alınacak fırsatın bulunmamasıdır. Dolayısıyla kriz kavramının özünde aniden ve beklenmedik bir anda gerçekleşen veya öngörülemeyen durumların varlığı söz konusudur (Acar vd., 2015: 70).

Ekonomik krizler genellikle tek bir nedene bağlı olarak tezahür etmez. Çeşitli nedenlerin bir kombinasyonu şeklinde oluşur ve gerek iç ve gerekse dış konjonktürdeki gelişmelerden veya özel veya kamu sektöründen kaynaklanabilir. Ayrıca doğal afetler, salgın hastalıklar gibi dışsal bir olayda bir ülkeyi ekonomik bir krize sürükleyebilir. Genel olarak, üretim, istihdam ve fiyatlar genel seviyesindeki şiddetli dalgalanmalar gibi piyasanın genel yapısını ve işleyişini aksatmasına yol açan ekonomik bozulmalar ile kamunun ekonomiye aşırı müdahale etmesi gibi faktörler ekonomik bir kriz nedeni olabilir. Diğer taraftan, ekonomik krizler farklı şekil ve boyutlarda gelirler, farklı biçimlere dönüşürler ve hızla sınırların ötesine yayılabilirler.

Tüm krizler belirli ortak özellikleri paylaşır, ancak her biri kendine has benzersiz hikayesini, geleceğe yönelik benzersiz dersleriyle anlatmaktadır. Ekonomik krizler çoğu zaman ivedilikle ve ekonomik sistemin tümünü kapsayan politika müdahalelerine ihtiyaç duymaktadır. Ayrıca, gerek finans sektörüne gerekse maliye politikalarına yönelik kapsamlı değişiklikler talep ederler ve uygulanacak politikaların küresel boyutta eşgüdümünü zorunlu kılabilirler.

Diğer taraftan ekonomik krizler, gelişmiş, gelişmekte veya az gelişmiş ülkeleri olduğu kadar fakirleri ve zenginleri de etkilemektedir. Bu yönüyle Reinhart ve Rogoff krizleri, “fırsat eşitliği tehdidi” olarak tanımlamaktadır. Bu yönüyle, ekonomik kriz yaşanan ülkelerde sosyal kaos, sosyal huzursuzluk ile kanun ve düzenin bozulması gibi bozulmalar meydana gelebilir. Ayrıca, finans kuruluşlarının, banka ve şirketlerin çöküşü, borsalarda olağanüstü dalgalanmalar, eşi görülmemiş sayıda hacizler ve iş kayıpları, yeni kemer sıkma önlemleri ve düzenlemelerine neden olabilir. Ekonomik sıkıntının

büyüklüğüne bağlı olarak, ekonomik iyileşmeye yönelik hükümet müdahaleleri, ekonomiyi tekrar rayına oturtmak için yavaş olabilir ve gecikme ekonomide daha da büyük bir düzensizliğe yol açabilir.

Dünyada yaşanan ekonomik krizler incelendiğinde, 19. yüzyıla kadar genellikle yerel veya belirli bir mal veya malların fazlalığı ya da noksanlığına dayalı krizler yaşandığı görülürken, 1980 sonrası dönemdeki krizlerin büyük bir kısmı finansal nedenlerden kaynaklanmaktadır. Özellikle 1980’li yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkelerin para birimlerinin konvertibilitesi ve bu ülkelerde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile birlikte daha kısa aralıklarla meydana gelen krizler, yerel finansal sistemden kaçış ve dövizle hücum şeklinde yaşanarak, gelişmekte olan ülkeler üzerinde oldukça yıkıcı etkiler doğurmuştur (Ağcakaya, 2015: 84).

Günümüzde iyiden iyiye “global bir köy” haline gelen dünyamızda uluslararası ekonomik ilişkilerle finansal krizlerin bir ekonomiden diğerine sıçrayabilme özelliklerinin bulunması, finansal krizleri üzerinde önemle durulması gereken bir konu haline getirmektedir (Paasche, 2001: 624). Bunun için ülke ekonomilerinin, krizlere maruz kalmaması ya da en azından kriz kaçınılmaz ise bu durumu minimum hasarla atlatabilmesi için erken uyarı sistemlerinin varlığına duyulan gereksinim giderek artmaktadır.

Bu bağlamda çalışmanın temel amacı; ekonomiye ciddi maliyetler yükleyen finansal krizlerin önlenmesi veya en azından maliyetinin azaltılabilmesi için Türkiye’nin kriz öncü göstergelerinin belirlenmesidir. Bu amaç doğrultusunda kriz öncü göstergesi olabilecek ekonomik ve finansal değişkenler, probit model tekniği kullanılarak belirlenmeye çalışılmaktadır.

Bu amaçla oluşturulan çalışma, giriş ve sonuç bölümleri hariç dört bölümden meydana gelmektedir. Çalışmanın birinci bölümünde kriz kavramına ilişkin teorik çerçeve oluşturulmaya çalışılmaktadır. Bu kapsamda öncelikle kriz ve ekonomik kriz kavramlarının tanımları ve türlerine değinilmektedir. Ekonomik kriz türlerinden olan finansal krizlerin çeşitli tanımları yapıldıktan sonra, türleri ve nedenleri ayrıntılı bir şekilde ele alınmaktadır. Ardından finansal krizler; bankacılık, para ve borç krizleri ile

sistematik krizler olmak üzere dört başlık halinde sınıflandırılarak, finansal krizleri açıklamaya yönelik geliştirilen finansal kriz modelleri açıklanmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, dünya ekonomisinde yaşanan ve kriz literatüründe önemli bir yer tutan ekonomik krizler açıklanmaktadır. Bu kapsamda öncelikle 1929 yılında New York borsasının çökmesiyle başlayan ve birçok şirketin iflas ettiği ve yüz binlerce insanın işsiz kaldığı, 20. yüzyılın en derin ekonomik krizi olan Büyük Buhran açıklanmaktadır. Daha sonra ise 1980’li yıllardan sonra yaşanan önemli ekonomik krizlere yer verilmektedir. Burada öncelikle Latin Amerika ülkelerinde yaşanan krizlere yer verilerek, 1997-1998 Güneydoğu Asya ve 1998 Rusya krizlerine değinilmektedir. Son olarak ise 2008 Küresel Finans Krizinin ortaya çıkış süreci ele alınmaktadır.

Üçüncü bölümde Türkiye ekonomisinde yaşanan ekonomik krizlere yer verilmektedir. Bu bölümde öncelikle 1990 öncesi krizlere kısaca yer verilmiş, daha sonra ise 1994 Krizi ve 5 Nisan Kararları, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin neden ve sonuçlarına ayrıntılı olarak değinilerek, son olarak ise 2008 Küresel Finans Krizinin Türkiye ekonomisine etkilerine yer verilmektedir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde Türkiye ekonomisinde meydana gelen krizleri öngörülebilmesi amacıyla kriz öncü göstergeleri probit model yöntemiyle belirlenmeye çalışılmaktadır. Bu kapsamda öncelikle verilerin ulaşılabilirliği de göz önünü alınarak, aylık ve üç aylık verilerle Türkiye’nin kriz dönemleri belirlenmektedir. Kriz dönemlerinin belirlenebilmesi için Eichengreen, Rose ve Wyplosz tarafından geliştirilen “Finansal Baskı Endeksi” kullanılmaktadır. Daha sonra çalışmanın ekonometrik yöntemi olan Probit Model hakkında bilgi verilmektedir. Kriz dönemleri saptandıktan sonra, probit model yardımıyla aylık ve üç aylık değişkenler ile Türkiye için öncü gösterge olarak kullanılabilecek değişkenler belirlenmektedir. Ardından modelin krizleri tahmin etme performansı sınanmaktadır.

Sonuç bölümünde ise elde edilen ekonometrik bulgular doğrultusunda finansal kriz literatürüne katkı sağlayabilecek ve bu krizlerin öncü göstergesi olarak kullanılabilecek ekonomik ve finansal değişkenlerin bir değerlendirilmesine yer verilmektedir.

1. BÖLÜM

KRİZ VE EKONOMİK KRİZ

Toplumsal yaşam gibi, ekonomik faaliyetlerde de çeşitli sebeplerle istikrarsız dönemler yaşanabilmektedir. Her ekonomi zaman zaman istikrarsız dönemler yaşamakta, meydana gelen bu istikrarsızlıkların çeşitli nedenleri bulunmaktadır. İstikrarsızlıklar kimi zaman reel ekonomiden kaynaklanmakta ve durgunluk, yüksek enflasyon veya işsizlik şeklinde kendini göstermekteyken, kimi zaman da finansal piyasalardan kaynaklanmakta ve ulusal paranın değerinde yaşanan düşüşler, bankacılık sektöründeki aksaklıklar, borsadaki aşırı dalgalanmalar ve ya kamu veya özel borç stokunun döndürülemez bir duruma gelmesiyle ilişkili olabilir.

“2008 Küresel Krizi” kriz sorunsalını yeniden gündeme getirmiştir. Aslında, 1980’li yıllardan bu yana “kriz” dünya gündeminde kendisine her zaman ön sırada yer edinmiştir. Paradoksal, fakat ilginç olanı şudur ki, “krizler”e yönelik açıklamalar çok çeşitli olmasına rağmen, “kriz” kavramının kendisine yönelik aynı duyarlılık gösterilmemiştir. O itibarla, kriz kavramının toplumsal bilimler (iktisat, sosyoloji, tıp, psikoloji vb.) çözümlemelerinde çoğunlukla muğlak bir biçimde kullanıldığı görülmektedir (Üşür, 2009: 38).

Ekonomik anlamda kriz kavramı; ekonominin herhangi bir yerinde ani ve şiddetli bir şekilde meydana gelen ve ortaya çıktığı anda ekonomiyi derinden etkileyen bir durumu ifade etmektedir. Bu yönüyle ekonomik krizler karmaşık olaylardır ve bu nedenle oluşumlarının tahmin edilmesi özünde sorunludur. Bu nedenle, herhangi bir olumsuz durumu kriz olarak niteleyebilmek için öncelikle kriz kavramının tanımının, türlerinin ve nedenlerinin doğru olarak saptanması büyük önem taşımaktadır.

Bu kapsamda, çalışmanın ilk bölümünde kriz kavramın kuramsal ve kavramsal altyapısı oluşturulmaya çalışılmış, kavram tüm yönleriyle teorik olarak ele alınmıştır. Bu çerçevede, ilk olarak kriz kavramı açıklandıktan sonra, ekonomik ve finansal kriz kavramları tanımlanarak, krizlerin türleri, kriz modelleri ile krizleri açıklamaya yönelik literatürde yer alan teori ve yaklaşımlar ele alınmıştır.

1. KRİZ VE EKONOMİK KRİZ KAVRAMLARI

1.1. Kriz Nedir?

“Kriz” kavramının toplumsal bilimler (iktisat, sosyoloji, psikoloji ...) çözümlemelerinde karışık, çoğu zamana muğlak bir biçimde ele alındığı görülmektedir. Ancak, kavram iktisatta olsun, tarihte veya siyaset biliminde olsun sürekli olarak dile getirilen bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu nedenle kriz kavramı üzerinde durmak son derece önem arz etmektedir. Kavramın tarihi oldukça eskiye dayanmakta olup, ilk kez Hippokrates ve Thucydides’in “tıbbi ve askeri olayları tanımlamak” için kullandığı görülmektedir. Bu mana kriz, “yaşamla ölüm, zaferle yenilgi arasındaki kararın verildiği dönüm noktası” anlamına gelmektedir (Ataman, 1992: 11).

Masur, kelimenin tam olarak ne zaman kullanılmaya başlanıldığına dair bir tarihin mevcut olmadığını belirtirken, Starn kelimenin Roma, Ortaçağ ve Rönesans tarihçilerinde görülmemekle beraber, tıp alanında kullanıldığını belirtmektedir (Üşür, 2009:39).

Sözcüğün etimolojik kökeni ise Yunanca ve Latince köklere dayanmakta olup, “ayırarak ya da bölmek” anlamlarına gelmektedir. Yunanca “krinein” kökünden türeyen “krisis” terimi hukuki ve daha geniş anlamda ise Latince’de kullanıldığı gibi “karar, karar vermek” manasına gelmektedir (Önder, 2001: 45).

Oxford English Dictionary’de kelimenin tarihsel olarak 17. yüzyılın başlarında kullanılmaya başlandığı ve “bir şeyin gelişmesindeki yaşamsal öneme haiz ya da kesin aşama, dönüm noktası veya daha iyi ya da daha kötü bir değişimin yakın olduğu bir durum”u tanımlamak amacıyla kullanıldığını, 19. yüzyılda ise “bir rahatsızlık ve gerilim dönemi”ni kapsayacak şekilde daha geniş kapsamlı olarak kullanıldığı, günümüzde ise “problemlerin çözülmesi veya önemli kararların alınması gereken büyük bir tehlike, zorluk veya karışıklık zamanı” olarak tanımlandığı görülmektedir (Üşür, 2009: 39).

Günlük hayatın doğal akışı içerisinde hükümet krizi, siyasi, mali, ekonomik, finansal ve ahlaki kriz gibi kavramlar oldukça fazla yer almakta, buna bağlı olarak farklı disiplinler tarafından kavram sıkça kullanılmaktadır. Fakat hiç şüphe yok ki, toplumsal ve tarihsel bir terim olarak kullanılmadan önce, kriz kavramının ilk kullanımları tıbbi alanda olmuştur. Bu bağlamda organizmanın kendini iyileştirme gücünün, canlanma için

yeterli olup olmadığına karar verildiği hastalığın belirli bir evresine gönderme yapmaktadır. Bu manada kriz, “iyileşmeyi veya ölümü belirten önemli bir değişikliğin meydana geldiği bir hastalığın dönüm noktası” olarak tanımlanabilir.

Siyaset biliminde ise kriz kavramı, bir karar birimine ait temel araçların tehdit edildiği bir süreç olarak görülmektedir. Kriz kavramının bir ögesi olarak görülen tehdit kavramına, zaman baskısı ve şaşkınlık kavramları da eklenmektedir (Keskin, 2004).

Sosyal bilimlerde de kendisine oldukça yaygın bir kullanım alanı bulunan “kriz” kavramına ilişkin yapılan tanımlamalardan bazılarına aşağıda yer verilmiştir.

Bu manada öncelikli olarak kriz kavramı, bazı olağanüstü, yüksek riskli iş yapılmasına bağlı olarak sürecin dikkatle yönetilmediğinde iş hayatına olumsuz etkileri olan anormal bir durum şeklinde tanımlanabilir. Darling (1994) ise uluslararası ticarete krizi tanımlayan şeyin “olayın doğası”, “yabancı ve yerel yönetimlerin soruna verdikleri önem”, “diğer firmalar ve endüstriler üzerindeki etkisi” vb. bir dizi değişkene bağlı olduğuna dikkat çekmiştir.

Diğer bir tanım ile panik, korku, tehlike veya şok hissi olarak tanımlanabilen kriz kavramı, “daha iyi veya daha kötü için dönüm noktası”, “belirleyici anlar” veya “önemli zaman” gibi kritik bir aşamaya ulaşılan durum olarak ele alınabilmektedir (Davies ve Walters, 1998; Darling, 1994).

Howard (1993) ise krizi şöyle tarif etmiştir: (i) şirketin sisteminde büyük bir başarısızlık, ciddi bir kaza veya tehlikeli olay, insanlara, mülklere ve / veya çevreye yönelik tehlikeler ve tehditler meydana getiren durum, (ii) güvenli ve verimli işlemleri geri kazanmak için acil eylem gerektiren, kapsamlı bir hasar ve kontrol kaybını içeren, ani ve öngörülemeyen bir olay, (iii) şirketin imajını ciddi şekilde etkileyebilecek, sosyal sorumluluğa olan bağlılığını, faaliyet gösterme ve kazançlarını, dolayısıyla finansal refahını zayıflatabilecek bir şey.

Başka bir ifade ile kriz, organizasyon veya sistemler üzerinde yıkıcı etkiye sahip olan, çoğunlukla ivedi bir şekilde yeni bir karar almayı veya yaptırımları gerektiren, bununla birlikte sistemi oluşturan bileşenler üzerinde kalıcı hasarlar oluşturan durumdur (Guilherme, 1997:148).

Brewton meydana gelen herhangi bir durum, faaliyetlerde bir aksaklığa, devletin kamusal alanda gerçekleştirdiği düzenlemelerin artmasına, örgütün kamuoyunda olumsuz algılanmasına ve mali açıdan zorlanmasına, yönetimin zamanını verimsiz kullanmasına, iş görenlerin moralinde ve desteğinde zayıflamaya neden oluyorsa, bu durum bir krizin varlığına işaret edebilir.

Bu tanımdan hareketle krizler, örgütün geleceğe dönük hedeflerini ve çalışma biçimini veya örgütün devamlılığını tehdit ederek hızlı kararlar alınmasını gerektiren, uyum ve önleme sistemlerini yetersiz kılan stres durumu olarak belirtilmektedir (Aykaç, 2001: 123).

Webster ise krizi; kesin kararların verilmesi gereken ve daha iyiye veya daha kötüye giden bir dönüm noktası - kritik durum olarak tanımlamıştır. Başka bir ifadeyle kriz, bir organizasyonun mevcut durumunu ve geleceğini etkileyen, beklenilmeyen bir anda ortaya çıkarak, genellikle önlem alınmakta geç kalınan olumsuz bir durumdur (Eğilmez, 2016).

Genel anlamda krizler, herhangi bir mal, hizmet, faktör veya döviz piyasasında görülen ve makul sayılabilecek bir değişme sınırının dışında gerçekleşen fiyat veya miktarlardaki dalgalanmalardır. İktisadi faaliyetlerin daralma aşamasında görülen sürekli düşüş şeklindeki daralmalar da kriz olarak nitelendirilebilir (Aydın ve Kara, 2008).

Genellikle buhran, bunalım gibi kavramlar ile eş anlamlı olarak kullanılabilen kavram; bir işin, bir olayın geçirdiği karışık evre, içinden çıkılması zor bir süreç, aniden ortaya çıkan kötüye gidiş gibi olumsuz durumları belirtirken kullanılmaktadır (Doğan, 1982, 609).

Türk Dil Kurumu (TDK) ise farklı bilim dallarını içerecek şekilde kriz tanımlamaları yapmıştır. Buna göre kriz;

- Bir organda aniden ortaya çıkan işlevsel bozukluk, akse,
- Bir kişinin yaşamış olduğu ruhsal bunalım hali,
- Bir şeyin nadir bulunması durumu,
- Bir şeye duyulan ani ve aşırı istek,

- Bir ülkede veya ülkeler arasında, toplum veya kuruluştaki herhangi bir zamanda görülen zor dönem, buhran, bunalım ve çöküntü olarak tanımlanmaktadır¹.

Bütün bu tanımlardan yola çıkarak geniş kapsamlı bir kriz tanımı yapılacak olursa; beklenilmeyen ve önceden sezilmeyen bir anda ortaya çıkan, hızlı bir şekilde cevap verilmesi gereken, organizasyonun olumsuz durumu önlemede ve uyum sürecini işletmede yetersiz kaldığı, mevcut değerlerini, amaç ve hedeflerini tehlikeye sokan gerilim durumu “kriz” olarak açıklanabilir.

1.1.1. Krizlerin Özellikleri

Hangi disiplin dalı ile ilgili olursa olsun bir krizin temel özelliğinin kimsenin beklemediği bir anda ortaya çıkması ve genel itibarıyla olumsuz sonuçlar doğurabilmesinin olduğu görülmektedir. Krizler, büyük veya küçük, ulusal veya uluslararası herhangi bir ticari firmada meydana gelebilir. Ancak bu mutlaka kötü bir durum değildir (Darling, 1994); her kriz benzersizdir ve yöneticiler her duruma farklı şekilde uyum sağlar ve tepki verir. Ayrıca, aynı durum belirli bir zamanda bir krize neden olabilirken, farklı bir zamanda neden olmayabilir. Bir kriz; işlemlerin ciddi şekilde bozulması, kamunun şirket hakkındaki olumsuz algısı, finansal stres, yönetimin zamanını etkin kullanamaması ve çalışanları ahlak ve destek kaybı gibi özelliklerin “bir kısmını veya tümünü” içerir.

Kriz kavramı akıllarda yaygın olarak olumsuz bir durumun varlığını anımsatmakla birlikte, “tehlike” ve “fırsat” kelimelerinin birleşiminden oluşan Çince WEI-JI kelimesinde olduğu gibi kimi zaman bazı sektör ve şirketler için önemli fırsatlar yaratması bakımından olumlu bir durum olarak da tezahür edebilir. Bu boyutuyla krizlerin, daha pozitif bir sürece geçme noktası olarak tanımlamak da mümkündür.

Krizlerin en belirgin özelliği hiç şüphesiz bünyesinde barındırdığı “belirsizlik” durumudur. Kriz dönemlerinde bilinen tüm kurallar ve çözümler geçerliliğini yitirmekte, meydana gelen yeni koşulların ve kuralların geçerli olduğu yeni bir döneme geçilmektedir. Günümüzde kriz kavramının “yıkımla sonuçlanan bir değişim” ve “ileri,

¹ Türk Dil Kurumu - <https://sozluk.gov.tr>

daha gelişkin bir evreye geçiş” olmak üzere herkes tarafından kabul edilen başlıca iki anlamı mevcuttur².

Diğer taraftan krizlerin kendilerine has belirgin karakteristik özellikleri bulunmaktadır (Shaluf, Ahmadun ve Mat Said, 2003):

1. Öncelikle kriz, insan yapımı bir olaydır.
2. Krizlerin olumlu ve olumsuz yanları vardır.
3. Her krizin bir anatomisi vardır.
4. Krizler, felaketlerin yanı sıra ekonomik ve politik meselelerden de kaynaklanabilmektedir.
5. Kriz, kısa sürede karar verilmesi gereken bir durumdur.
6. Kriz, herhangi bir yerde ve zamanda, çok az uyarı ile veya hiç uyarı vermeden oluşabilir.

McMullan’a (1997) göre ise herhangi bir durumun krize dönüşmesi için üç unsurun varlığı gerekmektedir. Bunlar: (i) önemli değişikliğe neden olan veya önemli değişikliğe neden olma potansiyeline sahip tetikleyici bir olay, (ii) yönetimin meydana gelen değişiklikle baş edemeyeceğini düşünmesi ve (iii) tetikleyicinin kuruluşun hayatta kalması için bir tehdit oluşturacak kadar önemli olmasıdır.

Diğer taraftan karşılaşılan olay veya durumların kriz olarak nitelendirilip nitelendirilemeyeceği kişiden kişiye değişebilir. Özellikle sosyal bilimlerde bir kriz tanımını yapmak oldukça güçtür. Yani ortaya çıkan her güç durum kriz olarak tanımlanamaz. Herhangi olumsuz bir durumun kriz olarak adlandırılabilmesi için sahip olması gereken temel özellikler şunlardır (Kama, 200):

- Öncelikle krizlerin, önceden bilinmeyen ya da tahmin edilemeyen bazı gelişmelerin neticesinde meydana gelmesi; genel olarak devletleri, daha küçük boyutta ise hane halklarını ve firmaları ciddi şekilde etkileyecek olumsuz sonuçlara yol açması gerekmektedir.
- Hayatın normal akışı içerisinde rutin ortaya çıkan her gelişme veya sorun, kriz olarak nitelendirilemez.

² <https://tr.wikipedia.org/wiki/Kriz>

- Krizlerin en belirgin özelliği önceden tahmin edilememesi ve bilinmeyen bir zamanda tezahür etmesidir.

- Krizler, kişiler, kurum ve kuruluşlar için bir yandan bir tehdit ve tehlike unsuruyken, diğer taraftan da yeni olanaklar sağlayabilmektedir. Bu bağlamda krizler, zihinlerde canlandırıldığı gibi tamamen "olumsuz" özelliklere sahip bir kavram değildir.

Krizleri rutin durumlardan farklı kılan temel özellikleri ise şöyle sıralanmaktadır (Tüz, 2001: 11):

- Krizler önemli bir hastalık gibidir, ciddiye alınmalı ve doğru bir şekilde müdahale edilmelidir.

- Krizler örgütsel ortamı hedefleyebilirler. Bu yönüyle kritik ve tehdit edicidirler. Doğasında baskı, belirsizlik, endişe ve panik, güvenlikten yoksunluk gibi birçok unsuru birlikte bulundurabilirler.

- Bazen krizler belirmeye başlayıncaya kadar uzunca bir süre geçmesi gerekirken, bazen de birden bire ortaya çıkabilir.

- Krizler sadece örgütü değil, örgütle ilgili bulunan tüm paydaşları (yönetici, çalışan, hissedar, devlet vb.) olumsuz bir şekilde etkileyebilir.

- Her gergin durum kriz olarak nitelendirilemez.

- Krizlerin kesin bir çözüm formülü yoktur ve yeniden ortaya çıkabilirler.

- Krizler bazen yeni fırsatlar yaratmak amacıyla bilinçli olarak başlatılabilirler.

- Kriz mutlaka bir felaketle sonuçlanmayabilir ve fırsatlar grubuna dönüştürülebilir.

1.1.2. Krizlerin Türleri

ABD kriz yönetimi enstitüsü (ICM - Institute For Crisis Management) krizleri dört kategoride incelemektedir (Kibritçioğlu, 2000: 5-6):

- Doğal afetler (Acts of God) nedeniyle oluşan krizler,

- Mekanik sorunlardan kaynaklanan krizler,

- İnsan hatalarına bağlı olarak yaşanan krizler,

- İdarenin almış olduğu kararların ve/veya kararsızlıkların yol açtığı krizler.

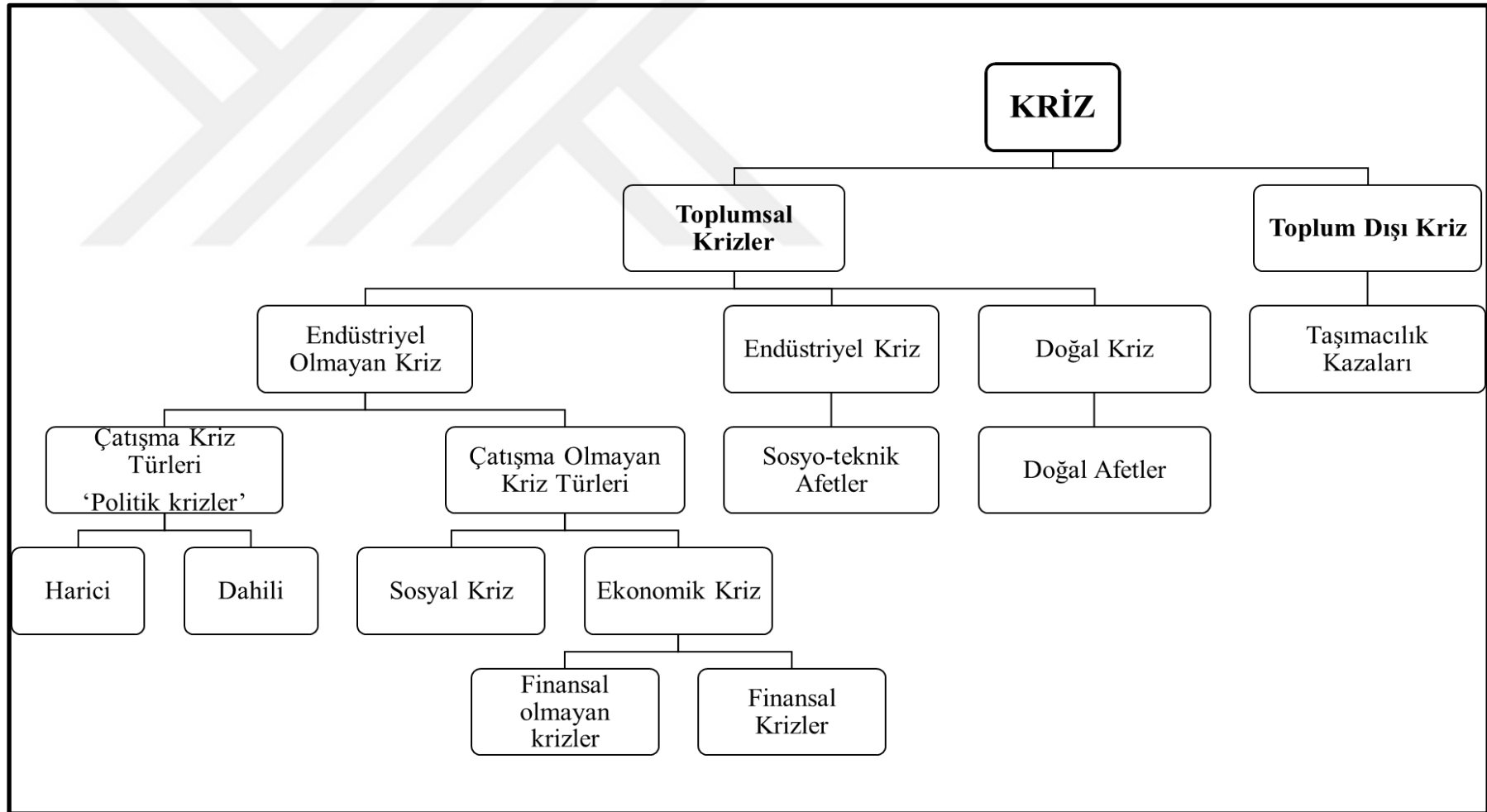
Krizin kaynağı ne olursa olsun, kriz sürecini doğru yönetmek ve krize yönelik bir plan hazırlamak için, öncelikle meydana gelen kriz türünün ne olduğunun doğru olarak belirlenmesi gerekmektedir. Bu bağlamda meydana gelebilecek olası bütün kriz türleri detaylı olarak şekil 1.1’de gösterilmiştir.

Öncelikle krizlerin “toplumsal krizler” ve “toplum dışı krizler” olmak üzere başlıca 2 türü bulunmaktadır. Toplumsal krizler: doğal afetlerden kaynaklanan doğal kriz, sosyo-teknik afetlerden kaynaklanan endüstriyel kriz ve çatışma türü; “politik” kriz ve “çatışma dışı” tip krizden kaynaklanan sanayi dışı krizlerden oluşur (Quarantelli, 1988). Endüstriyel krizler insan kaynaklı felaketlerken (ör. Bhopal, TMI, Çernobil) sanayi dışı (endüstriyel olmayan) krizler ise çatışma türü kriz ve çatışma dışı krizlerden oluşur.

Çatışma türü krizler; harici krizler (savaş (her türlü savaşı içerir)), tehditler, ilişkilerin bozulması, ambargolar, ablukalar ve terörizm) ve dahili krizlerden (siyasi sistemler (diktatörlükler), iç çatışmalar (etnik, din vb.), terörist saldırılar, grevler, sivil rahatsızlıkların gösterilmesi, sabotaj, isyanlar ve yürütme – kaçırma) meydana gelirken çatışma olmayan kriz türleri ise sosyal ve ekonomik kriz türlerinden oluşur. Ekonomik krizler; finansal krizler (Doğu Asya krizi) ve finansal olmayan krizler (İngiltere'nin BSC krizi ve İngiltere'nin ayak ve ağız krizi) olmak üzere ikiye ayrılır.

Sosyal krizler ise yerinde veya saha dışı sabotaj / ürün baskısı, sahtekarlık, yanlış söylentiler ve iftira, rüşvet, fiyat sabitleme, cinsel taciz, verimsiz ve hatalı eğitim, azletme, boykot, kişisel bilgilerin çalınması, yanlış bilgi7iletişimsizlik, şantaj, ırkçılık, ayrımcılık (cinsiyet, dini, vb.), hilekarlık, yolsuzluk ve bunlara benzer diğer problemlerden kaynaklanır.

Toplumsal olmayan krizler ise topluluğun işleyişini etkilemeyen çoğu ulaşım kazası gibi toplum dışı krizlerdir.



Şekil 1.1 Kriz Türleri

Kaynak: Shaluf, Ahmadun ve Mat Said, 2003.

1.1.3. Krizlerin Nedenleri

Krizlerin ortaya çıkış sürecini etkileyen birçok etken bulunmaktadır. Bu kapsamda; çevrede yaşanan süratli değişimler, belirsizlik ve dalgalanmalar, örgütün zayıf bilgi toplama yöntemleri, yetersiz veri, eksik haberleşme, örgüt içinden ve örgüt dışından kaynaklanan uyumsuzluk, yönetim amaçlarında meydana gelen değişmeler, siyasi problemler, plansızlık ve zaman yetersizliği gibi faktörler sayılabilir (Dinçer, 1998:385). Genel olarak krizlere sebep olan faktörler üç başlık altında toplanabilir:

1. *Dış çevre faktörleri* (teknolojik inovasyonlar, tabii afetler, hukuki ve siyasi düzenlemeler, sosyokültürel etkenler, şiddetli rekabet ortamı vb.),

2. *Genel ekonomik belirsizlik ve dalgalanmalar* (halkın satın alma gücünün düşmesi, enflasyon oranının aşırı yükselmesi, enflasyonist baskıyla yatırımlardaki azalma, kar oranlarının düşmesi, kredilerdeki kıtlık ve öz kaynak yetersizliği, işletme faaliyetlerini doğrudan doğruya etkileyen hususlar, mal ve hizmetlerde arz-talep dengesindeki bozulma, ülkelerin ödemeler dengesindeki bozulmalar, ithalat ve ihracat sistemindeki değişiklikler, grev ve lokavt gibi anlaşmazlıkların ortaya çıkması vb.),

3. *Örgüt içi etkenler ve başarısız yönetim* (kurumsal bilgi toplamada yetersizlik, üst yöneticinin rolünü algılayışı ve deneyim yetersizlikleri, yönetimin değerleri, inanç ve tutumları, işletmelerin mesleki tecrübeleri, işletmenin yaşı, üst yönetim fonksiyonlarında aksamalar, üst yönetimin yeni problemleri kavrayamaması ve yeni çözüm üretememesi, çevrenin aktif yapısı karşın örgütün pasif veya yavaş kalması, krizi kabullenmeme ve çözüm yollarını erteleme, karar verme konumunda bulunan yöneticinin kişiliği, krizin idrak edilmesi).

1.2. EKONOMİK KRİZ NEDİR?

İktisadi açıdan her toplum, mevcut kaynaklarıyla refah düzeyini en yüksek seviyeye çıkarmak ister. Burada amaç sadece refah düzeyini yükseltmek değil, aynı zamanda refahı sürekli ve düzenli kılabilmektir. Özetle, sürdürülebilir bir büyümeyi sürekli kılabilmek temel amaçtır. Ancak, geçmişte ve günümüzde ekonomiler sürekli olarak küresel ve sektörel büyüme dengesizlikleri göstermektedir. Tarihsel süreç

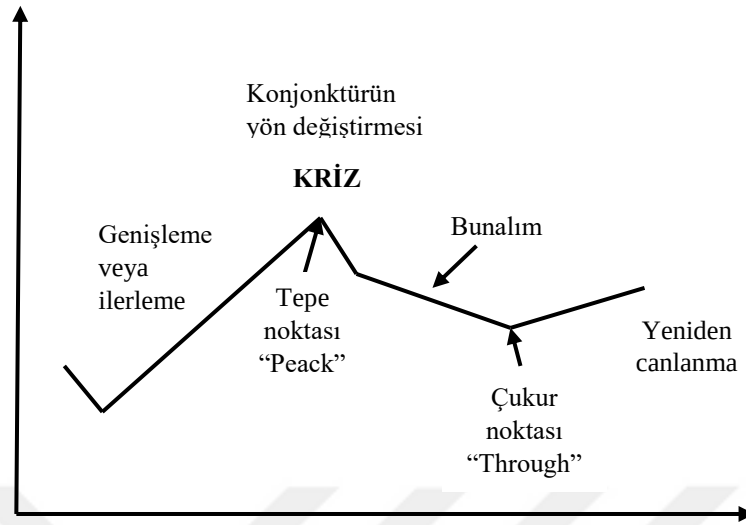
incelendiğinde, ülkelerin ekonomik düzeylerinin sürekli yükselen bir trend izlemediği, ekonomilerin genel görünümlerinde belirli aralıklarla kısa dönemli dalgalanmaların ve uzun dönemli yön değişikliklerinin yaşandığı gözlenmektedir.

Ekonomilerde meydana gelen bu dalgalanmalar, özellikle 1990’lardan itibaren küreselleşme ve buna bağlı olarak finansal piyasalardaki şeffaflaşma süreci ile birlikte daha sık görülmeye başlamış, bilgi teknolojilerindeki ilerlemeler finansal tekniklerin ve araçlarında gelişmesini sağlayarak, söz konusu istikrarsızlıkların ülke ekonomileri arasındaki yayılımını hızlandırmıştır.

Küreselleşme sürecinde yaşanan hızlı gelişim ve dönüşüm süreci ile birlikte sermaye önündeki sınırlardan kurtulmuş, bununla beraber ülke ekonomileri dış şoklara daha açık bir hale gelmiştir (Bauman, 1998: 70-90). Bütün bu gelişmeler, ekonomik kriz kavramının toplumsal yaşamın her anını daha fazla işgal etmesine neden olmuştur.

Genel olarak ekonomik krizlerin, içinde bulundukları konjonktürün doğasından etkilendiği ve kendilerine has bazı özgün niteliklerinin bulunduğu bilinmektedir. Ancak, yaşanan bir olgunun ekonomik kriz olarak nitelendirilmesine olanak tanıyacak teorik çerçevenin çizilmesi ve durumun kavramsallaştırılması önem arz etmektedir. Bu bağlamda, işsizlikte yaşanan bir artma, ücretlerde gerileme, üretimdeki hızlı bir daralma, fiyatlarda düşme, iflaslar, toplumsal gerilimler ve genellikle bir “boom” şeklinde belirerek borsanın veya bankacılık sisteminin çökmesine neden olan ciddi iktisadi problemler, ekonomik bir krizin varlığına işaret eden etkenler olarak öne çıkmaktadır.

Kelimenin kökenine bakıldığında bir hastalığın gelişim evresindeki zirve noktası olarak tanımlanan kriz kavramı, ekonomik anlamda ise konjonktürdeki *yön değiştirme*, yani gelişme ya da sürekli bir ilerleme döneminin ardından, uzun ya da kısa dönemli bir *bunalım* ya da *daralmaya* geçiş sürecini geçişi ifade etmektedir. Bu daralma evresinden sonra konjonktürde tekrar bir yön değiştirme ve yeniden bir canlanma döneminin başladığı görülmektedir (Roiser, 1991: 20).



Şekil 1.2 Ekonomik Krizlerin Evreleri

Kaynak: Roiser, 1991: 20.

İktisadi olarak bir krizin var olduğunun kabul edilmesinden itibaren, uzun serilerin yorumlanmasıyla bütün bu iniş - çıkışların yerleri istatistiki olarak saptanabilmektedir. Ancak, bu devinimleri nedenlerini açıklamak ve bu krizlerin kaynağını belirlemek çokta kolay değildir. Dolayısıyla, ekonomik bir krizden söz etmek yani konjonktürün yön değiştirdiği noktadan söz etmek (turning point) için, aynı zamanda genişleyici konjonktür ile bunalım konjonktürü arasındaki art arda gelişten söz etmek gerektirmektedir.

Bu bağlamda, ekonomik krizleri anlamak, açıklamak, tahmin etmek ve gerektiğinde müdahale edebilmek için ekonomik olayları sürekli olarak gözlemlemek gerekmektedir. Bu gereksinimi karşılamak amacıyla konjonktür kuramları doğmuştur (Unay, 2001: 21).

Genel olarak, iktisadi faaliyetlerin iniş çıkışlı bir trend izlediği, bu iniş ve çıkışların az veya çok düzenli bir görünüm sergiledikleri, iktisatçılarca uzun süredir gözlenmekte olup, bu süreç *iş çevrimleri* veya *konjonktür dalgaları* olarak adlandırılmaktadır. Oldukça düzenli seyreden bu hareketlerin farklı uzunluktaki salınımların varlığı iktisatçılar tarafından öne sürülmüştür. Bunlar arasında; ortalama olarak 39 yıl süren **Kitchin Döngüsü**, 7 ile 8 yıl süren **Juglar Döngüsü**, 20 yıllık **Kuznets Döngüsü** ve 50 – 60 yıllık **Kondratieff Döngüsü** en çok bilenenlerdir (Paya, 2013: 517).

Ekonomik dalgalanmalar evresini oluşturan bu sürecin, oldukça düzenli bir şekilde periyodik olarak tekrarlanması nedeniyle, ekonomik olayların sistematik olarak gözleme tabi tutulması fikri ilk olarak Fransız iktisatçı Clement Juglar tarafından ortaya atılmış ve kriz kavramı Juglar tarafından “*birbirini izleyen ekonomik çevrimler süreci*” olarak tanımlanmıştır. Juglar, uzun dönemdeki dalgalanmanın ortalama olarak 8 yıllık genişlikleri olan (6 ile 11 yıl arasında değişmektedir), nispeten düzenli çevrimlerce ritme sokulduğunu ve krizlerin oluşum sürecinin kapitalist ekonomik düzenin çalkantılarından kaynaklanan “normal” bir boyutu olarak kabul etmektedir (Roiser, 1991: 22).

Juglar, “*Bunalımın tek nedeni refahtır...*” tezinden hareket ederek, ticaret ve sanayinin egemen olduğu toplumlarda krizlerin tıpkı sağlıktan önce hastalıklar yaşanması gibi bir ön koşul olduğunu, meselenin iktisadi krizden ibaret olmadığını ve devresel dalgalanmaların varlığının ekonomik gelişme sürecinde istihdam, üretim ve gelirdeki iniş çıkışlar tarafından belirlendiğini belirtmiştir (Yılmaz, Kızıltan ve Kaya, 2005: 79).

Juglar'ın klasik krizlerin dönemsel olduğunu ve ekonomik faaliyetlerin oldukça düzenli bir salınımının bulunduğunu ortaya koymuştur. Daha sonraki süreçte, gelişmiş ekonomilerin uzun dönemli ekonomik bunalım dönemi yaşamaya başladıklarında, kimi iktisatçılar daha farklı uzunlukta (50 yıllık) salınımların varlığını öne sürmüşlerdir. Bu kapsamda uzun dalgaların varlığı ve fiyatlar ile üretim arasındaki uyumu ile ilgili ilk önemli çıkarımı, 1922 yılında Rus iktisatçısı N. D. Kondratieff yapmıştır. Kondratieff, çok sayıda istatistiki veriden ve dokümandan hareket ederek, birçok gelişmiş ülkenin ekonomik gelişmesini derinlemesine incelemiştir.

Kondratieff'in uzun devinimlerin varlığı ile ilgili olarak yapmış olduğu yaklaşım, yapısal krizler ile de bağdaştırılan bir yaklaşım olmuştur. Bu bağlamda özellikle Schumpeter, teknik alanda oluşan yenilikler, değişiklikler ve kesikliklerin etkilerinin, dalgaları açıklamadaki önemine değinmiştir. Önemli yeniliklerin ortaya konulmasının, ekonomide canlanma ve refaha yol açacağından hareket eden Schumpeter, fikirlerini müteşebbis ve teknik yenilikler üzerinde yoğunlaştırmıştır. Schumpeter'e göre bir ekonomide görülen, 3-4 yıllık Kitchen dalgalanmaların, 7-11 yıllık Juglar dalgalanmaların ve Kondratieff dalgalanmaların nedeni; müteşebbisin rolü ve yeniliklerdir.

Tüm bu dalgalanmaların nedeni aynıdır; yeniliklerin uygulanmasıyla başlayan yatırımlar, kümelenerek genişleyerek bütün ekonomiye yayılırlar. Fark sadece dalgalanmaların genişlik farkıdır. Çünkü Schumpeter, müteşebbis ve yeniliklerin ekonomide genişleme yaratmazlarsa, dalgalanmalarında meydana gelmeyeceğini savunmuştur (Unay, 2001: 133). Schumpeter’e göre; kapitalizmin tarihinde genişleme ve dalgalanma birbirinden ayrılmaz iki olgudur ve ekonomik büyüme olmadan, dalgalanmaların doğmasına olanak yoktur.

Buna göre, ekonomide farklı düşünürlerce ortaya konulan bu konjonktürel genişleme ve daralmaların (yani ekonomik kriz dönemlerinin) nedenlerinin anlaşılması, izah edilmesi, öngörülmesi ve konjonktür dalgaları ile ilgili politika üretilmesi konularında makro iktisat okullarınca çeşitli teoriler üretilmiştir. İktisadi dalgalanmalar konusunda makro iktisat okullarınca geliştirilen teoriler arasındaki temel ayrım *Ortodoks* (Ana akım) ve *Heterodoks* (Ana akım dışı) iktisat okulları şekline yapılmaktadır.

Ortodoks iktisat okulları esas itibarıyla Adam Smith’in temsil ettiği klasik iktisadi düşünceyi temsil etmektedir. Bunların içerisinde; Klasik, Marjinalist, Neo Klasik, Ortodoks Keynesçi, Paracı, Yeni Klasik, Yeni Klasik Konjonktür Teorisi ve Yeni Keynesçi iktisat teorileri yer almaktadır. Heterodoks iktisat okulları ise esas olarak klasik paradigmaya karşı çıkmakta ve Sosyalist, Marxçı, Kurumcu, Alman Tarihçi iktisat teorileri ile Keynes’in orijinal teorisinde öne sürmüş olduğu teori ile Post Keynesçi ve Avusturyacı iktisat teorisinden meydana gelmektedir (Bocutoğlu, 2015b: 40).

Genel olarak bakıldığında, 1920’lere kadar konjonktür teorilerine hakim olan iktisadi düşüncenin temel felsefesinin “laissez-faire, laissez-passer” ilkesinin olduğu, bu düşünceden hareketle bu süreçte ekonomiye müdahaleden büyük ölçüde kaçınıldığı görülmektedir. Başka bir ifadeyle; ekonomiye herhangi bir müdahalenin bulunmaması halinde, doğal düzenin piyasaları kendiliğinden dengeleyeceği tezi hâkimdir. 1920’li yıllardan 1950’li yıllara kadar geçen dönem içerisinde konjonktür teorilerine hakim tema ise kapitalist iktisadi düzenin kendisinin konjonktürel dalgalanmalar yaratacağı yönündedir. 1950’li yıllardan sonra ise dünya ekonomisi oldukça istikrarlı sayılabilecek bir büyüme dönemi geçirmiş olmakla birlikte, bu döneme hakim konjonktür teorilerinin ana teması, kapitalist piyasa düzeninin kendi içerisinde istikrarlı olduğunu, bunun ya savaş, iklim koşulları, nüfus, teknoloji gibi iktisat dışı etkenlerle ya da iktisadi ilişkilerde

görülen random şoklara bağlı olarak bozulduğu düşüncesi hakim olmuştur (Zarnowitz, 1985: 544, Yay, 1993: 81).

Krizleri açıklamaya yönelik ortodoks ve heterodoks iktisat teorileri, konjonktür dalgalarının sebepleri, modellemesi ve gerekli politikaların üretilmesi konularında kendi aralarında derin fikir ayrılıklarına sahip oldukları gibi, kendi içlerinde de konjonktür dalgaları konusunda görüş ayrılıkları taşımaktadır (Bocutoğlu, 2015: 40). Bu bağlamda, iktisat okullarınca geliştirilen öne çıkan konjonktür teorilerine aşağıda yer verilmiştir.

Öncülüğünü Adam Smith'in yaptığı klasik dikotomi ekonomiyi reel ve parasal sektör olarak ikiye ayırmakta, ekonomi daima tam istihdam seviyesinde bulunduğundan, reel değişkenlerin parasal değişkenlerden etkilenmeyeceğini, dolayısıyla paranın önemsiz ve yansız olduğunu ileri sürerek, konjonktür dalgaları ile ilgilenmemiştir (Bocutoğlu, 2015: 41). 19. yüzyılın ilk yarısından itibaren iktisadi düşünceyi yön veren klasik iktisatçılara göre krizler, sermaye birikiminin gelişimi sırasında “tesadüfi nedenlere bağlı olarak gerçekleşen kazalar”dır.

Bu bağlamda, klasik iktisadi düşünce dengenin kuramsal olarak otomatik olduğunu, dolayısıyla krizin mantıken olanaksız olduğunu ve nesne olarak var olmadığı içinde kavramsallaştırılmasının da mümkün olmadığını savunmaktadır. Dolayısıyla, klasik iktisadi düşüncede kriz, kapitalizmin doğası ve işleyişinden kaynaklanmayıp, sadece rastlantısal birer olgudur (Roiser, 1991: 29).

Bu dönemin klasik iktisatçılarının konjonktür dalgaları ile ilgili temel yaklaşımları, ekonomik krizleri sistemik bir olgu olarak dışlayıcı bir özellik taşımaktadır (Tarhan, 2015: 141). Adam Smith, sanayi ve tarım sektöründeki artan verimler yasasından dolayı ekonominin geleceğini parlak görürken, özellikle Jean-Baptiste Say "mahreçler kanunu"nda, ekonomide kalıcı krizlerin ortaya çıkmasının imkansız olduğunu savunmuştur. Say olabilecek krizlerin ise bazı yatırımcıların yanlış kararları neticesinde geçici arz fazlalıklarından kaynaklanabileceğini, bununla beraber klasik faiz teorisinin arz fazlalıklarını tekrar düzeltereğini öne sürmüştür.

Bu yönüyle Smith ve Say, kapitalizmin geleceği konusunda iyimser görüşe hakimlerdir. David Ricardo ise sanayi sektöründe artan verimlerin geçerli olduğunu kabul

etmekte, ancak tarım sektöründe var olan azalan verimlerin toplam verimliliği düşüreceğini, bu nedenle uzun dönemde iktisadi sistemin resesyona gireceği düşüncesiyle kapitalizmin geleceği konusunda daha kötümser klasikler arasında yer almaktadır (Bocutoğlu, 2010: 4).

Ricardo'ya göre kaynakların kıt oluşu, arzın her zaman talebin bir miktar gerisinde kalmasına neden olmaktadır. Eksik talebi karşılamak için sanayi ve tarımda daha fazla insan gücü ve makine kullanılması gerekmekte, bu durumda kar oranlarının düşmesine neden olmaktadır. Ancak uzun dönemde daha fazla makine kullanımı emeğe duyulan gereksinimi azaltarak ücretlerin krize yol açmasını engellemektedir (Tarhan, 2015: 141).

Ricardo, malların mallarla değiştirildiğini ve mahreçler kanunu gereğince her arzın kendi talebini yaratacağını, dolayısıyla üretilen tüm ürünlerin tüketileceğini, üretimin değerinin dağıtılan gelire, yani satın alma gücüne eşit olduğunu belirtmektedir. Bu nedenle de kriz, tamamen rastlantısal bir olgudur (Yılmaz, Kızıltan ve Kaya, 2005: 80). Bu bağlamda Ricardo, iktisat tarihinin ilk krizi olarak kabul edilen 1816 krizini de tesadüfi bir olay olarak kabul etmektedir.

Ricardo'nun tersine, gerek Sismondi (1819) gerekse Malthus (1820) bu yeni tür krizin, iktisadi sistemin doğasından kaynaklanan bir olgu olduğunu öne süren ilk "aykırı" iktisatçılardır. Ricardo, İngiltere parlamentosunda sanayicilerin çıkarlarını savunarak sistemin zayıflığını görmezden gelirken, toprak sahiplerinin (soyluların) tarafını tutan Malthus ile Sismondi ise iktisadi sistemi eleştirmektedir (Roiser, 1991: 30).

19. yüzyılın en büyük reformcusu kabul edilen Sismondi (1819), klasiklerin aksine sistemde tam istihdam dengesinin kendiliğinden oluşmadığını belirterek, ekonomik krizleri kuramsal boyutuyla inceleyen ilk iktisatçılardan biridir. Sismondi, toplumun “burjuva” ve “proleter” olmak üzere iki sınıftan oluştuğunu ve bu sınıfların çıkarlarının çeliştiğini, dolayısıyla liberal düşüncenin tabii uyum anlayışının yanlış olduğunu belirtmiştir. Üretim ve servet birikiminin ise sınıfsal ayrımı daha da derinleştirdiğini, toplumsal sınıflar ve birikimin iktisadi krizlerin nedeni olduğunu savunmaktadır (Kazgan, 2004: 289)

Genel olarak değerlendirildiğinde klasik iktisatçıların Say Yasası nedeniyle konjonktür dalgalarını önemsemedikleri, dolayısıyla belli başlı bir konjonktür teorisi geliştirmedikleri ve daha çok uzun dönemli ekonomik büyüme sorunlarıyla ilgilendikleri belirtilebilmektedir (Bocutoğlu, 2010: 4).

İktisadi dalgalanmaları kapitalist üretim tarzına ilişkin bir sorun olarak ele alan Karl Marx, konjonktür dalgaları olgusunu kriz başlığı altında inceleyen ilk düşünür olmuştur. Marx, Sismondi'nin çalışmalarından hareket ederek, kapitalizmin üretken yönünü derinlemesine inceleyen bir teori ortaya koymuştur. Ona göre kapitalist ekonomide, üretim ve tüketimin iki ayrı işleyiş haline geldiği genelleşmiş bir değişim ekonomisi olması nedeniyle krizler meydana gelmektedir.

Marx, iktisadi kararların kar peşinde koşan çok sayıda birey tarafından alındığı plansız bir ekonominin, üretim anarşisine konu olduğunu, üretilen malların bir kısmının satılamayacağı şekilde üretimin “orantısızlıklarına” tabi olduğunu öne sürmektedir. Üreticilerin malları, tüketim için değil de sırf satmak amacıyla üretmesinin ekonomide dengesizliklere yol açarak, paranın sürece dahil olmasına neden olduğunu belirtmektedir. Böyle bir ekonomik yapı üretimde uyumsuzluklar yaratacak, bazı mallar beklenen karı gerçekleştirebilecek fiyatlardan satılamayacaktır. Bu yaklaşımın çıkış noktasında, üretimin para ile başladığı, kısmen borçlanarak sağlanan paranın üretim için gerekli araçlar ve işgücü temini için kullanıldığı görüşü yer almaktadır (Wray, 2011; Paya, 2013: 518).

Marx’a göre, paranın bir mübadele aracı olarak fonksiyon görmesi, alıcının bulunmadığı durumlarda herhangi bir malın satılamayacağı sonucunu doğurmaktadır. Ayrıca, bir kişinin malını satmasıyla diğer malları satın almasını gerektirecek herhangi bir neden bulunmamaktadır (Bocutoğlu, 2010: 4). Bu süreçte üretilen malların satılamaması durumunda iflaslar yaşanacak, diğer taraftan alınan borçların geri ödenememesi durumunda da borç verenlerin iflası gündeme gelebilecektir. Borç verenlerin iflası sistemin geneline yayılarak finansal varlık sahipleri arasında paniğe yol açacaktır. Varlık sahipleri finansal varlıklarını satarak nakit veya daha güvenli varlıklara geçmeye yönelirler. Piyasa değerini koruyabilecekleri düşünülen likit varlıklara yöneliş, likiditesi daha düşük varlıkların değerinin çökmesine neden olurken, harcama arzusunu

azaltacak ve paranın gömülenmesine yol açacaktır. Böylece, çeken toplam taleple birlikte finansal bir kriz meydana gelecektir (Wray, 2001).

Marx, ekonomik sistemin çelişkisinin burada, üretimin toplumsal niteliği ile üretim araçlarının mülkiyetlerinin ve ekonomik kararların özel niteliği arasındaki çarpıklıktan kaynaklandığını belirtmektedir. Çünkü Malthus ve Sismondi için olduğu gibi Marx için de, "mahreçler kanunu" bir masaldan ibarettir ve gerçek, üreticilerle tüketicilerin tamamen ayrı oldukları, üreticilerin (işçilerin) büyük bir bölümünün ürettikleri ürün miktarına denk miktarda mal tüketemedikleri, tersine, kendilerini istihdam eden kapitalistlere artık ya da artık-değer sağladıkları noktasındadır (Roiser, 1991: 32).

Marx, bu durumu "öyle bir an gelir ki pazar, mallar için çok küçük gibi görünür" olarak ifade etmesi sermayenin yeteri kadar kar sağlayamayacağı anlamını taşımaktadır. Kriz her ne kadar ekonomik sistemde ve sistemin çelişkilerinde aransa da, asıl neden sermayenin yeterince kar elde edememesidir. Sermayenin yeterince kar elde edememesi sermayeyi aşırı birikmektedir, yani artık-değer elde etmek mümkün olmasına rağmen, sermayenin aşırı bir birikimi söz konusudur. Böyle bir durumda kriz kaçınılmaz olmaktadır ve süreç fiyatlar ile kar oranlarının düşmesiyle başlamakta ve üretimin, istihdamın ve dolayısıyla satın alma gücünün düşmesiyle devam eder (Roiser, 1991: 34). Kartopu gibi birikerek gelişen bu süreçte, bir bunalım diğerini tetiklemektedir.

Klasik iktisadi düşünce, ekonominin tam istihdam seviyesinde dengede olduğunu ve iktisadi krizlerin ekonominin büyüme sürecinde gelişen ani ve arızı duraklama veya üretim fazlaları olarak açıklamaktayken Marx, krizlerin oluşumundaki temel olgunun devresel dalgalanmalar olduğunu fark etmiştir. Marx kapitalist ekonomilerin sürekli büyümek zorunda ve bu nedenle artık değer üretme kapasitelerini de aynı oranda muhafaza etmek zorunda olduklarını göstererek, üretici olmayan emeğin üretici emeğe oranla yükselmesinin uzun dönemde ekonomiler üzerinde yıkıcı etkileri olacağını savunmuştur (Shaikh ve Tonak, 1994: 210-212). Marx'a göre devresel krizler olarak kendilerini belli eden kapitalist sistemin iç çelişkileri nedeniyle kapitalizm evrildikçe, krizlerin şiddeti daha da artacaktır (Kazgan, 2004: 327).

Marx'ın kapitalizmin doğasından kaynaklandığını öne sürdüğü, klasik iktisatçıların ise Say Yasası nedeniyle önem vermedikleri kriz kuramı, 20. yüzyılın başından itibaren birçok değişiklik geçirmiştir. Özellikle 1929 yılında yaşanan Büyük Buhran, Say Yasası'nın çöküşüne yol açmış ve krizi takiben ortaya çıkan "Keynesyen Devrim" ana akım makro iktisadın ilk konjonktür teorisini şekillendirmiştir.

Keynes, kapitalist sistemin doğasında var olan ve iktisadi dalgalanmalar yaratacak istikrarsızlık unsurlarına ilişkin kapsamlı teoriler geliştirmiş olmakla beraber, Keynes çalışmalarında daha çok kısa dönemli analizlere yoğunlaşmış, uzun dönem ekonomik gelişmeler ile ilgili analizler geliştirmemiştir. Keynes, kapitalist ekonominin dalgalanmalarını toplam talep düzeyinde yaşanan dalgalanmalarla ilişkilendirmektedir. Keynes'e göre ekonomide toplam talebin önemli iki bileşeninden biri olan tüketim harcamaları ile milli gelir düzeyi arasında istikrarlı bir ilişki bulunmaktadır. Bu niteliği ile tüketim harcamaları, milli gelir düzeyinde dalgalanmayı tetikleyecek durumda değildir. Ne var ki, milli gelir düzeyinde bir gerileme oluşursa, tüketim harcamaları da mutlak olarak gerileyecektir.

Keynes'e göre, toplam talebi istikrarsız kılan asıl unsur yatırım harcamalarıdır. Keynes, faiz ile yatırım harcamaları arasında istikrarlı bir ilişkinin varlığını kabul etmektedir. Buna göre faiz düştüğünde yatırım faaliyetleri genişler. Bu noktada Keynes, gerekçeleri farklı olmakla beraber klasik iktisatçıların uyum içerisinde. Ancak, Keynes'te bu ilişki sadece beklentilerin veri olduğu bir ortamda geçerlidir. Beklentiler değiştiğinde, faiz oranları düşse bile yatırım faaliyetleri gerileyebilir. Keynes'te yatırım faaliyetleri büyük volatilité gösteren yatırım ortamına bağlıdır. Bunun sebebi ise, yatırım faaliyetinin çok uzun dönemleri kapsamaması, bu uzun dönem içerisinde yatırımları etkileyebilecek çok sayıda ve öngörülemez nitelikte gelişmelerin ortaya çıkabilmesidir. Bu belirsizlik ortamında yatırımcılar, bazen iyimser bazen de kötümser duygulara kapılırken, yatırım faaliyetleri ve buna bağlı olarak da toplam talep sert dalgalanmalara konu olmaktadır (Paya, 2013: 519-520).

Buna göre Keynesçi konjonktür teorisinde, yatırımcıların geleceğe yönelik beklentileri konjonktür dalgalarının ortaya çıkmasında başrol oynamaktadır. Yatırım kararları, yatırım harcamalarının olası getirilerinin belirli bir zaman sonra elde edilebileceği bir süreci kapsadığından belirsizlik içermektedir. Bu durumda bir karar

birimi olan yatırımcı, belirsizlik ortamında bugün vereceği yatırım kararı ile gelecekte elde edeceği karı karşılaştırıp tercihini belirlemektedir. Aynı zamanda, yatırımcının psikolojisi yatırım kararını da şekillendirecektir. Yatırımcının kredi faiz oranları ile sermayenin marjinal etkinliği arasındaki karşılaştırması, gelecekle ilgili olumlu bir beklentinin olduğu durumda yatırım harcamalarına dönüşecek; hızlandıran ve çarpan etkileriyle istihdamı, üretimi ve milli geliri artırarak, konjonktürel bir genişleme sağlayacaktır (Bocutoğlu, 2012a).

Gelecekle ilgili olumlu bir beklentinin oluşmadığı bir durumda ise yatırımların durmasına, hızlandıran ve çarpan prensiplerinin tersine işlemesiyle istihdamı, üretimi ve milli geliri azaltarak konjonktürel durgunluğa ve ekonomik bir krize neden olacaktır (Bocutoğlu, 2010: 5).

Keynes Genel Teori’de bu süreci şöyle ifade etmektedir: *“Eğer konjonktür dalgasının bir örneğinin hayli karmaşık olan ayrıntılarını incelersek, onun tam bir açıklaması için bizim analizimizin tüm öğeleri gerekli olacaktır. Özellikle tüketim eğiliminde, likidite tercihinde ve sermayenin marjinal etkinliğindeki dalgalanmaların önemli rol oynadığı anlaşılmaktadır. Fakat konjonktür dalgalarının asıl özelliğinin (...) sermayenin marjinal etkinliğindeki dalgalanmalar olduğunu ileri sürüyorum.”* (Keynes, 1936: 144).

1940 ve 1950’lerde bir ölçüde iktisadi yaklaşıma Keynes’in analizinin hakim olmasının etkisiyle, rekabet halindeki bu teorilerden çarpan-hızlandıran analizine dayalı potansiyel olarak istikrarsız üretim dalgalanmalarını içinde barındıran bütüncül ve tamamen endojen modeller geniş ölçüde benimsenmiştir. Konjonktörü sadece reel faktörlerle açıklayan, parasal finansal ve bekleyişlerle ilgili teorilere bir tepki olarak 1960’larda eksojen konjonktür teorileri ortaya çıkmıştır.

Konjonktörü sadece reel faktörlerle açıklayan, parasal ve finansal bekleyişlerle ilgili teorilere bir tepki olarak klasik geleneğe bağlı paracı makro teoriyi geliştiren Milton Friedman ve Anna J. Schwartz tarafından geliştirilen *Monetarist (Paracı) Konjonktür Teorisi* konjonktürel dalgalanmalara farklı parasal yaklaşımlar getirmektedir. Monetarist konjonktür teorisine göre, düzensiz ve yanlış yönlendirilmiş iktisat politikalarına atfedilen para arzındaki dalgalanmalar, temel olan istikrarlı olan özel ekonominin

bozulması ve konjonktür dalgaları yaratılmasından sorumludur (Yay, 1993: 83). Konjonktürel dalgalanmalar ile para stoku arasında sıkı bir ilişki olduğunu öne süren teoriye göre para miktarındaki değişimin hükümet politikalarından kaynaklandığını ve dışsal olduğunu ileri sürmektedir.

Monetarist konjonktür teorisine göre konjonktürel dalgaların sebebi, merkez bankalarının para politikası araçları ile ekonomiye gereksiz yere yaptıkları müdahalelerdir. Friedman, paranın kısa dönemde yanlı olduğunu, para arzının artırılmasının, doğal işsizlik denge seviyesinde tam istihdama yakın bir konumda bulunan ekonomide işçiler arasında para aldanması yaratarak istihdamı, üretimi ve parasal milli geliri artıracağını belirtmektedir. Ancak bu aldanmanın farkına varan işçiler enflasyonun yükseleceği beklentisiyle parasal ücretlerde artış talep edecekler, bu durum firmaların üretimlerini ve istihdam seviyelerini azaltmalarına yol açarak, ekonominin uzun dönemde Phillips eğrisi üzerinde eski denge seviyesine dönmesine neden olacaktır.

Monetaristler, serbest pazar ekonomisinin "doğal" eğiliminin denge olduğunu ve bu nedenle krizlerin olanaksız olduğunu öne sürerek tek tutarlı para politikasının, paranın istikrar bozucu ve karışıklık yaratıcı hale gelmesini engelleyici politikalar olduğunu kabul etmektedirler. Keynesçi politikaların ekonomik faaliyetleri canlandırmak için parayla oynadığını ve bu nedenle enflasyona ol açtığı gerekçesi ile suçlayarak, tam anlamıyla pasif bir para politikası öğütlemektedirler (Roiser, 1991: 68).

Merkez bankalarının para arzı ile oynamalarını ise konjonktürel dalgalanmaların temel nedeni olarak görmektedirler. Para arzında yapılacak bir artış geçici bir konjonktürel genişlemeye, para arzı daraltılması ise konjonktürel daralmaya neden olmaktadır. Konjonktürel dalgalanmaların önüne geçmek için, şeffaf ve güvenilir merkez bankaları oluşturmak gerektiğinden hareket eden Friedman, merkez bankalarının, sabit parasal genişleme kuralı adı verilen bir ilkeye sadık kalarak, ekonominin büyüme oranına eşit bir parasal genişleme politikası izlemesi gerektiğini öne sürmektedir. Bunun dışındaki para politikalarının ise konjonktür dalgalarının fitilini ateşleyeceğini belirtmektedir (Bocutoğlu, 2015: 43).

Genel olarak Monetarist yaklaşım devlet müdahalesini benimsememekte, para arzındaki değişimlerin ekonomideki dalgalanmaların nedeni olarak görmektedir. İktisadi

dalgalanmaların ekonomik krizlere dönüşmemesi için para politikasının, kurallara bağlı ve istikrarlı bir şekilde yürütülmesi ve ekonomik faaliyetleri etkilemeyecek şekilde işletilmesi gerekmektedir (Ertuğrul, 2014: 794-795; Çalışkan ve Balkı, 2019: 1163).

1970’li yılların ilk çeyreğinde patlak veren OPEC petrol krizinin neden olduğu stagflasyon olgusunu Ortodoks Keynesçi Phillips Eğrisi’nin açıklayamaması üzerine Robert Emerson Lucas ve Thomas John Sargent’in başını çektiği rasyonel beklendişler hipoteziyle tanınan Yeni Klasikler Makroekonomi Okulu yeni bir konjonktür teorisi geliştirmiştir. Bu okulun amacı, bireylerin kendi çıkarlarını izleyecekleri ve nisbi fiyatların tüm piyasaları sürekli olarak temizleyecekleri gibi genel denge analizinin temel ilkelerinden hareketle bir genel konjonktür teorisi oluşturmaktır (Zarnowitz, 1985: 552).

Bu okulun temel amacı, bireylerin kendi çıkarlarını izleyecekleri ve nisbi fiyatların tüm piyasaları sürekli olarak temizleyecekleri gibi bir genel denge analizinin temel ilkelerinden hareketle bir genel konjonktür teorisi oluşturmaktır (Yay, 1993: 84).

Yeni klasik makroekonomik teori, ekonominin doğal işsizlik oranında tam istihdama yakın bir seviyede dengede olduğunu, merkez bankalarının önceden ilan ettiği parasal genişlemelerin konjonktürel dalgalanmalara yol açmayacağını öngörmektedir. Merkez bankası para arzının artırılacağı beklentisinde olan karar birimleri, bu kararının genel fiyatlar düzeyinde bir fiyat artışına neden olacağını ve karar birimlerinin enflasyon beklentilerinin yükseleceğini, bu yüzden mal, hizmet ve üretim faktörlerinin fiyatlarının yükseleceğini bilmektedirler. Dolayısıyla, fiyatlardaki bu artışlar üretimin ve istihdamın artmasına sebep olmayacaktır.

Merkez bankası, uygulayacağı para politikası hakkında bilgi vermemesi veya eksik bilgi vermesi durumunda; rasyonel beklentilerine göre karar veren karar birimleri, genişletici bir para politikasının yol açtığı genel fiyat artışının, ürettikleri malların fiyatında görece bir artışa (sinyal algılama sorunu) neden olacağı yönünde bir beklentiye girerek, üretimlerini ve buna bağlı olarak da istihdamı arttırmaya çalışırlar. Bu durumda ekonomide konjonktürel bir genişleme başlayacaktır. Ancak karar birimlerinin süreç hakkında topladıkları bilginin yardımı ile sinyal algılama sorununu ortadan kaldırdıklarında, ekonomi yeniden eski denge düzeyine geri dönecektir. Lucas’a göre, sinyal algılama

sorunu bulunduğu sürece para yanlıdır ve sorunun ortadan kalkmasıyla para yansız hale gelmektedir (Bocutoğlu, 2012).

Yeni klasik okulun taraftarları E. Prescott, F. Kydland, C. Plosser, R. King, A. Stockman, S. Rebello ve R. Barro'dan oluşmakta, genel olarak teknolojik gelişmelerin neden olduğu verimlilik değişimlerinin konjonktürel dalgalanmalara yol açtığını savunarak, yeni klasik okuldan ayrılmış ve yeni klasik reel konjonktür teorisi okulunu kurmuşlardır. Onlara göre konjonktürel dalgalar, parasal faktörlerden ziyade reel faktörlerle açıklanabilmektedir. Dinamik bir ekonomik düzende istikrarsızlık kaçınılmazdır ve bu durum kabullenilmelidir. Bu konjonktür teorisine göre para tam anlamıyla yansız olup, reel sektörü etkileme gücü bulunmamaktadır (Bocutoğlu, 2015: 44).

1980'li yıllar başından itibaren ABD'de ortaya çıkan finansal krizler sonucu oluşan gerek yaygın işsizlik, gerekse krizlerin yol açtığı diğer olumsuz sonuçların önlenmesine yönelik alınan paracı ve yeni klasik önlemlerin yetersizliği, Keynesyen toplam talep politikalarını yeniden gündeme taşımıştır. Yeni Keynesyenler, toplam talebi oluşturan etkenlerden biri olan yatırımların istikrarsız olduğunu, bu istikrarsızlığın nedenlerinin ise ve kar oranlarındaki olası değişimler, sermayenin marjinal etkinliği ile ileriye yönelik tahminlerdir. Eğer kar oranlarında bir artış beklentisi oluşursa, bu durumda yatırım miktarı da artıracaktır. Diğer taraftan, siyasi ortam, savaşlar, toplumsal ve sosyal olaylar gibi değişimler tahminleri büyük ölçüde etkilemektedir.

Esasında, Keynes'in geliştirmiş olduğu teorik esaslara dayanan Yeni Keynesçi konjonktür teorisi, hem toplam talep hem de toplam arz kaynaklı şokların konjonktürel dalgalanmalara yol açabileceğini savunmaktadır. Diğer taraftan, Yeni Keynesçi teorisinin de ağırlık noktasını fiyat ve ücret katılıkları oluşturduğundan, 1929 ve 2008 Krizleri için tutarlı bir çerçeve sunamamaktadır. Bu krizler ise fiyat ve ücretlerin çok daha esnek olduğu finans piyasalarında ortaya çıkmıştır.

Ortodoks konjonktür teorilerinin 2008 Küresel Finans Krizini anlama, açıklama ve öngörmede yaşamış olduğu zaafılar nedeniyle, hemen hemen yüz yıldır göz ardı edilen heterodoks konjonktür teorilerinin tekrar gün yüzüne çıkmasına yol açmıştır. Heterodoks

ekonomi, ana akım veya ortodoks ekonomik düşünce okullarının dışında kabul edilen ekonomik ilkelerin analizi ve incelenmesi olarak tanımlanabilir (Bocutoğlu, 2015: 45).

Heterodoks iktisat ekolleri çok çeşitlidir ve ana akım Keynesyen ve neoklasik yaklaşımların dışında kalan veya bunlarla çelişen teoriler, varsayımlar veya metodolojiler önermek dışında birkaç ortak özelliğe sahip olan, çeşitli teori ve düşünce okullarını ifade etmektedir. Heterodoks düşünce okulları; sosyalizm, Marksizm ve post-Keynesyen ekonomi gibi aşırı sol teorilerin yanı sıra Avusturya okulu gibi radikal serbest piyasa ekonomisi ile ilişkili teoriler içermektedir. Heterodoks iktisatçılar, bir yandan ana akım ekonomide kullanılanlardan kökten farklı olabilecek veya bunlarla çelişebilecek teorileri, varsayımları veya yöntemleri savunurlarken, diğer taraftan ekonomik sorulara genellikle psikoloji veya fizik gibi diğer disiplinlerden kaynaklanan araştırma yöntemlerini ve araçlarını kullanmaktadırlar.

Heterodoks ekonominin varlığı, ana akım ekonomiye alternatif bir yaklaşım sağlar. Tatmin edici bir şekilde açıklanamayan veya Ortodoks teoriler tarafından çok geç olana veya artık görmezden gelinemeyecek kadar açık hale gelene kadar basitçe görmezden gelinebilecek ekonomik fenomenleri açıklamaya yardımcı olabilirler.

Heterodoks iktisat ekolleri kapsamında, özellikle Post Keynesyen Konjonktür Teorisi ile Avusturyacı Konjonktür Teorisinin (AKT) ön plana çıktığı görülmektedir. AKT ve Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi gibi heterodoks teoriler, Büyük Durgunluk sırasında ana akım teorilerin sağlayamadığı güçlü açıklamalar sağladıkları için kamuoyunda öne çıkmışlardır. Bu nedenle heterodoks konjonktür teorileri kapsamında bu iki okulun teorileri aşağıda ele alınmıştır.

Avusturya Konjonktür Teorisi, Böhm-Bawerk'in sermaye teorisi ile Wicksell'in parasal analizinden gelen unsurları birleştiren Mises (1912) döngüsel kredi konjonktürü olarak ilk kez dile getirmiş, merkez bankasının parasal genişlemelerinin neden olduğu bir dışsal döngü teorisi olarak başlayan teori, kısa süre sonra kısmi rezerv bankacılığı tarafından içsel olarak teşvik edilen bir döngü teorisi haline gelmiştir.

Avusturya Okulu, 1840-1921 yılları arasında yaşamış bir ekonomist olan Carl Menger'in çalışmalarıyla 19. yüzyılın sonlarında Viyana'da ortaya çıkan bir ekonomik

düşünce okuludur. Menger, İngiliz iktisatçı William Stanely Jevons ve Fransız iktisatçı Leon Walras ile birlikte, ekonomik karar almanın birimleri bazı ek fayda (veya maliyet) sağlayan belirli mal miktarları üzerinde gerçekleştirildiğini, ekonomik analizin bu ek birimlere ve bunlarla ilişkili maliyet ve faydalara odaklanması gerektiğini vurgulayan ekonomide “Marjinal Devrimi” veya “Sübjektivist Devrimi” başlatmıştır. Menger'in marjinal fayda teorisine katkısı, ekonomik malların öznel kullanım değerine ve insanların farklı mallara nasıl değer atadığının hiyerarşik veya sıralı doğasına odaklanmış, ayrıca ticareti kolaylaştırmak için bir değişim aracı olarak paranın işlevi ve kökeni hakkında piyasa temelli bir teori geliştirmiştir (Kirzner, 2004: 191-192).

Menger'i takip eden Eugen von Böhm-Bawerk, ekonomik faaliyette zaman unsurunu -tüm ekonomik faaliyetlerin belirli zaman dilimlerinde gerçekleştiğini- vurgulayarak Avusturya iktisat teorisini ilerletmiş, Böhm-Bawerk kısmen Marksist ekonomik teorilere yönelik geniş kapsamlı eleştirilerini desteklemek için üretim, sermaye ve faiz teorilerini geliştirmiştir.

Ludwig von Mises, daha sonra Menger ve aynı zamanda hocası olan Bohm-Bawerk'in ekonomik teorilerini, İsveçli iktisatçı Knut Wicksell'in para, kredi ve faiz oranlarıyla ilgili fikirleriyle birleştirerek AKT üzerine çalışmalar yapmıştır.

Önemli Avusturya Okulu iktisatçılarından birisi olan Friedrich August von Hayek ise özellikle 1960 ile 1970'li yıllar arasında Keynesyen politikalara karşı geliştirmiş olduğu argümanlarla bilinmektedir. Hayek'in Avusturya ekonomisindeki çalışması, bilginin ekonomideki rolünü ve fiyatların bilgiyi iletmek ve ekonomik aktiviteyi koordine etmek için bir araç olarak kullanımını vurgulamış, Hayek çalışmalarıyla hem Mises'in konjonktür çevrimleri teorisinin ilerlemesini sağlamış hem de merkezi planlama altında ekonomik hesaplama üzerindeki tartışmalara uygulamıştır. Mises'in yardımı ile Viyana'da Avusturya Konjonktür Dalgaları Araştırma Enstitüsünü kurarak, iktisadi düşünceye en önemli katkısı olan AKT'yi geliştirmiştir (Bocutoğlu, 2015: 55).

Hayek'e göre konjonktür dalgalarının nedeni, kapitalist sistemin bankacılık ve kredi sisteminden kaynaklanan parasal etkenlerdir; ancak konjonktür dalgalarını oluşturan, söz konusu parasal etkenlerin yol açtığı üretim kesimindeki değişim-dengesizliklerdir (Yay, 1993: 85).

Hayek bu temel tezinden hareketle şu üç öneriyi kullanmaya çalışır (Hayek, 1933: 47):

- i. Yalnızca reel faktörlere dayalı tam ve tutarlı bir konjonktür teorisi kurulamaz,
- ii. Var olan parasal konjonktür teorileri, doğru bir açıklamanın temelini içermiş olsalar bile bu teoriler konjonktür dalgalanlarını yalnızca paranın değerindeki değişmelere indirgemekten büyük zarar görmüşlerdir,
- iii. Paranın hareket noktası olarak alınması, paranın üretim yapısı üzerindeki etkisini ve bu yapıda neden olduğu dalgalanmaları göstermeyi mümkün kılar.

Bu bağlamda AKT, temelde *Wicksellci Faiz Teorisi* ve *Böhm-Bawerkçi Yatırım Teorisi* üzerine kurulmuştur (Bocutoğlu, 2015: 56).

Wicksell'e göre faiz oranı ikiye ayrılmaktadır; doğal faiz oranı ve piyasa faiz oranı. Wicksell doğal faiz oranının, bireylerin almak istediklerini gelecekte almak yerine hemen almalarının bir sonucu olarak ortaya çıktığını belirtmektedir (Foldvary, 2015: 279). Ayrıca doğal faiz oranını, merkez bankalarının herhangi bir müdahalesi olmaksızın, serbest piyasa koşullarında oluşan faiz oranı olarak tanımlamaktadır (Çalışkan ve Balkı, 2019: 1165).

Piyasa faiz oranı ise ekonomide geçerli olan ve işlem anındaki faiz düzeyini gösteren orandır. Piyasa faiz oranı, girişimcilerin gelecekte tüketim malları veren üretim süreçlerine katılma planlarının (yatırım planları) çokluğuyla, zaman içinde çeşitli noktalarda tüketicilerin tüketim malları için çeşitli tercihleri arasında koordinasyonu sağlar. Wicksell ekonominin dengede olmasını, doğal faiz oranının piyasa faiz oranına eşit olmasına bağlamaktadır.

Hayek'de Wicksell'de olduğu gibi, parasal bir ekonomide faiz haddi kavramını; “borç para için ödenen fiyat olan parasal faiz haddi dışlanarak, işletilen reel sermayeden elde edilen reel kazanç oranı (kar oranı)” olarak tanımlamıştır. Konjonktür teorilerinde önemli olan, tasarruf ve yatırımın denkliğine ve sermayenin kıtlığına bağlı olarak belirlenen bu kar (faiz) haddidir (Yay, 1993: 141).

AKT'ye göre, ekonominin üretken yapısı, değişken zaman aralıklarında meydana gelen ve zaman içinde farklı noktalarda farklı tamamlayıcı sermaye ve emek girdilerinin

kullanılmasını gerektiren çok aşamalı süreçlerden oluştuğu için, ekonominin başarısı veya başarısızlığı kritik olarak doğru zamanda, doğru miktarda ve doğru türde kaynakların mevcudiyetine ve koordinasyona bağlıdır. Bu koordinasyon sürecinde kilit araç faiz oranıdır, çünkü Avusturya teorisinde faiz oranları zamanın fiyatını yansıtmaktadır.

Bu noktada yatırımcılar yatırımlarını piyasa faiz oranına göre planlarlar. Ekonomiye merkez bankalarınca herhangi bir müdahale olmadıkça doğal faiz oranı ile piyasa faiz oranının arasındaki eşitlik bozulmayacaktır. Ancak ekonomilerde piyasa faiz oranı genellikle dalgalı bir süreç izlemektedir. Bilhassa, merkez bankası gibi bir para otoritesi piyasa faiz oranlarını değiştirdiğinde (genişletici para politikası yoluyla suni olarak düşürerek), piyasa faiz oranının doğal faiz oranının altına inmesine neden olur ve üreticilerin ve tüketicilerin gelecek planları arasındaki bu kilit bağı koparır. Ancak, faiz oranlarındaki bu düşüş ekonomide tasarruf miktarının artmasının bir sonucu olarak değil, merkez bankasının piyasaya para arzından kaynaklanmaktadır. Öyleyse, piyasa faiz oranındaki bu düşüş, ekonomideki reel gelişmelere bağlı olarak gelişen bir sonuç değil, yapay gelişen bir sonuçtur.

Böhm-Bawerkçi yatırım teorisine göre, sermaye malları homojen değildir ve bir sektöre yatırım yapıldıktan sonra, yatırımlar karlılığını kaybederse o sektörden başka sektöre kolayca kaydırılamayacaktır. Kredi faizlerinin düşük olması nedeniyle yanlış planlanan yatırımlar, ne kredinin anaparasını ve ne de faizini ödeyecek bir kar oranı doğurmayacağı için, kredilerin geri dönüşlerinde sıkıntılar yaşanacak, bankacılık sektörünün verdikleri kredileri geri alamamaları nedeniyle iflaslar yaşanacak ve tüm bu sürecin sonunda ekonomik bir kriz kaçınılmaz olacaktır. AKT'nin özü tam olarak buradadır. Avusturyacı ekonomistlere göre iktisadi kriz, kredinin geri ödenememesi krizidir (Bocutoğlu, 2015: 57).

Avusturyacılar için resesyon, ekonomik patlamanın koordinasyonunun zorunlu kıldığı, kuşkusuz sancılı bir iyileşme sürecidir. Durgunluğun uzunluğu, derinliği ve kapsamı, başlangıçtaki genişlemeci politikanın boyutuna ve üretken olmayan yatırımları destekleyecek veya emek, sermaye ve finansal piyasaların uyum sağlamasını önleyecek şekilde durgunluğu hafifletmeye yönelik her türlü (nihayetinde beyhude) girişimlere bağlıdır.

Post Keynesçi Konjonktür Teorisi ise esas itibariyle Hyman Phillip Minsky tarafından geliştirildiğinden Minsky Konjonktür Teorisi adı verilmektedir. Minsky, geliştirmiş olduğu *finansal istikrarsızlık yaklaşımı* ile 2008 Krizini izleyen dönemde, çalışmaları en çok merak edilen iktisatçı olmuştur. Minsky, yalnızca ekonomik teori veya analiz alanındaki katkıları nedeniyle değil, aynı zamanda farklı uluslararası kurumlar ve hükümetler için ekonomik danışman rolüyle de Keynes sonrası ekonomik dalgalanmaların muhtemelen en önemli ekonomistlerden biridir.

1960 ve 1970'li yıllar boyunca Minsky, Keynesyen düşüncenin temel unsurlarını koruyarak, ünlü animal spiritlerin (Keynes'in, ekonominin klasik ekonomistlerin veya para kuramının öngördüğü çizgide gitmiyor oluşunun sebebinin, insan davranışlarının ardındaki rasyonel değil de, irrasyonel iyimserlik veya kötümserlik dalgalanmalarından kaynaklandığını açıklamak için oluşturduğu terim) neden olduğu, yatırım planlarında ani bir durmanın yol açtığı konjonktürel dalgalanmayı incelemek için yeni bir yaklaşım geliştirmiştir. Minsky teorisini, "Ekonomik teori olarak finansal istikrarsızlık hipotezi, Keynes'in Genel Teorisinin özünün bir yorumudur. Bu yorum, Genel Teoriyi tarihe yerleştirir." şeklinde ifade etmektedir (Minsky, 1992a: 1).

Minsky'nin konjonktür teorisi, konjonktürel dalgalanmaları dış şokların etkisine dayanmayan kapitalist bir ekonomi modeli ile açıklamaktadır. Modelin merkezinde yer alan Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'ne göre konjonktürel dalgalanmalar, ya kapitalist ekonomilerin iç dinamiklerinden veya ekonomiyi uygun sınırlar içerisinde tutmak için yapılan kamu müdahaleleri ve düzenlemelerinden kaynaklanmaktadır. Teori birbirini izleyen üç aşamayı kapsayan bir süreçtir: İlk aşama, finansal sistemin para yönetici kapitalizme dönüşmesi, ikinci aşama finansal istikrarsızlık hipotezi ve son aşama ise Minsky sürecini başlatan Minsky Anıdır (Bocutoğlu, 2015: 46).

Minsky, 1929 Krizi uzantısında gelişen ekonomik yapının finansal sistemini öne çıkarmış ve bu sistemi, *Para Yöneticilerinin Kapitalizmi* olarak tanımlamıştır. Para yöneticileri kapitalizminin temel sorunu, çok yüksek kaldıraç oranları ile yani yüksek dış finansman ile çalışılan bir ortamda, yüksek karlılık peşinde koşanların, risk unsurunu sistematik olarak düşük fiyatlamalarıdır. Düzenlemelerin alt düzeyde tutulduğu piyasalar, yerleşik teorinin öne sürdüğünün aksine, aşırı risk alımını teşvik eden, buna karşılık çekingenliği cezalandıran dinamikler içermektedir (Paya, 2013: 521). Özetle, Keynes

ekonomik istikrarsızlığın kaynağını reel kesim olarak görürken, Minsky finansal kesim olarak görmektedir.

Minsky, zaman içinde ticari kapitalizmin finansal kapitalizmin yerini aldığını ileri sürmüştür. Ticari kapitalizm aşamasında, firmalar üretimlerini finanse etmek için ticari bankalara yönelmektedirler. Yatırım mallarının pahalılaşmasının firmaları dış kaynak bulmaya zorladığını, bunun da bir yandan firmaların borçlarını ödeyememesine ve iflaslarına neden olurken, diğer taraftan firmanın sahipliği ile idaresini birbirinden ayırma ihtimalini gündeme getirmektedir. Minsky, ticari kapitalizm aşamasının firmaları kısa vadeli dış finansmana erişimini zorunlu kıldığını, bunda kapitalizmin zaten doğasında var olan istikrarsızlığı artırıcı yönde bir etki yapacağını belirtmektedir. Kapitalist ekonomide oluşan istikrarsızlığı üreten temel etkenin, yatırım ile finans arasındaki ilişkiden kaynaklandığı sonucu ortaya çıkmaktadır (Bocutoğlu, 2015: 46).

Minsky kapitalist ekonomide sağlanan ekonomik istikrarın geçici olacağını, ayrıca sağlanan istikrar ortamının kendisinin finansal istikrarsızlık yaratacak potansiyel taşıdığını savunmuştur. Başka bir ifadeyle, kapitalist ekonomide finansal istikrarsızlığın sebebi ekonomik istikrardır (Paya, 2013: 521).

Minsky'ye göre para yönetici kapitalizmin, finansal istikrarsızlık doğuran içsel dinamikleri mevcuttur ve finansal krizler dış şokların etkileriyle değil, iç dinamiklerden kaynaklanmaktadır. Minsky, para yönetici kapitalizm aşamasında uzun süreli ekonomik istikrar dönemlerinin istikrarsızlık yaratmasının kaçınılmaz olduğunu, para ve maliye politikalarıyla ekonomiye yapılacak düzenlemelerin krizleri önleyemeyeceğini öne sürmektedir. Bu nedenle para yönetici kapitalizmin kriz yaratma potansiyelinin kamusal düzenlemeler ile kontrol altına alınması gerekmektedir (Bocutoğlu, 2010: 30).

Minsky'nin konjonktür teorisinin ikinci basamağı *Finansal İstikrarsızlık Hipotezi*'ne (FİH) dayanmaktadır. Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi, değişen şiddette iş çevrimleri oluşturmak için dışsal şoklara dayanmayan bir kapitalist ekonomi modelidir. Hipotez, tarihsel iş çevrimlerinin sistem dışında olduğu kadar kapitalist ekonomilerin iç dinamiklerinden de kaynaklandığını ve ekonomiyi ideal sınırlar içinde tutabilmek için tasarlanmış müdahaleler ve düzenlemeler gerektiğini iddia etmektedir.

FİH'in ana teoremi, kapitalist ekonomilerin başarılı işleyişinin hakim olduğu bir dönemde, kapitalist ekonomilerin iç dinamiklerinin borç deflasyonlarına, varlık değerlerinin çöküşüne ve derin depresyonlara neden olan finansal yapıların ortaya çıkmasıdır (Minsky, 1992b: 7-8).

Bu hipoteze göre ekonomiyi krize sürükleyen esas unsur borç birikim mekanizmasıdır. Minsky'e göre (1992a) iktisadi birimler farklı gelir-borç ilişkilerine göre finansal sistemde üç ayrı sınıfa ayrılmaktadır; Hedge finansman, spekülâtif finansman ve Ponzi finansman.

Hedge finansman (güvenli finans) birimleri, borç ödemelerini (ve borçlarını) nakit akışlarıyla sözleşmelerinde bulunan ödeme yükümlülüklerine (anapara + faiz) göre rahatlıkla sağlayabilen ve bilanço yapılarında öz kaynağın payı daha yüksek olan daha sağlamcı finansman birimleridir. Borç yapısında sermaye finansmanının payı arttıkça, hedge finansman birimi olma ihtimali de artmaktadır.

Spekülâtif finansman birimleri ise kendi nakit akışlarıyla yükümlü oldukları faiz ödemelerini yapabilen, ancak anapara ödemesini yapamayacak durumda olan finansman birimleridir. Bu birimler anapara borçlarını ödeyebilmek için tekrar borçlanmaları, diğer bir ifadeyle vadesi gelen anapara borçları için yeniden borç senedi ihraç etmeleri gerekmektedir.

Ponzi finansman birimleri ise kendi işlerinden sağlamış oldukları nakit akışlarıyla ne anapara ne de faiz yükümlülüklerini yerine getiremeyecek durum olan birimlerdir. Bu birimlerin borçlarını ödeyebilmek için ya varlıklarını satmaları veya yeniden borçlanmaları gerekmektedir.

Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezine göre ekonomiler istikrarlı yada istikrarsız finansman rejimlerine sahiplerdir. Eğer ekonomide hedge finansman türü hakimse ekonomi, denge arayan veya dengeyi sürdüren bir konumdayken, spekülâtif veya ponzi finansman türünün ağır bastığı ekonomilerin ise dengeden sapma olasılığı bir hayli yüksektir. FİH başlıca iki teoreme dayanmaktadır (Minsky, 1992a: 7-8):

1. Teorem: Ekonomide istikrar sağlayan ve istikrar bozan finansman sistemleri bulunmaktadır.

2. Teorem: Uzun süren refah dönemlerinden sonra, istikrar yaratan finansman birimleri, istikrar bozan finansman birimlerine dönüşmektedir.

FİH'in ana teoremine göre kapitalist ekonominin içsel dinamikleri nedeniyle, ekonomi olumlu performans sergilediği dönemlerde borç deflasyonuna, yani varlık değerlerinin çökmesine ve derin bir durgunluğa neden olacak finansal yapılar oluşturarak, finansal kırılganlığa yol açmaktadır (Bocutoğlu, 2015: 52). Bunun sonucunda finansal krizler yaşanmakta ve finansal kriz dönemini de borç deflasyonu ve derin resesyon dönemleri izlemektedir (Çalışkan ve Balkı, 2019: 1164).

FİH'in bu teoremlerine göre, uzun döneme yayılan zenginlik yıllarının ardından ekonomik yapılar istikrarlı sisteme sahip finansal yapılardan daha istikrarsız sistemlere neden olacak finansal ilişkilere doğru evrilirler. Özellikle uzun süren iyi günlerin ardından kapitalist ekonomiler, daha sağlamcı -hedge finansman tipinin hakim olduğu finansal birimlerden spekülative ve Ponzi finansmanının daha ağırlıklı olduğu finansal birimlere yönelmeye başlarlar. Başka bir ifadeyle Minsky'e göre kapitalist sistemlerde istikrarın zamanla istikrarsızlaştırıcı bir özelliği bulunmaktadır.

Minsky'e göre kapitalist ekonomiler zaman zaman kontrolden çıkma potansiyeli taşıyan enflasyon ve borç deflasyonu girdabına girerler. Bu tür durumlarda ekonomik sistem mevcudu daha da artırmaya yönelik tepki verir. Enflasyon daha da yüksek bir enflasyonu, borç deflasyonu da daha uzun süreli bir borç deflasyonunu doğurur.

Minsky'nin konjonktür teorisinin üçüncü aşamasını Minsky Anı (Minsky Moment) oluşturmaktadır. Minsky anı, 'kredi arzının kurumaya başladığı nokta' veya 'bir finansal takıntının paniğe dönüştüğü nokta' olarak ifade edilmektedir. Özetle Minsky anı, para yönetici kapitalizm aşamasında bulunan bir ekonomide, örneğin ekonomide enflasyon varsa ve anti enflasyonist politikalar uygulanıyorsa, uzun süren finansal istikrar dönemlerinden sonra finansman birimlerinin hedge finansman biriminden spekülative finansmana, spekülative finansman biriminden ise Ponzi finansmana doğru evrildiği ve iktisadi kriz sürecinin başladığı çöküş noktasına karşılık gelmektedir. Bu durumdaki bir ekonomide kredi sistemi çökmekte, fiyatlar genel seviyesi ve varlık değerleri düşmekte ve Minsky süreci başlamaktadır. Özetle Minsky süreci, finansal bir krizin oluşum sürecidir (Bocutoğlu, 2010: 21).

AKT ile Minsky'nin konjonktür teorisini günümüzde bu kadar değerli kılan şey, bu iki konjonktür teorisinin 2008 Küresel Finans Krizini önceden öngörebilmiş olmalarıdır. Gerçekten de kriz, onların vurguladığı noktadan başlayarak yayılmıştır.

1.2.1. Ekonomik Krizlerin Nedenleri

Bir ekonomideki birçok olumsuz faktör, ekonomik bir krizin başlangıcına işaret edebilir. Bu tür krizler, ülkenin ekonomik gücüne bağlı olarak yavaş yavaş veya çok hızlı bir şekilde gelişebilir. Ekonomik krizler; üretimde yaşana bir daralma, fiyatlar genel seviyesindeki ani bir düşüş, iflaslar, işsizlik oranındaki yükseliş, ücretlerdeki azalma, borsada bir çöküş, spekülasyon hareketleri gibi ekonomik olaylardan herhangi birine veya birilerine bağlı olarak tezahür edebilir. Diğer taraftan ekonomik krizlerin nedeni, her zaman ekonomik bir nedene bağlı olmayıp, deprem, yangın, sel baskını gibi doğal afetlerde ekonomik bir krizin nedeni olabilir.

Hangi duruma bağlı olarak ortaya çıkarsa çıksın genel olarak ekonomik krizlere yol açan sebepler şunlardır (Aktan ve Şen, 2001):

- Ekonomik bir kriz, reel veya finansal sektörlerdeki arz fazlalığından veya talep daralmasından kaynaklanabilmektedir.
- Ekonomik krizler her zaman ekonomik nedenlere bağlı olarak meydana gelmeyip, ülke düzeyinde yaşanan yıkıcı bir deprem veya sel felaketi gibi doğal afetlerde ekonomik bir krize yol açabilmektedir.
- Ekonomik krizler, örgüt içi nedenlerden veya örgüt dışı konjonktürel nedenlerden kaynaklanabilmektedir. Siyasi, ekonomik, teknolojik ve çevresel alanlardaki hızlı değişim ve dönüşümlerde ekonomik krizlerin ortaya çıkmasında etkili olabilmektedir.
- Bilgi ve iletişim teknolojilerinde yaşanan hızlı gelişmeler ve teknolojik buluşlar, kimi örgütler için bir fırsata dönüşürken, kimi örgütler için de kriz nedeni olabilmektedir.
- İktisadi düzen içerisinde üretim, istihdam ve fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen ani konjonktürel dalgalanmalar da ekonomik krizlere yol açabilmektedir.

Eğilmez (2009: 95) ise krizlerin nedenlerine yönelik yapmış olduğu sınıflandırmada, krizlerin ortaya çıkmasında hem işletme dışından hem de içyapısından kaynaklanan birçok faktörün etkisi bulunduğundan hareketle krizlerin nedenlerini; içsel ve dışsal etkenler olarak ikiye ayırmıştır.

Tablo 1.1 Ekonomik Krizlerin Nedenleri

İçsel Etkenler	Dışsal Etkenler
Kurumsal Temeldeki Etkenler	Makro Ekonomik Dalgalanmalar
Finansal ve Operasyonel Riskler Bütünsellik Eksikliği Repütasyon (Saygınlığı Yitirme) Riski İşletme Stratejisi Riski Risk Yoğunlaşması Sermaye Yeterliliği Riski	Ekonomik Çevre Riski Ekonomi Politikası Dengesizlikleri
Piyasa Temelindeki Etkenler	Ekonomiyi Etkileyecek Olaylar
Karşı Taraf Riski Yanlış Değerlenmiş Varlık Riski Risklerin Bulaşıcılığı	Doğal Afetler Siyasal İstikrarsızlıklar Büyük Şirketlerin Batması
Yapısal Riskler	
Ödeme Sistemlerindeki Sorunlar Yasa ve Kural Eksiklikleri Muhasebe Sistemindeki Eksiklikler Denetimdeki Eksiklikler	

Kaynak: (G. Schinasi, 2005)’den aktaran Eğilmez, 2009: 95.

Krizin ortaya çıkmasında, makro faktörlerden daha çok etkili olduğu öne sürülen içsel etkenler, Tablo 1.1’de görüldüğü üzere kendi içerisinde; “Kurumsal Temeldeki Etkenler”, “Piyasa Temelindeki Etkenler”, “Yapısal Riskler” olarak 3 kısıma ayrılırken, dışsal etkenlerde; “Makro Ekonomik Dalgalanmalar” ve “Ekonomiyi Etkileyecek Olaylar” olarak ikiye ayrılmaktadır.

İçsel etkenlere bağlı olarak gelişen krizlerde: karar alma ve uygulamada ki yavaşlık, işveren – iş gören arasındaki iletişim eksikliği, aşırı merkezi yönetim politikası, inovasyon eksikliği, kurum içerisinde meydana gelen çatışmalar, koordinasyon eksikliği, denetimin yetersiz olması ve amaçların belirsizliği gibi etkenlerin rol aldığı söylenebilir.

Dışsal etkenler işletmelerin dışında oluşan ve işletmelerce kontrol edilmesi mümkün olmayan faktörler olarak tanımlanabilir. Dışsal etkenlere bağlı olarak gelişen

krizlerde ise; doğal felaketler, genel ekonomik belirsizlikler, yüksek oranlı ve sürekli enflasyon, arz ve talep dengesinde yaşanan bozulmalar, ekonomik ve politik çalkantılar, artan işsizlik oranları, verimlilikteki düşük, gelir dağılımında adaletsizlik, gölge ekonominin yüksek oranda olması gibi etkenler ekonomik bir kriz nedeni olabilir.

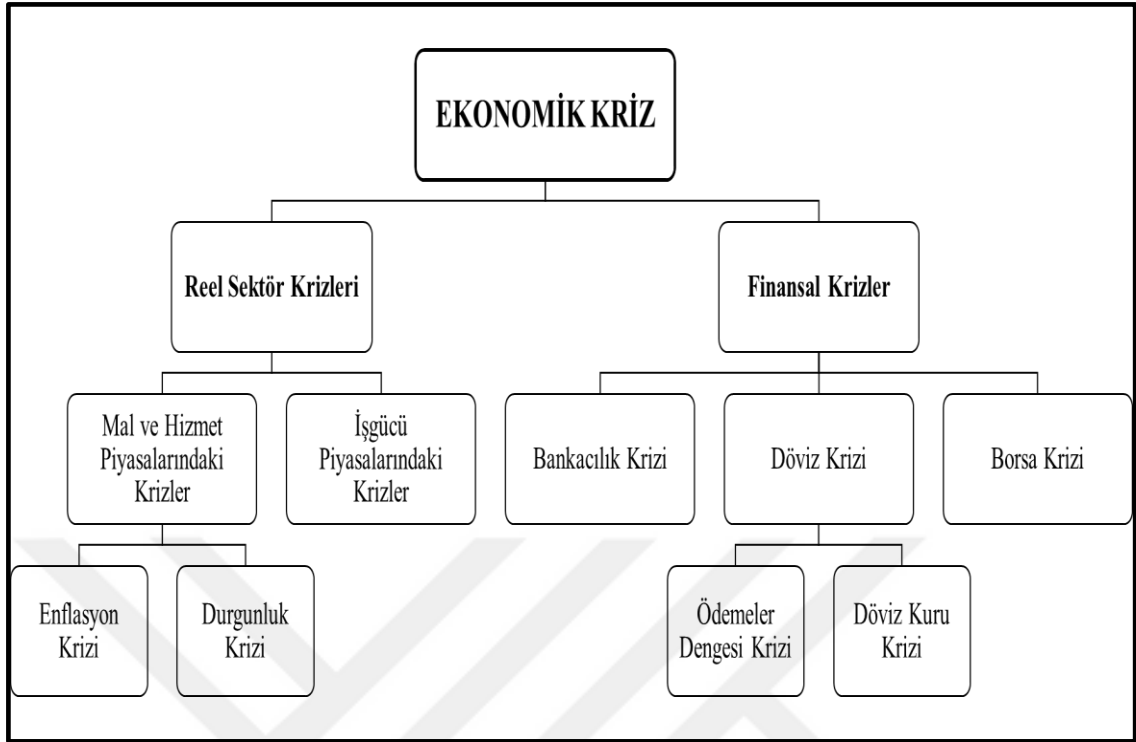
1.2.2. Ekonomik Krizlerin Türleri

Piyasadaki mallar, hizmetler, varlıklar veya faktörlerin fiyatlarında ve / veya miktarlarında büyük ölçüde değişiklik olursa, ekonomik bir kriz meydana gelebilmektedir. Ekonomik krizler; reel veya finansal sektörlerde meydana gelen arz – talep dengesizliğinden veya örgüt dışı gelişen konjonktürel etkenlerden kaynaklanabileceği gibi örgüt içi nedenlere bağlı olarak gelişebilmektedir. Diğer taraftan ekonomik krizler, her zaman ekonomik nedenlerden kaynaklanmayıp, deprem, yangın, sel baskını gibi bir doğal afet veya siyasi nedenlere de bağlı olabilir.

Rose ve Spiegel, mevcut bir durumun kriz olarak tanımlanabilmesi için krizin temel unsurlarının veya özelliklerinin bilinmesinin gerektiğini belirtmektedirler. Bu kapsamda ekonomik krizler, “reel sektör krizleri” ve “finansal krizler” olmak üzere iki ana başlık altında toplanabilmektedir.

Reel krizler, mal ve hizmet piyasalarındaki enflasyon veya durgunluk şeklinde beliren istikrarsızlıklar ile faktör piyasalarındaki istihdam düzeyini etkileyen istikrarsızlıklardan oluşmaktadır. Finansal krizler ise finansal piyasalara yönelik saldırılarla başlayan ve ülkelerin para, bankacılık, borsa ve diğer finansal piyasalarında büyük ölçekli meydana gelen dalgalanmaları ifade etmektedir.

Reel sektör krizleri, “mal ve hizmet piyasalarındaki krizler” ve “işgücü piyasalarındaki krizler” olarak ikiye ayrılırken, finansal krizler ise “bankacılık krizi”, “borsa krizi” ve “döviz krizi” olarak üç başlık altında ele alınmaktadır. Diğer taraftan döviz krizlerini kendi içerisinde “ödemeler bilançosu krizi” ve “döviz kuru krizi” olmak üzere ikiye, mal ve hizmet piyasalarındaki krizlerde “enflasyon krizi” ve “durgunluk krizi” olmak üzere yine ikiye ayrılmaktadır.



Şekil 1.3 Ekonomik Kriz Türleri

Kaynak: Kibritçioğlu, 2011: 175.

1.2.2.1. Reel Sektör Krizleri

Reel sektör (reel kesim), mal ve hizmet piyasaları ile işgücü piyasalarındaki üretici ve tüketicilerin tümünü kapsayan kesimdir. Dolayısıyla reel sektör krizleri, işgücü piyasası ile mal ve hizmet piyasalarında, istihdamda ve üretimde ciddi miktarda daralma biçiminde ortaya çıkmaktadır (Kibritçioğlu, 2001).

Reel sektör krizleri; mal ve hizmet piyasalarındaki krizler ve işgücü piyasalarındaki krizler olmak üzere ikiye ayrılır. Mal ve hizmet piyasalarındaki krizler, durgunluk (resesyon) krizi ve enflasyon krizi şeklinde ikili bir ayrıma tabi tutulabilmektedir.

Durgunluk krizleri, fiyatlar genel düzeyindeki artışların ekonomide yeni mal ve hizmet üretimini sağlayacak yatırımları teşvik edecek düzeyin altında kalması sonucu ekonominin resesyona girmesine yol açarak büyümenin azalmasına, dolayısıyla gayri safi milli hasılanın düşmesine neden olan krizlerdir.

Enflasyon krizleri, mal ve hizmet piyasalarında fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artışların belirli bir seviyenin üzerinde seyretmesi nedeniyle enflasyonist baskının meydana getirdiği krizlerdir.

İşgücü piyasalarındaki işsizlik krizleri ise temel ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla çalışmak istediği halde çalışacak bir iş bulamayıp işsiz kalan bireylerin bulunması durumunda meydana gelmektedir.

1.2.2.2. Finansal Krizler

Finans sisteminde finansal bir krizin meydana gelmesi yeni bir olgu olmayıp bu tarihi, 18. yüzyıl İngiltere’inde Güney Denizi Şirketi (South Sea Company)³ hisse senedi fiyatlarındaki oluşan balonun patlamasına kadar geriye götürülebilmektedir. Gerek 19. yüzyıl gerekse 20. yüzyıl içerisinde pek çok finansal kriz yaşanmış, özellikle 1970’lerin sonlarından itibaren yoğunlaşan bir dizi finansal kriz meydana gelmiştir. Çalışmanın bu kısmında, literatürde yapılan finansal kriz tanımlarına değinildikten sonra finansal kriz nedenleri, türleri ve finansal kriz modelleri incelenecektir.

1.2.2.2.1. Finansal Krizin Tanımı

Finansal krizler, finansal sistemin esas rolü göz önüne alındığında, ekonominin tasarruf etmek isteyenler ile borçlanmak ve yatırım yapmak istemeyenler arasında arabuluculuk yapma kabiliyetini engelleyen ve geniş makroekonomik etkileri olan, finansal sistemdeki önemli bozulmalardır. Ayrıca finansal krizler, bazı finansal varlıkların nominal değerlerinin önemli bir kısmını birden bire kaybettiği çok çeşitli durumlardan birisidir. Tarih boyunca meydana gelen en derin durgunlukların çoğu finansal sistemde meydana gelen sorunların akabinde gelişmiştir.

Finansal krizler elbette mevcut finansal sistemlere özgü değildir; tarih bankacılık ve döviz kuru krizleriyle doludur. Bir finansal kriz tipik olarak bankacılık ve finans sektöründeki sorunları içerir. Örneğin; bankalar, finansal kurumlar, döviz piyasası ve sermaye piyasaları bankacılık ve finans sektörünün birer parçasıdır.

³ 18. yüzyılda Güney Amerika’da faaliyet gösteren Britanya menşeli denizcilik şirketi olan South Sea Company, İspanya’nın Güney Amerika kolonilerinde tekel konuma gelmiş ve şirket hisse senetleri aşırı bir şekilde değerlendirilmiştir. Bu değerlendirme 1720 yılında “Güney Denizi Balonu – South Sea Bubble” olarak bilinen ekonomik krize yol açmıştır.

Dornbusch krizleri "Kriz ancak patladığında görülür!" olarak ifade etmektedir. Bu ifadeden de anlaşılacağı gibi; krizin oluşacağı bir ortam ve kriz göstergeleri vardır, ancak bir krizin mutlaka ortaya çıkacağını söyleyebilmek veya krizin gerçekleşeceği zamanı tahmin etmek pek olası değildir. Kaldı ki, finansal bir kriz ortamının varlığı ve krizin ne zaman çıkacağı yönünde bir öngörü oluşabilirse, gerekli tedbirler alınarak krizler önlenabilir, yani kriz yaşanmaz (Uygur, 2001: 9).

Finansal krizlerin bir takım ortak unsurları bulunmakla birlikte, genellikle finansal krizler çok boyutlu olabilirler ve bir tek gösterge ile karakterize etmek pek mümkün olmamaktadır (Claessens, vd, 2014: 5). Dolayısıyla finansal krizler birçok farklı şekilde meydana gelebilir. Genellikle finansal bir kriz aşağıdaki fenomenlerden bir veya daha fazlasıyla ilişkilendirilebilir:

- Varlık fiyatlarında ve kredi hacminde aşırı dalgalanmalar,
- Finansal aracılık sistemindeki önemli aksaklıklar ve ekonomik aktörlere dış finansman sağlanması,
- Büyük çaplı bilanço problemleri (firmalar, hane halkı, finansal araçlar ve hükümetler) ve büyük çaplı hükümet desteği (likidite desteği gibi).

Genel olarak finansal krizler, piyasaların etkin işleyiş gücünü bozarak reel ekonomi üzerinde ciddi etkiler doğuran finans piyasalarındaki çöküşler olarak nitelendirilebilmektedir. Finansal sistem ve reel ekonomi üzerinde neden oldukları değişik etkilerle finansal krizler oldukça karmaşık olaylardır. Genel olarak finansal krizler, finansal kurumların ödeme sıkıntısına düşmesi, menkul kıymet borsalarındaki büyük çaplı çöküşler ve ekonomik belirsizlik ortamının artması gibi olumsuz gelişmelerle ortaya çıkarak; üretim, istihdam ve ulusal paranın değeri üzerinde olumsuz etki etmektedir (Bastı, 2006:7).

Finansal bir krizin belli başlı özellikleri bulunmaktadır. Bunlar (Barışık, 2015: 113):

- Finans piyasalarının işlevselliğini yerine getirmesine engel olacak olumsuz etkiler yaratmakta, özellikle finansal sistemi yeniden işler kılabilmek için ek maliyetlere sebep olmaktadır,

- Hızlı bir yayılma meyli bulunan finansal krizlerin, bütün finansal piyasaları ve hatta sıçrama etkisiyle başka ülkelerin finans piyasalarını etkileyebilecek kadar genişleme riski taşımaktadır.

- Finansal bir krizin başlıca iki temel unsuru mevcuttur; döviz kurunun doğasında var olan yüksek “volatilité” ve “farklı doğalara sahip finansal piyasalar”.

Finansal piyasalar aşağıda yer alan özellikleri ile diğer piyasalardan ayrılmaktadır:

- Öncelikle finansal piyasaların işlem maliyetleri diğer piyasalara nazaran daha düşüktür ve dolayısıyla uyarlanma hızı daha yüksektir.

- Piyasadaki söylentiler, beklentiler ve kredibilite olanakları fiyatları etkilemektedir.

- Finansal piyasalarda hem ödünç alanlar ile ödünç verenler arasında, hem de finansal piyasa katılımcıları ile yetkili kurumlar arasında yaygın olarak görülen asimetrik bilgi bulunmaktadır.

- Ahlaki tehlike (moral hazard) güçlüdür.

- Hiçbir olgu finansal aracılığın yerine geçememektedir.

Belirtilen ilk üç özellik finansal piyasaların küresel bütünleşmesi ile gün geçtikçe güçlenmektedir. Bu nedenle finansal krizlerin hafifletilmesinde yapılması gereken ilk şey, ahlaki tehlike ve asimetrik bilgiyi sınırlamaktır (Toprak, 2001: 860).

Finansal krizler genel olarak, finansal piyasalarda ve finansal saldırılarla ortaya çıkarak ülkelerin para, bankacılık, borsa ve diğer finansal piyasalarında gerçekleşen büyük ölçekli dalgalanmalar olarak ifade edilmektedir. Diğer bir ifadeyle, finansal kurumların farklı nedenlerle işlevini yitirmesi ve ödünç alanlar ile ödünç verenler arasında fon akışının devam ettirilememesi durumu finansal bir kriz olarak ifade edilmektedir. Finansal krizler ile ilgili literatürde yer alan tanımlardan bazılarına aşağıda yer verilmektedir.

Mishkin (1999a) finansal krizi, verimli yatırım olanaklarına sahip finansal piyasaların, ahlaki tehlike ve ters seçim gibi sorunların etkisiyle git gide bozulması ve kaynakların en verimli yatırım olanaklarına sahip olan ekonomik birimlere aktarılamaması sonucu ortaya çıkan, doğrusal olmayan bozulmalar olarak

tanımlamaktadır. Ayrıca finansal krizler, ekonominin reel kesimini tahrip edici etkiler doğurabilen ve piyasaların etkin işleyişini bozan finansal piyasa çöküşleri olarak da tanımlanabilmektedir (Mishkin, 2001).

Kaminsky, Lizando ve Reinhart (1997: 18) ise finansal krizleri, ani ataklar nedeniyle döviz kurunun aşırı değer kaybetmesi ya da döviz rezervlerindeki büyük miktarlardaki düşüşler veya her ikisinin bir birleşimi olarak da tanımlanmaktadır.

Schwartz (1995) finansal krizin, halkın ümitsizce borçlanmalarının sonucu olarak bankacılık sistemindeki rezervlerin azalması ve her türlü fiyat düzeyinden artık ödemelerin yapılamaması nedeniyle kaynaklandığını ifade etmektedir.

Özatay (2009, 19) finansal krizleri, “sektörde bir deprem yaşanması ve sonucunda bazı finansal kurumların batması, kalanların ise sermayelerinin önemli ölçüde erimesi” olarak tanımlarken, Kibritçioğlu (2001: 176) döviz ve hisse senedi piyasaları gibi finansal piyasalardaki şiddetli fiyat dalgalanmalarının veya bankacılık sistemindeki geri dönmeyen kredilerin çoğalması sonucunda meydana gelen büyük çaplı ekonomik sorunlar olarak tanımlamıştır.

Parasız ve Bildirici (2003: 492) finansal krizi; kısa vadeli faiz oranları, bina, arsa, hisse senedi gibi varlık fiyatları, iflaslar, ticari hayatta ödemelerin aksaması vb. göstergelerin tamamının veya birçoğunun ani ve açık biçimde konjonktürel bir bütün olarak bozulması olarak tanımlamışlardır.

Diğer taraftan iktisat literatüründe, finansal istikrarsızlık, finansal düzensizlik, finansal kırılma ve sistemik risk sözcüklerinin, finansal kriz kavramıyla kavramlarının anlamdaş olarak kullanıldığı görülmektedir. Bu kavramlar, finansal piyasalardaki varlık fiyat ve miktarlarının öngörülemeyen bir şekilde sapmasına neden olacak bir olayın meydana gelme ihtimali ve riski olarak tanımlanmaktadır. Genel olarak bu kavramlar finansal bir krizin meydana gelme ihtimalini ifade etmektedirler. Bazı durumlarda ise bu kavramlara yüklenen anlam yalnızca finansal piyasalar ile sınırlı kalmayıp, ekonominin diğer kesimlerini de etkileyen tüm yıkıcı etkileri de içermektedir.

Bütün bu tanımlamaları kapsayacak şekilde bir tanım yapılmak istenirse finansal kriz; finansal kurumların bir kısmının veya büyük bölümünün faaliyetlerini devam

ettiremeyecek bir duruma geldiği, hisse senedi veya döviz kuru gibi varlık fiyatlarının değerlerinin ciddi oranda düştüğü, ansızın ve öngörülemeyen bir anda ortaya çıkarak ülke ekonomisi üzerinde yıkıcı etkiler yaratan, kapsamlı bir olaylar zinciri olarak tanımlanabilir.

1.2.2.2. Finansal Krizlerin Temel Nedenleri

Meydana gelen krizleri anlayabilmek, analiz edebilmek ve etkin bir çözüm önerisi geliştirebilmek için krizlerin altında yatan temel nedenlerin doğru belirlenmesi oldukça önemlidir. Finansal bir kriz birden fazla nedene bağlı olarak gelişebilir. Genel olarak, kurumlar veya döviz kuru, hisse senedi gibi varlıklar aşırı değerlenirse bir kriz meydana gelebilir ve irrasyonel veya sürü benzeri bir yatırımcı davranışı ile daha da şiddetlenebilir. Örneğin, hızlı bir satışlar dizisi daha düşük varlık fiyatlarına yol açabilir veya bir bankanın iflas edeceği söylentisinde bireylerin varlıkları boşaltmasına veya büyük tasarruf çekilmesine neden olabilir.

Diğer taraftan, birçok durgunluk yada bunalıma yol açan bankacılık panikleri; 19. ve 20. yüzyıldaki finansal krizlerin kaynağı olmuştur. Borsa iflasları, finansal balonların patlaması, iktidardakilerin hataları da finansal krizlere neden olmaktadır. Ayrıca finansal bir kriz bir tek ülkeyle veya finansal hizmetlerin bir bölümüyle sınırlı kalabileceği gibi, yayılma etkisiyle bölgesel veya küresel boyutta da sonuçlar doğurabilir.

Genel olarak finansal krizlere neden olan faktörler arasında; sistemik başarısızlıklar, beklenilmeyen veya kontrol edilemeyen insan davranışları, aşırı risk alma teşvikleri, düzenleyici ve denetleyici kurumların bulunmaması veya yetersizlikleri veya bir kurum veya ülkeden bir başkasına virüs ve benzeri sorunların yayılmasına yol açan bulaşmalar sayılabilir.

Finansal krizler oluşumları itibarıyla genel olarak birbirlerine benzemezler. Bununla birlikte krizlerin birçoğunun merkezinde varlık piyasalarında meydana gelen aşırı değer kayıpları, ekonomik başarısızlıklar, likidite yetersizlikleri ve bir ülkedeki finansal bir krizin diğer ülkelere de yayılması gibi olaylar etkilidir. Ayrıca, aşırı borçluluk oranları, politik dengesizlikler, aşırı değerli kur ve uluslararası sermaye piyasalarına aşırı

bağımlılık gibi faktörler, finansal kriz sürecini tetikleyen etkenler olarak kabul edilmektedir.

Mishkin (2001: 3), finansal kriz sürecinin başlangıç belirtilerini şu şekilde sıralamaktadır:

- Faiz oranlarının artması,
- Belirsizliklerdeki bir artış,
- Menkul kıymetler borsasının çökmesi,
- Bankacılık sektöründe yaşanan sorunlar.

Bununla beraber finansal bir krizin ortaya çıkışını kaynak teşkil eden nedenler zamana, gerçekleşen zamandaki koşullara ve ülkelerin gelişmişlik durumuna göre farklılık taşıyabilmektedir. Bu nedenler şöyle sıralanabilir (Kaplan, academia.edu):

- Arz ve talepte yaşanan ani dalgalanmalar,
- Büyümenin sürdürülememesi ve belirsizliklerin artması,
- Yüksek enflasyon ve enflasyonu düşürmeye yönelik uygulanan hatalı politikalar,
- Firma bilançolarındaki bozulmalar,
- Finansal serbestleşmeye geçiş için acele edilmesi ve deregülasyon,
- Aşırı borçluluk, faiz oranlarının artması ve uluslararası sermaye hareketleri,
- Kurdaki aşırı oynaklıklar ve uygulanan hatalı kur politikaları.

G-20 “Finansal Piyasalar ve Dünya Ekonomisi Konferansı Deklarasyonu” ise finans piyasalarında meydana gelen krizlerin nedenleri;

- Finansal piyasalarda yaşanan hızlı büyüme,
- Sermaye hareketlerinin artması,
- Piyasalar hakkında risk değerlemelerinin yeterli ölçüde yapılmaması veya yanlış yapılması ve buna bağlı olarak ortaya çıkan zayıf risk yönetimi uygulamaları,
- Zayıf sermaye standartları, karmaşık ve şeffaf olmayan finansal ürünlerin artmaya başlaması ve bunun sonucunda yüksek kaldıraç oranlarının finansal sistemde kırılganlık oluşturması,

- Finansal piyasalarda oluşan risklerin, politikaları belirleyicileri tarafından yeteri kadar öngörülememesi ve değerlendirilememesi,
- Finansal inovasyonun sağlanamaması ve piyasalara yönelik düzenlemelerin yapılamaması olarak belirtilmiştir (Karabulut, 2009: 407).

Görüleceği üzere finansal krizlerin nedenlerine yönelik farklı bakış açıları söz konusudur. Bunların dışında finansal krizlerin ortaya çıkmasının başka nedenleri de bulunmaktadır. Kriz sürecinde oluşan ortak hareketlerin iyi anlaşılması, krizlerin teşhisini ve krize yol açan temel mekanizmanın doğru tespit edilmesi ve çözülmesi gibi konularda faydalı olmaktadır. Dolayısıyla finansal kriz nedenlerinin doğru analiz edilmesi çok önemlidir. Literatür incelendiğinde finansal bir krizin nedenleri ile ilgili oldukça farklı görüşlerin bulunduğu görülmektedir. Bu görüşlerden hareketle finansal krizlere neden olabilecek etkenler aşağıda başlıklar halinde ele alınmıştır.

1.2.2.2.2.1. Finansal Serbestleşme ve Deregülasyon

Finansal serbestleşme veya liberalizasyon, devlet müdahalesinin finansal piyasalardan kaldırılması olarak tanımlanmaktadır. Finansal serbestleşme, ekonomik büyüme ve kalkınma, finansal krizlere karşı kırılganlık ve yurtiçi finansal ve sermaye piyasası gelişimi üzerinde etkisi olan kilit bir stratejiyi temsil etmektedir. Araştırma ve deneyimler, finansal serbestleşmenin hem faydaları hem de maliyetleri olabilen iki ana etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Finansal serbestleşme, genel olarak finansal gelişmeyi destekleyerek ekonominin uzun vadeli büyüme oranını artırmaktadır. Bu nedenle özellikle son otuz yılda, hem endüstriyel hem de yükselen piyasa ekonomileri, finansal sistemlerinin serbestleştirilmesine yönelik hareket etmektedirler. Diğer taraftan, finansal serbestleşme karşıtları ise bunun finansal krizlere yol açacağını iddia etmektedir (Stiglitz, 1994).

Finansal serbestleşme, gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek isteyen hükümetlerin, bankacılık ve finans sistemlerindeki denetim ve kısıtlamalarını kaldırdığı veya büyük ölçüde azalttığı deregülasyon⁴ düzenlemelerinin bir

⁴ Deregülasyon, tipik olarak ekonomik alanda devlet düzenlemelerini kaldırma veya azaltma sürecidir. Deregülasyon ile amaçlanan daha az sayıda ve daha basit hukuki düzenlemeler ile sektörlerde verimliliğin artırılması, buna bağlı olarak hizmet veya ürünlerin kalitesi artırılırken fiyatının da düşürülmesidir.

sonucu olup, ekonomilerin uluslararası sermaye transferlerine açılma süreci olarak belirtilmektedir (Durusoy, 2000: 1).

Finansal serbestleşme olgusu, küreselleşme ile birlikte gündeme gelen ve gelişmekte olan ülkelerin küresel piyasalara entegrasyonu sürecinde, faiz oranlarının serbest bırakılması, kredi tavan uygulamalarının kaldırılması, munzam karşılık oranlarının indirilmesi veya tamamen kaldırılması, şirket ve finansal kurumların yerli ve yabancı ortaklıklara açılması gibi mali konulardaki reformlardır (Kendirli ve Irmak, 2018: 15).

1990'lerden itibaren sayıları hızla artan finansal krizlerin en önemli nedenlerinden biri sermaye hareketlerinin kontrolsüz bir biçimde serbestleştirilmesidir. Ülkelerin gerekli ekonomik ve yasal alt yapıyı hazır hale getirmeden finansal piyasalarını serbestleştirmeleri, büyük miktarlarda kısa vadeli spekülatif sermaye akımına uğramalarına neden olmuş ve özellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde şiddetli kırılganlıklara yol açmıştır.

Faiz kontrollerinin kalkması, zorunlu rezervlerin azaltılması, piyasaya giriş ve çıkışların gerek yerli gerekse yabancı bankalar için kolaylaştırılması, yerli paranın konvertibilitesinin sağlanması, sermaye hareketlerinin serbest bırakılması gibi iç ve dış finansal deregülasyon uygulamaları bankacılık kesiminin faiz, döviz kuru, likidite ve ödeyebilirlik risklerini büyük oranda artırmıştır (Karabulut, 2002: 41). Özellikle finansal liberalizasyon sürecinde uygulanan yüksek reel faiz oranları, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan likidite krizlerinin en önemli nedeni olmuştur (Mishkin, 1999b).

Bir ülkeye faiz arbitrajından yararlanarak yüksek reel faiz kazanmak amacıyla yönelen kısa vadeli sermaye, kısa vadede aşırı karlar elde ederken, bu süreçte ulusal para ise aşırı değerlenmektedir. Dışa bağımlı bir büyüme politikası güdülen böyle bir durumda reel faiz ile döviz kuru arasındaki dengeler bozulmakta, sonuçta finansal bir krize yol açabilmektedir. Kriz ortamı oluşunca, merkez bankaları para otoritesi işlevini git gide yerine getirememekte ve bu nedenle ulusal para kontrolden çıkarak bir devalüasyona neden olabilmektedir (Yeldan, 2001: 23).

1.2.2.2.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Uluslararası sermaye hareketi, bir ülkedeki yerleşik kişi ya da kurumlarca başka bir ülkelerdeki yerleşik kişi ya da kurumlara kaynak aktarılması veya onlardan bir aktif satın almak üzere fon aktarılması şeklinde tanımlanmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri ise vadesi bir yıldan kısa olan kredi araçlarından oluşmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri; döviz, vadesiz mevduat, kambiyo senetleri, ticari senetler ve bir yıla kadar vadeli mevduatlar yoluyla gerçekleşebilmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri, bir ülkenin para arzında bazı önemli değişiklikleri beraberinde getirmektedir.

Küreselleşme hareketleri ile yeniden şekillenen ekonomik düzende gözlemlenen genel eğilim, net sermaye hareketleri miktarının olağanüstü şekilde artmış olmasıdır. Özellikle yatırım ve tasarruf yetersizlikleri kronik bir sorun haline gelen az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, finansman sıkıntılarını kısa vadeli sermaye hareketleri ile aşmaya çalışmaktadırlar. Yaşanan bu ekonomik dönüşüm, 1990'lı yıllarda paranın spekülative ve kısa vadeli bir nitelik kazanmasına ve yönünü daha çok gelişmekte olan piyasalara doğru değiştirerek, bu ülkelere kendi potansiyellerinin ötesinde kaynak kullanma olanağı sunmuştur.

Yoğun sermaye girişlerinin yaşandığı ülkelerde ise toplam talebin artışına, toplam talep artışı ise; enflasyon oranlarının yükselmesine, cari işlemler bilançosu açıklarında artışlara ve reel döviz kurunun aşırı değerlenmesine neden olurken, parasal türbülans dönemlerinde gerçekleşen ani çıkışlar ilgili ülkelerin finans piyasalarında büyük dalgalanmalar meydana getirerek finansal krizlerin tetikleyicisi olabilmektedir.

1.2.2.2.3. Varlık Fiyatlarında Düşüşler – Balonların Patlaması

Finansal krizleri; hisse senedi, konut veya diğer varlık fiyatlarında meydana gelen önemli düşüş ve yükselişlerde tetikleyebilmektedir. Eğer ekonomik birimler nezdinde herhangi bir varlığın fiyatının yükseleceğine dair bir beklenti oluşursa, o varlığa yönelik talebi artıracaklardır. Varlığa olan talep artışıyla birlikte fiyatı da artacak, fiyat artışı ise varlık fiyatının artmaya devam edeceği yönünde oluşan beklentiyi artıracaktır. Fiyat artışının devam edeceği yönündeki beklenti ise talebi tekrar artırıcı yönde etki doğuracaktır. Belirli bir dönem sonunda o varlık esas değerinin çok üzerinde bir fiyatla

satılmaya başlanacaktır. Varlık fiyatlarındaki olağanın dışında gerçekleşen, ekonomik olarak gerçek değerlerle örtüşmeyen ve yüksek fiyatlar üzerinden yapılan büyük boyutlu ticaret hacmine ekonomik balon denilmektedir. Diğer bir ifadeyle, şişirilmiş değerlere sahip varlıkların alım satımı ekonomik balon (diğer adlarıyla spekülâtif balon, piyasa balonu, fiyat balonu, finansal balon veya spekülâtif çılgınlık) olarak tanımlanabilmektedir.

Bir varlığın fiyatının “normal piyasa değerinin” üzerindeki sürekli artışı, bir fiyat balonunun oluşmasına neden olmaktadır. Fiyat balonları, bir varlığın fiyatında gelecekteki artış beklentileriyle sürdürülür. Bu şekilde finansal sistemde yaşanan istikrarsız durumlar, finansal aktörlerin beklentilerini olumsuz yönde etkileyerek uzun vadeli reel yatırımlardan vazgeçmelerine ve daha çok kısa vadeli spekülâtif yatırımlara yönelmelerine yol açmaktadır. Bu durum ise yapay fiyat balonlarının oluşmasına neden olarak, finansal krizlerin temel sebebi olabilmektedir (Dalyancı, 2010: 13).

Varlık fiyatlarının temel fiyattan sapmaları ile ölçülen ekonomik balonların belirli bir dönemden sonra patlama olasılıkları oldukça yüksektir. Ekonomik birimler zaman içerisinde varlık fiyatındaki aşırı artıştan endişelenerek, varlığı satmaya başlarlar. Varlığın satışının başlaması ile birlikte fiyatı da aşağı yönde hareket etmektedir. Bu durum o varlığın beklenen getirisi üzerine duyulan güvenin tamamen sarsılmasına ve daha fazla satılmasına yapılmasına neden olmaktadır. Varlık fiyatlarındaki bu düşüş süreci uzunca bir süre devam edebileceği gibi varlığın fiyatı bir gün içerisinde çökerek ekonomileri krize sürükleyebilmektedir (Kaytancı vd., 2019: 184). Diğer taraftan yapılan araştırmalar balonların belirsizlik veya spekülasyon olmasa da gerçekleşebileceğini göstermektedir.

1.2.2.2.2.4. Finansal Bulaşıcılık

Finansal bulaşma veya bulaşıcılık, “piyasa rahatsızlıklarının (çoğunlukla olumsuz yönde) bir ülkeden diğerine yayılması, döviz kurlarında, hisse senedi fiyatlarında, ülke marjlarında ve sermaye akışlarında ortak hareketler yoluyla gözlemlenen bir süreç” olarak tanımlanmaktadır (Dornbusch vd., 2000: 179). Finansal bulaşıcılık, finansal sistemlerini uluslararası finansal piyasalar ve kurumlarla bütünleştirmeye çalışan ülkeler

için potansiyel bir risk oluşturmaktadır. Komşu ülkeler ve hatta bölgeler arasında yayılan ekonomik bir krizin açıklayıcısı olabilmektedir.

Finansal krizlerin meydana gelmesinin önemli nedenlerinden birisi de, krizlerin bir ekonomiden diğerine oldukça çabuk bir şekilde sirayet edebilmesidir. Finansal bulaşıcılık olarak tanımlanabilen bu süreçte, bir ya da daha fazla ekonomide oluşan ekonomik ve finansal sorunların uluslararası yatırımcıları endişelendirmesi üzerine, yatırımcıların sorunun çıktığı ülkelerdeki yatırımlarını hızla çekmelerine bağlı olarak oluşan olumsuz yatırım koşullarının diğer ülkelerin finansal sistemini de etkilemesi halinde meydana gelmektedir. Diğer bir ifadeyle, krizin bir ülkeden diğerine sıçraması veya herhangi bir ülkede kriz yaşandığı bilgisinin, bulunan ülkede de kriz olma ihtimalini artırması durumu, finansal bulaşıcılık olarak nitelendirilmektedir.

Bulaşma etkisi ile herhangi bir ülkede meydana gelen finansal çalkantı, karşılıklı bağımlılık yoluyla diğer ülkelere de yayılabilmektedir. Bulaşma etkisi, söz konusu aktarımın yol açtığı olumsuz etkileri şiddetlendirebileceği gibi, finansal çalkantıya konu olan ekonomi ile hiçbir etkileşimi bulunmayan ekonomileri bile sürü davranışı, çoklu denge veya makroekonomik benzerlik gibi faktörlerle etkileyebilmektedir (Korkmaz, 2011: 53).

Finansal krizler, tıpkı domino taşına benzer özellik göstererek, önleyici bir önlem alınmadığı müddetçe bulaşıcı bir hastalık gibi yayılmaya devam etmektedir. Örneğin 1994 Meksika krizi yayılma etkisiyle kısa sürede Güneydoğu Asya ülkelerine (Tayland, Güney Kore, Japonya, Filipinler) ve dünyanın birçok bölgesine çok hızlı bir şekilde yayılmıştır (Şimşek, 2007: 105-107).

Bulaşma etkisiyle finansal krizlerin bir ekonomiden diğerine aktarılmasında beş farklı mekanizma işlemektedir. Bunlar:

1. Bir ülkede yaşanan bir krizin diğer ülke veya ülkelerde de kriz çıkma olasılığını artırması,
2. Bir ülkedeki fiyat farkının diğerlerine sıçramasına neden olması,
3. Ürün fiyatlarındaki artışların diğer ülkeleri de etkisi altına alması,
4. Ülkelerin birbirlerine olan bağımlılıkları nedeniyle sıçrama yaşanması,

5. Oluşan şokun yine bu bağıllık nedeniyle ithalat ve ihracatı, ülkelerin politikalarını ve ekonomilerini etkileyerek diğer ülkelere sıçramasıdır (yatirimkredi.com).

1.2.2.2.5. Sabit Döviz Kuru

Sabit döviz kuru politikası, yerel para biriminin değerinin merkez bankasınca başka bir para birimine veya bir para birimleri sepetine veya altın gibi başka bir değere bağlandığı kur politikasıdır. Yerel para biriminin değeri piyasa aktörleri tarafından belirlenmeyip para otoritesince (ilgili ülkelerin merkez bankaları) sabitlendiğinden, para biriminin değeri işlem anındaki arz ve talep koşullarını yansıtmamaktadır.

Sabit kur sistemi, yüksek faiz - düşük kur politikası uygulayan ülkelerde, kısa vadeli sermayenin ülkeye yönelmesini kolaylaştırmakta, oluşan bu uluslararası rezerv yardımıyla da kurun sabit kalması sağlanabilmektedir. Ancak spekülatif bir saldırı nedeniyle ulusal paraya olan talep azalıp yabancı paraya olan talep artması durumunda uluslararası rezervler azalacak, neticede kuru sabit tutmak mümkün olmayacaktır. Ayrıca merkez bankalarının kuru sabit tutmak amacıyla döviz satışı yapmaları faiz oranlarını yükselmesine neden olarak ve ekonomik faaliyet hacmini daraltacaktır (Aklan, 2003: 158-160).

Sabit kur sistemi uygulayan ülkelerde merkez bankalarının kuru sabit tutabilmek amacıyla döviz rezervlerini kullanmaya başladığında (özellikle siyasi istikrarsızlık, üretim şokları, finansal sektörün zayıf yapısı ve borçların artması gibi nedenlerle) sabit kur politikasının daha fazla sürdürülemeyeceğini öngören spekülâtörlerin dövize saldırıları finansal krizleri tetikleyebilmektedir. Dövizle yönelik bu spekülâtif hareketler, ülkelerin tam anlamıyla bağımsız bir ekonomi politikası izleme imkanını da ortadan kaldırmaktadır (Çelik, 2008: 33).

Sabit döviz kuru, gelişmekte olan ülkelerde özellikle yüksek enflasyonla mücadele amacıyla uygulamaktadır. Her ne kadar kurun sabitlenmesi enflasyonu baskılamada başarılı olsa da yerel para biriminin aşırı değerlenmesine ve tüketim ve ithalatın artmasına neden olarak ciddi cari açık sorunlarını ortaya çıkarmaktadır. Döviz kurunun bu şekilde belli bir çapaya bağlanarak sabitlenmesi ya da reel değerinin altında

tutulmaya çalışılması, finansal sektörü krizlere karşı daha kırılgan bir hale getirmektedir. 1990'lı yıllarda meydana gelen krizlerde göstermiştir ki, sabit kur politikası izleyen ve sermaye hareketlerine izin verilen gelişmekte olan ekonomilerde para krizlerinin çıkma olasılığı artmaktadır (Mishkin, 1999a: 8).

1.2.2.2.6. Asimetrik Bilgi, Ters Seçim ve Ahlaki Yapının Bozulması

Asimetrik bilgi yaklaşımının öncüsü George Akerlof olup, piyasadaki bir ürünün kalitesiyle ilgili olarak, alıcı ve satıcıların farklı bilgiye sahip bulunmasının piyasanın işleyişi üzerindeki olumsuz etkisini açıklamaktadır. Bu görüşe göre, satıcılar ürünleri hakkında alıcılara nazaran daha fazla bilgiye sahip olmalarının sağladığı asimetrik bilgi nedeniyle, piyasada aksamalara yol açmakta ve piyasanın varlığına karşı bir tehdit unsuru oluşturmaktadır. Bilginin asimetrik olarak dağıldığı böyle bir durumda, kalitesi düşük malların satıcıları, daha kaliteli malların satıcıları aleyhine olmak üzere bir prim elde etmektedirler. Bu durumda yüksek kaliteli malların satıcıları piyasadan çekilmek zorunda kalacaklardır. Bilgi akışının sağlıklı olarak sağlanamadığı bu durumda ekonomik birimler arasındaki asimetrik bilgi nedeniyle piyasada önemli aksaklıklar yaşanacaktır (Aras ve Müslümov, 2004: 2).

Ters seçim, mukavele öncesi asimetrik bilgi nedeniyle ortaya çıkan bir problem olup, 'Gizli bilgi' nedeniyle piyasanın etkinliğini sağlayamaması durumu olarak tanımlanmaktadır. Cevherlerin piyasadan çekilmesine ve böylece piyasanın limonlara kalmasına ters seçilme (adverse selection) veya limon problemi (lemon problem) denilmektedir (Ünsal, 2014: 717).

Ahlaki tehlike (moral hazard) ise, mukavele sonrası asimetrik bilgi nedeniyle ortaya çıkmakta, ajanların dürüst olmayan ve yetersiz bir biçimde davranma riskine denilmektedir (Ünsal, 2014: 721).

Asimetrik bilgi yaklaşımı son yıllarda finansal krizleri açıklamak içinde sıkça kullanılmaktadır. Asimetrik bilginin varlığında finans piyasası hakkında net bir bilgi bulunmamakta ve piyasanın aktörlerince farklı yorumlar yapılabilmektedir. Burada borç alan taraf, borç veren taraftan daha avantajlıdır. Çünkü borçlanan taraf, yatırım projesi ile ilgili olarak borç verene nazaran daha fazla bilgiye sahiptir. Borç verenin borçlunun

güvenirliliği hakkındaki belirsizlik nedeniyle kredi riskiyle karşı karşıya kalmaktadır (Şen, 2006: 1-2).

Asimetrik enformasyon olarak bilinen enformasyon eksikliği, finansal sistemde iki temel tip problem yaratmaktadır (Parasız, vd, 2016: 464):

i. Ters seçim: Ödünç vericiler kötü bir risk havuzundan seçim yapmak durumunda kalırlar. Çünkü en istenmeyen potansiyel alıcılar, ödünç arama hususunda en faal olanlardır.

ii. Ahlaki riziko: Ödünç verenler açısından istenilmeyen faaliyetler hakkında, ödünç alıcılar daha iyi enformasyona sahiptir.

Açıklanan bu iki asimetrik bilgi olgusu nedeniyle ödünç alıcıların aldıkları ödünçü geri ödememe ihtimali bulunmaktadır. Dolayısıyla ödünç vericilerin piyasadaki kredi risklerini göz önünde bulundurmaları gerekmektedir. Yani asimetrik bilgi, ters seçim ve ahlaki risk ile karşı karşıya kalmaktadırlar.

Borç alanlar ve borç verenler arasındaki asimetrik bilgi, finansal piyasaların etkinliğini etkileyen bir ahlaki tehlike sorununa da yol açmaktadır. Dolayısıyla, borç alanların net değerindeki bir düşüş, borç vermede ve dolayısıyla yatırımda ve toplam ekonomik aktivitede bir düşüşe neden olmaktadır.

Dolayısıyla asimetrik bilgi, ahlaki bozulma ve ters seçim gibi problemler faiz oranlarının yükselmesine, belirsizliklerin artmasına, bilançoların bozulmasına, banka paniklerine ve nihayetinde finansal krizlere neden olabilmektedir (Karaçor, vd, 2012: 58).

1.2.2.2.7. Sürü Psikolojisi

Yatırımcıların yatırım kararı alırken kendi kişisel değerlendirmelerini bir kenara bırakıp diğer yatırımcıların kararlarından, görüşlerinden ve / veya davranışlarından etkilenerek kendi fikirlerini değiştirmeleri ve çoğunluğun hareket ettiği yönde davranmalarına sürü psikolojisi denilmektedir.

Finansal piyasalardaki asimetrik bilgi problemi, yatırımcıları sürü davranışına yönlendiren önemli faktörlerden biridir. Bilgi edinmenin maliyetli olması yatırımcıların yeterince bilgiye ulaşmalarını engellemekte, bu nedenle yatırımcılar gelecekteki fiyat

değişimleri ile ilgili öngörülerini benzer ekonomik özellikler taşıyan piyasalardaki değişmelere göre yapmaktadırlar.

Sürü psikolojisine bağlı olarak bir ülkede finansal bir kriz yaşanması durumunda yatırımcıların o ülke ile benzer özellikler gösteren diğer ülkelere karşıda negatif beklentiler geliştirmelerine ve o ülkedeki yatırımlarını ülke dışına çıkarmalarına neden olmaktadır (Kaytancı vd., 2019: 189). Finansal piyasalarda olumsuz beklentilere bağlı gelişen sürü psikolojisi, sermaye hareketlerinin birden bire yön değiştirmesine neden olabilmektedir. Bu nedenle, bir ülkede meydana gelen finansal bir krizin ardından yatırımcıların benzer ekonomik özelliklere sahip olan ülkelerinde kriz yaşayabilecekleri düşüncesiyle kriz öncesi dönemde bulunmayan bir aktarım mekanizmasının açılmasına ve krizin bu ülkelere de sıçramasına neden olabilmektedir.

1.2.2.2.8. Makroekonomik Nedenler

Finansal krizlerin ortaya çıkmasında rol oynayan önemli nedenlerden biri de sürdürülemeyen makroekonomik istikrarsızlıklardır. Bir ekonomide cari işlemler açığı, kamu borçları, bütçe açıkları, enflasyon ve tasarruf açığının artması gibi nedenler ekonomide yapısal bozulmanın kaynağı olarak görülmektedir.

Finansal sistemin iyi işleyebilmesi için, öncelikle para ve maliye politikalarını esas alan istikrarlı bir makroekonomik yapının varlığı, destekleyici ve düzenleyici bir yasal çerçeve ile özel sektörün düzenlenmesi ve denetimi gerekmektedir (Şimşek, 2008: 199-200).

Bu bağlamda aşırı genişletici para ve maliye politikaları, bir yandan kredi hacminin ve borç tutarının artmasına yol açarken, diğer taraftan döviz kurunun aşırı değerlenmesine ve faiz oranlarının aşırı yükselmesine neden olmaktadır. Yerli paranın değerlenmesi ise ekonomide devalüasyon beklentisini arttırmaktadır.

Genişletici politikalar sonucunda bozulan iç ve dış dengeyi tekrar kontrol edebilmek için sıkı para ve maliye politikalarının uygulanması gerekmektedir. Ancak, bu politikaların uygulanması; ekonomik faaliyetlerin yavaşlaması, borçların geri ödenmesinde güçlükler, alınan kredilerin yeterince verimli olarak kullanılamaması gibi olumsuz etkilere neden olmaktadır. Kısacası, uygulanan yanlış ekonomi politikaları

sonucunda ortaya çıkan yapısal bozukluklar meydana gelen finansal krizlerin ana nedenlerinden bir diğeridir.

1.2.2.2.3. Finansal Krizlerin Sınıflandırılması

Finansal krizler çeşitli şekil ve biçimlerde oluşurlar, ancak yaygın olarak para (kur) krizleri ve bankacılık krizleri olmak üzere iki tür olarak karşımıza çıkmaktadır. Bununla beraber literatürde finansal krizlerin türleri ile ilgili çeşitli ayrımlarda söz konusudur.

Literatürde birçok türde somut tanımlara ulaşılabilmektedir. Örneğin, Reinhart ve Rogoff (2009) finansal krizleri; “kesin nicel tanımlar kullanılarak sınıflandırılanlar” ve “büyük ölçüde nitel ve yargı analizine bağımlı olanlar” olmak üzere iki tür olarak tanımlamaktadır. İlk grup esas olarak para ve sermaye akımlarında meydana gelen ani durma krizlerini, ikinci grup ise bankacılık ve borç krizlerini içermektedir.

Feldstein (1999: 6-12) ise finansal krizleri; “cari hesap krizleri”, “bilanço krizleri”, “banka paniklerinin yol açtığı para krizleri”, “yayılma krizleri ve irrasyonel spekülasyon” olmak üzere dört başlık altında toplamaktadır.

IMF krizleri:

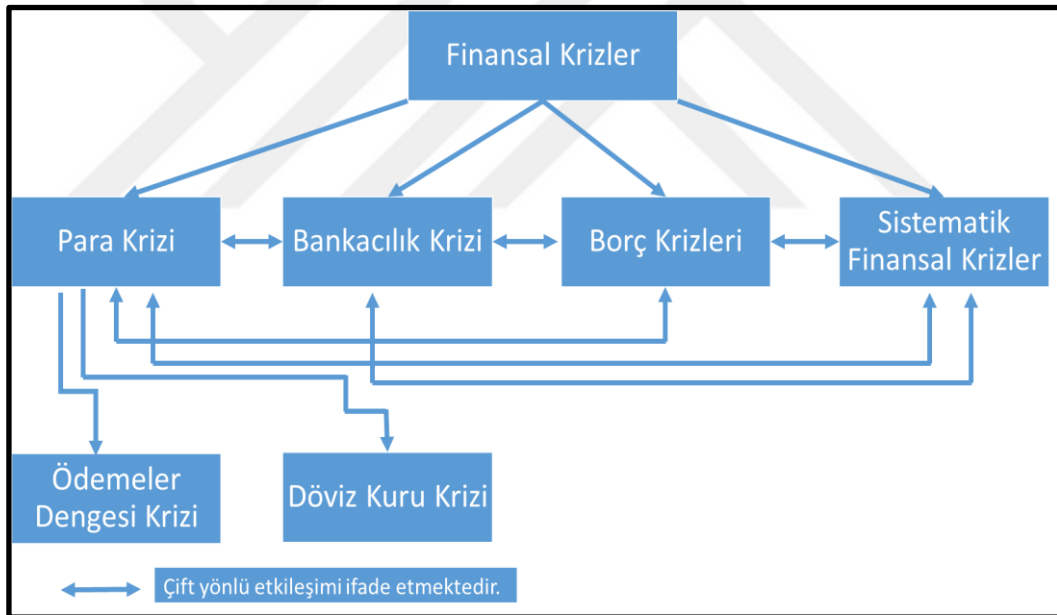
- Türlerine göre; “para”, “bankacılık” ve “borç krizleri”,
- Hangi sektörden kaynaklandığına göre; “özel-kamu krizleri” ve “bankacılık-şirket krizleri”,
- Dengesizliklerin yapısına göre; “akım dengesizlikleri krizleri (cari hesap ve bütçe dengesizlikleri)” ve “stok dengesizlikleri krizleri (varlıklar ve yükümlülüklerin uyumsuzluğu)”,
- Bu dengesizliklerin kaynaklandığı finansmanın vadesine göre ise; “likidite krizi” ve “borç ödeyememe krizi” şeklinde sınıflanmaya tabi tutmaktadır (Barışık, 2015: 115).

Finansal krizlerin türleri ile ilgili genel kabul gören sınıflandırmada ise; para (döviz) krizi, bankacılık krizi, dış borç krizleri ve sistematik finansal krizler olmak üzere dört grupta incelendiği görülmektedir. Finansal krizler birbirinden kesin çizgilerle

ayrılammakta, birçok durumda farklı bir alanda başlayan kriz, diğer bir kriz türünün ve/veya türlerini de beraberinde getirebilmektedir. Bu nedenle krizler arasında çok kesin bir ayırım yapılamamaktadır (Delice, 2003: 59).

Diğer taraftan özellikle para ve bankacılık krizlerinin birbirleri ile olan ilişkisi, sıklığı ve yayılma mekanizmaları açısından diğer kriz türlerinden farklı bir konumu bulunmaktadır. Bu nedenle finansal krizlerin en önemli türleri olarak para ve bankacılık krizleri öne çıkmaktadır (Barışık, 2015: 116).

Şekil 1.4’de finansal krizlerin türleri ve aralarındaki olası ilişkiler gösterilmektedir. Bu kapsamda çalışmanın bu kısmında finansal krizler, 1980’li ve 1990’lı yıllardan itibaren ortaya çıkışında etkili olan faktörlere dört başlık altında ele alınarak incelenmektedir.



Şekil 1.4 Finansal Krizlerin Sınıflandırılması

Kaynak: Delice (2003: 63)

1.2.2.2.3.1. Para Krizleri (Currency Crisis)

Para krizleri döviz krizi olarak da tanımlanmakta olup, para biriminin devalüasyonu (veya şiddetli değer kaybı) ile sonuçlanan spekülâtif bir saldırıyı içermekte;

veya yetkilileri büyük miktarlarda döviz rezervi harcayarak, faiz oranlarını sert bir şekilde artırarak veya sermaye kontrolleri uygulayarak ulusal parayı savunmaya zorlamaktadır.

Para krizi basitçe nominal para biriminin önemli oranda devalüasyonu olarak tanımlanabilir. Para birimi krizi, paranın bir yılda en az yüzde 25'lik bir nominal değer kaybını veya değer kaybı oranının bir önceki yıla göre yüzde 10 oranında artması olarak tanımlanmaktadır (Frankel ve Rose, 1996: 4).

Kaminsky, Lizondo ve Reinhart (1997) ise para krizlerini, finansal baskı endeksi ile tanımlamaktadır. Döviz kurundaki ve brüt uluslararası rezerv seviyesindeki yüzde değişimlerin ağırlıklı ortalamalarından oluşturulan spekülasyon baskı endeksinin ortalamasından, üç standart sapma uzaklaşması para krizi olarak tanımlamaktadırlar. Daha açık bir ifadeyle, elde edilen endeksin ilgili dönemdeki ortalaması ile standart sapması hesaplanmakta, endeksin ortalamasından standart sapma değerinin üç katı kadar uzaklaşması para krizi olarak kabul edilmektedir.

Diğer bir tanımla para krizi, para birimine karşı bir saldırının önemli rezerv kayıplarına veya saldırı sonunda başarıya ulaşırsa parada hızlı bir değer kaybına veya her ikisine birden yol açtığı durum olarak ifade edilmektedir (Goldstein, Kaminsky ve Reinhart, 2007: 26).

Seyidoğlu (2001: 583) ise para krizlerini, bir ülkenin para birimine olan güvenin kaybolması sonucunda spekülasyon fonların yoğun bir biçimde ülkeyi çıkmaya başlaması ve para otoritesinin tüm destekleme çabalarına karşın mevcut kurun sürdürülemezlikte para biriminin devalüe edilmesi veya tamamen dalgalanmaya bırakılması olarak tanımlamaktadır.

Ulusal paraya yapılacak spekülasyon bir saldırı devalüasyona veya şiddetli değer kaybına neden olduğunda veya merkez bankası paranın değerini büyük miktarda rezerv satarak veya faiz oranlarını yükselterek korumaya mecbur bırakıldığında döviz veya para krizinin ortaya çıkması kaçınılmaz olacaktır (Delice, 2003: 59).

Alternatif bir yaklaşım olarak para krizlerini tanımlamak için, sadece döviz kuru değişikliklerini değil, aynı zamanda uluslararası rezervlerdeki hareketleri veya baskıyı belirleyen ve böylece döviz kuru değişikliklerini ılımlı kılan spekülasyon baskı endeksi

oluşturulabilir. Böyle bir endeks kullanılarak tanımlanan krizler, sadece paranın önemli ölçüde değer kaybettiği durumları değil, aynı zamanda yetkililerin uyguladıkları politikaların büyük bir devalüasyonu veya dövizin ülkeyi terk etmesini önlediği durumlar da belirlenebilecektir (IMF, 1998a: 76).

Bu çerçevede Eichengreen, Rose ve Wyplozs (1995) para krizini, oluşturdukları finansal baskı endeksi ile tanımlamakta; döviz kurundaki, faiz oranındaki ve brüt uluslararası rezervlerde oluşacak yüzde değişimin ağırlıklı ortalamasından oluşturulan spekülasyon baskı endeksinin ortalamadan sapması para krizi olarak tanımlamaktadır.

Para krizleri uygulanan kur rejimi ile doğrudan bağlantılı olup, yapılan tanım sürdürülmekte olan kur politikasına göre değişmektedir. Sabit kur sisteminin uygulandığı ülkede devalüasyon oranlarının hızla yükselmesi kriz olarak nitelendirilirken; dalgalı kur sisteminin uygulandığı ülkede kurun ortalama piyasa değerinden büyük ölçüde farklı olması kriz olarak nitelendirilmektedir. Bu bağlamda sabit kur sistemi uygulanan ülkelerdeki krizler “ödemeler dengesi krizleri”, dalgalı kur sistemi uygulanan ülkelerde yaşanan krizler ise “döviz kuru krizleri” olarak adlandırılmaktadır. Ödemeler dengesi krizlerinde döviz rezervindeki azalışlar dikkat çekerken, döviz kuru krizlerinde kur değişimleri kendini göstermektedir (Kibritçioğlu, 2001: 175).

Para krizlerine sebep olan spekülasyon saldırıları ise döviz cinsinden kısa vadeli dış borçlardaki artış, yurtiçi aktif piyasalarında bir çöküş, döviz kurunun aşırı değerlenmesi ve cari işlemler açığının artması veya sabit döviz kuru sistemini terk etmeye yönelik bir politika tercihinin ardından yaşanabilmektedir (Milesi-Ferretti ve Razin, 2000:286). Para krizleri sırasında ulusal paranın değerinde büyük çaplı dalgalanmalar meydana gelmekte, merkez bankası aşırı talebi karşılamak üzere bir taraftan piyasaya büyük miktarlarda döviz arz ederken, diğer taraftan da sermaye çıkışının önüne geçebilmek için yurtiçi faiz oranlarını yükseltmek gibi yollara başvurmaktadır (Seyidoğlu, 2001: 583).

Bu bağlamda parasal krizlerin belirleyicileri;

- Spekülasyon davranışları ve güven sorunu,
- Zayıf makroekonomik yapı ve uygulanana yanlış iktisat politikaları,
- Finansal altyapının yetersizliği,

- Dış ticaret dengesindeki açıklar,
- Piyasadaki kreditorlerin ve uluslararası finans kuruluşlarının hatalı kararları,
- Beklenmedik toplumsal olaylar olarak sıralanabilir.

Diğer taraftan bir ülkede meydana gelen para krizlerini en aza indirmek için izlenmesi gereken belli başlı yöntemler bulunmaktadır. Bunlar beş başlık altında toplanabilir (Feldstein, 2002: 13):

- Dalgalı kur rejimi uygulayarak, paranın aşırı değerlenmesine bağlı etkilerden sakınmak,
- Uluslararası rezervlerin düzeyini yeterli bir seviyede bulundurmak,
- Kısa vadeli borç yükümlülüklerini ve uluslararası rezerv oranlarını düşük seviyelerde tutmak,
- Güçlü bir bankacılık yapısına sahip olmak,
- Yüksek seviyelerde döviz borcuna sahip olmaktan kaçınmak olarak sayılabilir.

Para krizlerinin nedenlerini açıklamaya yönelik farklı dönemler itibariyle farklı teorik modeller geliştirilmiştir. Para krizleri ile ilgili temel literatür, Salant ve Henderson'un (1978) altın piyasası için bir tavan fiyat belirlediği çalışmasına dayanmaktadır. Buna göre belirlenen tavan fiyatın spekülörlerin saldırısı sonucunda aşılabacağı ve bu nedenle hükümetin böyle bir tavan fiyat uygulayacaksa elinde bir miktar rezerv bulundurmasının zorunlu olduğu, rezervin böyle bir saldırıda kullanılması gerektiğini belirten çalışmaları, Krugman'ın (1979) birinci nesil para krizlerine uyarlamasıyla ortaya çıkmıştır (Barışık, 2015: 129). Daha sonra para krizlerinin meydana geliş sebeplerinin farklı etkenlere bağlayan ikinci ve üçüncü nesil modeller geliştirilmiştir.

Bu modeller birbirlerinin eksikliklerini veya yanlışlıklarını belirtmek ya da tamamen reddetmekten ziyade, önceki modellerin yetersiz kalmasından nedeniyle geliştirilmiştir. Değişen koşullarla birlikte, farklı nedenlerden kaynaklanan finansal krizleri açıklamada mevcut model yetersiz kalması, başka bir modelin geliştirilme zorunluluğun doğurmuştur. Diğer taraftan, örneğin ikinci nesil modellerde kriz nedeni olan bir faktörün üçüncü nesil modellerde yer almayacağı düşünülmemelidir. Özetle yeni oluşturulan her model bir önceki modelin değişen koşullar karşısındaki yetersizliğini

nedeniyle geliştirilmiştir. Bu bağlamda üçüncü nesil modeller, birinci ve ikinci nesil modellerin öne sürdüğü görüşlerin değişen koşullar karşısındaki yetersizliğini ortaya koymaktadır (Kansu, 2006: 65).

Birinci ve ikinci nesil kriz modelleri genel olarak ülkelerin temel makroekonomik göstergeleri üzerinde dururken, üçüncü nesil kriz modelleri mikroekonomik faktörlerinde para krizine yol açabileceğini belirtmektedir. Bu bölümde para kriz modelleri Birinci Nesil (Kanonik), İkinci Nesil ve Üçüncü Nesil kriz modelleri olarak açıklanmaktadır.

1.2.2.2.3.1.1. Birinci Nesil (Kanonik) Kriz Modelleri

1970'lerde döviz kurlarının dalgalanmasından önce önemli bir nominal çapa olan altın fiyatındaki çöküş tarafından büyük ölçüde motive edilen ilk nesil modeller, Latin Amerika ve diğer gelişmekte olan ülkelerdeki para birimi devalüasyonlarının açıklanmasında sıklıkla kullanılmıştır. Bu modeller, ilk kez 1979 yılında Paul Krugman (1979) ve daha sonra Flood ve Garber'in (1984) ufuk açıcı makalelerinden geliştirilmiştir ve bu nedenle “KFG” modelleri olarak adlandırılmaktadır (Claessens ve Köse, 2013: 16).

Para krizi ile spekülatif saldırı kavramları neredeyse eşanlamli olarak kullanılmaktadır, ancak gerçekte hükümet rezervlerine spekülatif bir saldırı para krizine neden olabilir veya olmayabilir. Krizin çıkıp çıkmayacağı hükümetin yerel para birimini savunma yeteneğine veya iradesine bağlıdır. Bu bağlamda, hükümet döviz kurunu destekleyemediğinde (belki de istemiyorsa) bir para krizi meydana gelebilir (Antonio, Ferrari ve Paula, 2004: 176).

Bu bağlamda kanonik para krizi modeli, iç politikalar arasındaki tipik bir tutarsızlığın; parayla finanse edilen bütçe açıklarının devam etmesi ve sabit bir döviz kurunun sürdürülmesi girişimi gibi krizleri açıklamaktadır.

Kanonik kriz modeli, ilk olarak 1970'lerin ortalarında Stephen Salant tarafından Federal Rezerv'in Uluslararası Finans Bölümü'nde yapılan çalışmalardan türetilmiştir. Salant'ın çalışması para krizleri ile ilgili değil, emtia (altın) fiyatlarını stabilize hale getirmek için tertiplenen tuzaklarla ilgiliydi. Altın alıp satacak uluslararası ajansların kurulması yoluyla sağlanacak olan fiyat istikrarı, “Yeni Uluslararası Ekonomik Düzen”

taftalarının en büyük talebiydi. Ancak Salant, bu tür planların yıkıcı spekülâtif saldırılara maruz kalacağını teorik gerekçeleriyle savunmaktaydı (Krugman, 1979).

Bu temel mantık, Salant ve meslektaşları Dale Henderson tarafından 1978 yılındaki makalede kısaca açıklanmıştır (bu makaledeki temel endişeleri, özellikle resmi altın stoklarının öngörülemez satışların etkisiyle, altın fiyatının daha sonraki günlerdeki davranışlarıdır.). Ancak diğer araştırmacılar kısa bir süre sonra benzer mantığın altın fiyatlarını sabitlemeye çalışan altın kurullarına değil, döviz kurlarını dengelemeye çalışan merkez bankalarına karşı spekülâtif saldırıların uygulanabileceğini fark etmişlerdir.

Krugman, Salant'ın çalışmasını döviz piyasasına uygulamış, krizin nedeninin spekülâtorlerin karlarını artırma isteğinden kaynaklandığını belirtmiştir. Birinci nesil para krizi modeli, altın kurulu modelini taklit etmek için tasarlanmıştır. Döviz fiyatındaki 'gölge' artış eğilimi (spekülâtif saldırıdan sonra geçerli olacak fiyat), hedef ekonomi hükümetinin bir bütçe açığını finanse etmek için istikrarlı ve kontrol edilemeyen bir para sorunu ile uğraştığını varsaymaktadır. Bu eğilime rağmen, merkez bankasının, döviz kurunu hedef alan bir faiz oranıyla, alış veya satışa hazır bir döviz rezervi kullanarak kuru sabit tutmaya çalıştığı varsayılmıştır (Krugman, 1979).

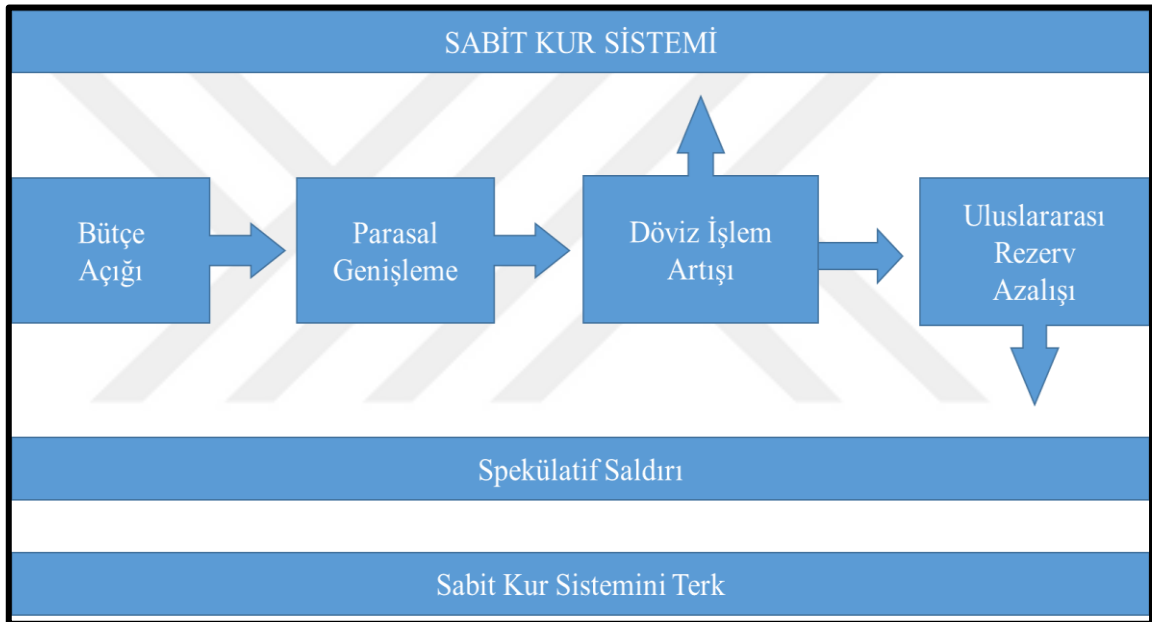
Flood ve Garber (1985: 175) ise, ulusal paradan kaçış ve döviz yönellenin, sadece spekülâtif bir amaç ya da rasyonel olmayan yatırımcı davranışı ile açıklanamayacağını modellerine eklemişler, hükümet politikalarının orta ve uzun vadede sürdürülmesinin mümkün olmadığı görülünce, döviz olan hücumun başlayacağını iddia etmişlerdir.

Özetlersek, birinci nesil kriz modellerine göre para krizleri, makroekonomik değişkenlerdeki dengesizliklerin hükümeti sabit döviz kurunu koruyamaz duruma getirmesinden kaynaklanmaktadır.

Aşırı genişleyici mali politikaların iç borçlanma veya para basımıyla finanse edilmesi, enflasyonist beklentilerin artmasına, ekonominin genel gidişatına ilişkin beklentilerin bozulmasına ve ülkeden sermayenin kaçmasına yol açarak ödemeler bilançosu açığına neden olmaktadır. Hükümetler kuru korumak amacıyla rezervlerini kullanmak durumunda kalırlar ve bu durum rezervlerin erimesine neden olur.

Spekülatörlerin paradan kaçışı bir taraftan rezervlerin erimesini hızlandırırken, diğer taraftan döviz kurunun yükselmesine neden olacaktır. Spekülatörler, rezervlerin tükenmesi halinde sabit döviz kurunun terk edileceğini bildiklerinden sermayelerini yerli döviz cinsine çevirirler ve rezervlerin bitme sürecini hızlandırırlar (Özatay, 2011: 35).

Sınırlı rezerve sahip merkez bankasının sabit kur sistemini devamlı korumayabilmesi mümkün değildir. Kanonik kriz modellerine göre bu noktada para ya devalüe edilmekte ya da dalgalanmaya bırakılmaktadır. Bu modellerde krizin oluşum süreci şekil 1.5’de gösterilmektedir.



Şekil 1.5 Birinci Nesil Kriz Modellerinde Krizin Oluşum Süreci

Kaynak: Sevim, C. (2012: 26).

İlk nesil modellerde, ekonomiyi krize sürükleyen nedenler şöyle belirtilmektedir (Kansu, 2006: 61-75):

- i. Tutarsız ve sürdürülemez makroekonomik politikalar,
- ii. Gölge döviz kuru⁵,
- iii. Rezerv düzeyi ve spekülatif atağın zamanlaması.

⁵ Sabit kur sisteminin terk edilerek, esnek kur sistemine geçilmesiyle oluşan kura “gölge döviz kuru” denilmektedir.

Bu modellere göre para krizi, uygulanan yanlış makroekonomik politikaların eseridir ve paranın reel olarak aşırı değerlendirilmesi, cari işlemler bilançosundaki giderek artan açıklar, rezervlerin erimesiyle birlikte meydana gelmektedir (Tay, 2007). Ayrıca, spekülasyonlar döviz rezervlerinde önemli azalmalara neden olmakta, bu durum ise merkez bankasını kuru korumaktan vazgeçmeye zorlamaktadır (Krugman, 2000:2). Özetle model, ekonomik temellerde bir sorun olduğunu varsaymakta, hükümetin sabit döviz kuru rejimiyle tutarsız bir politika benimsemesi (örneğin, aşırı parasal büyüme) ve bu politikaya devam etmesi durumunda, döviz kurunun eninde sonunda çökmek zorunda kalacağını belirtmektedir.

Birinci nesil modeller, 1970'lerde ve 1980'lerdeki para krizlerinin nedenlerini iyi açıklasa da, daha yakın tarihli krizler, sürdürülemez ekonomi politikası ile sabit döviz kurunun terk edilmesi arasındaki bağlantının varsayıldığı kadar mekanik olmadığını belirtmektedir. Örneğin, 1992-1993 Avrupa Krizi veya 1994-95 Meksika Krizi deneyimleri, kötü ekonomik temeller olmasa bile spekülatif saldırıların olabileceğini göstermektedir. Ayrıca, krizlerin şiddeti ilk nesil modeller ile açıklanamamıştır. Birinci nesil modellerin para krizlerini açıklamada yetersiz kalması üzerine ikinci nesil para krizi modelleri geliştirilmiştir.

1.2.2.2.3.1.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri (Kendi Kendini Doğrulayan Kriz Modelleri)

Avrupa Döviz Kuru Mekanizmasının (ERM) 1990'ların başlarında çöküşünün ardından, birinci nesil kriz modeli, devam eden kriz olgusunu açıklamak için artık yeterli gelmemektedir. O zamanlar Avrupa'daki olaylar hükümetlerin azalan ekonomik aktivite seviyesiyle mücadele etmek ve döviz kuru yönetim sistemini korumak arasında aktif kararlar almasını sağlamıştır. Dolayısıyla, döviz kuru rejiminin esas olarak "otomatik pilot"ta olduğu ilk nesil modellerden ziyade, hükümetin seçiminin içselleştirildiği bir modele ihtiyaç duyulmaktaydı. Bu durum, Obstfeld [1994, 1996] tarafından öncülük edilen "ikinci nesil para krizi modeli"nin geliştirilmesine yol açmıştır.

Krugman'ın ardından krizleri açıklamaya yönelik çalışmaların başında Obstfeld'in (1994), yatırımcıların rasyonel bekleyişlerini ve kendi kendini besleyen spekülatif hareketleri içeren modeli gelmektedir. İkinci nesil kriz modelleri olarak

adlandırılan bu modeller, “standart” kriz modellerinden daha karmaşıktır ve bu modellerde hükümet politikası daha az mekaniktir. Bu modellerde hükümet, kısa vadeli makroekonomik esneklik ile uzun vadeli güvenilirlik arasında bir denge kurarak sabitlenmiş bir döviz kurunu savunmayı ya da korumayı seçmektedir.

İkinci nesil modeller, çoklu dengenin önemini vurgulamaktadır. Bu modeller, hükümetin döviz kuru sabitlemesini sürdürmeye istekli olup olmadığı konusundaki şüphelerin birden fazla dengeye ve döviz krizine yol açabileceğini göstermektedir. İkinci nesil modeller kendi kendini doğrulayan kehanetler ve sermayenin sürü davranışı üzerinde durmaktadır. Bu modellerde politika daha esnek olup kur rejiminin korunup korunmayacağı, kısa vadeli politika esnekliği ile uzun vadeli güvenilirlik arasında bir tercih olarak ortaya çıkmaktadır. Eğer merkez bankası kriz durumunda kur rejimini savunursa, bunun bedeli ekonomide gelirin düşmesi olarak ortaya çıkacak, kuru savunmaktan vazgeçip devalüasyona razı olursa bu durumda da politikacıların güvenilirliğini yitirmesi söz konusu olacaktır.

İkinci nesil modellere göre krizler, kendi kendini besleyen beklentilerin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. İlk nesil krizlerden farklı olarak finansal krizlerin öngörülemediği ve bulaşıcı oldukları kabul edilmektedir. Spekülatörler, hükümetin döviz kurunu baskılayacağını ve artmasına izin vermeyeceğinden endişelenmeye başladıkları durumda, beklenen faiz oranları artacaktır. Faiz oranları üzerindeki artan bu baskı da sabit döviz kuru sisteminin sürdürülememesi anlamına gelmektedir. Diğer taraftan bu kriz modellere göre, ülke rezervleri yeterli seviyede de olsa, hükümetin amaçları ile piyasa beklentilerinin çelişmesinin, krizi tetikleme ihtimali bulunmaktadır (Karabulut, 2002: 97).

İkinci nesil kriz modelleri, ülkede ekonomik değişkenlerde herhangi bir bozulma yaşanmadığı ve uygulanan iktisat politikalarında bir tutarsızlık bulunmadığı halde, piyasalardaki olumsuz beklentilere bağlı olarak yaşanan krizleri açıklamak üzere geliştirilmiştir. Bu modellerde birinci nesil modellerden farklı olarak makroekonomik değişkenler ve onların gelişimi yerine beklentiler, beklentilerin tutarlılığı ve beklentilerin aynı yönde değişmesine neden etkenler üzerinde durulmaktadır.

Bu modellere göre sabit kur politikası izleyen hükümet, kurun sürdürülebilirliğini tehlikeye sokacak bir baskı oluştuğunda, kur rejimini sürdürmek veya terk etmek gibi iki alternatiften birini tercih edebilmektedir. Kur rejimini sürdürmenin avantajları olarak da, rejimin enflasyon kontrolündeki, yatırımlardaki ve uluslararası ticaretteki olumlu etkileri gösterilmektedir. Aynı zamanda kur rejimini sürdürülmesi, o ülkenin ekonomi politikalarının kredibilitesi açısından da önem taşımaktadır. Buna karşın, sabit kur politikası uygulamasının maliyeti ise faiz oranlarının yükselmesi ve işsizlik olarak ortaya çıkmaktadır.

Bu yaklaşıma göre, para birimine yönelik spekülative bir saldırı, ekonomik temellerde gelecekteki öngörülebilir bir bozulmanın bir sonucu olarak veya yalnızca kendi kendini besleyen kötümser bir beklentinin neden olduğu ve kendini gerçekleştiren bir kehanet nedeniyle, ülkenin “gereksiz” bir krize maruz kalacağı bir durum gelişebilmektedir. İkinci nesil modellerde bir para krizi, sabit döviz kurunun uzun vadede sürdürülmesiyle ilgili değil, temelde tutarsız politikaların bir sonucudur.

İkinci nesil modeller çoklu dengenin önemini vurgulamaktadır. Bu modeller, bir hükümetin döviz kurunu korumak isteyip istemediğine dair şüphelerinin birden çok denge ve para krizine neden olabileceğini göstermektedir (Obstfeld ve Rogoff, 1986). Bu modellerde, yatırımcıların para birimine saldırmasının nedeni, diğer yatırımcıların para birimine saldırmasını bekledikleri, kendini gerçekleştiren kehanetlerdir. Flood ve Marion'da (1997) tartışıldığı gibi, birinci nesil modellerde saldırıdan önce uygulanan politikalar bir krize dönüşebilirken, bu modellerde olası bir saldırıya cevap olarak gerçekleştirilen politika değişiklikleri (makroekonomik temellerle uyumlu olsa bile), krizin tetikleyicisi olabilmektedir (Eichengreen, Rose ve Wyplosz, 1995; Frankel ve Rose, 1996).

İkinci nesil modellerde, hükümetler kur rejimini sürdürüp sürdürmemeye fayda ve maliyetleri karşılaştırması sonucunda karar vereceklerdir. Bu modellerde ilk nesil modellerde olduğu gibi hükümetler kuru koruyamayacağı bir durumda bulunmamaktadır. Hükümet sabit kuru korumada faydanın maliyeti aştığına inandığı sürece kuru korumaya devam edecektir. Fayda-maliyet ilişkisinde maliyetler ağır bastıkça, beklentilerdeki bozulma da artacak, sabit kur politikasının uygulanmasının terk edilmesi ihtimali de

giderek yükselecektir. Bu çerçevede ekonomik değişkenlerde bir yıpranma olmasa da yatırımcıların olumsuz beklentileri ile krizi tetikleyebilecektir.

Tablo 1.2’de, Birinci Nesil ve İkinci Nesil Kriz Modellerinin birbirlerinden farklı olan yönleri belirtilmiştir.

Tablo 1.2 Birinci Nesil ve İkinci Nesil Kriz Modellerinin Karşılaştırılması

Birinci Nesil Kriz Modelleri	İkinci Nesil Kriz Modelleri
- Finansal krizler kaçınılmazdır. - Krizler önceden tahmin edilebilmektedir. - Beklentiler krizleri hızlandırmaktadır. - Uygulanan yanlış politikalar, ekonomik göstergelerde bozulmalara yol açmaktadır. - Ekonomik göstergelerdeki bozulmalar, krizlere yol açmaktadır.	- Krizler bulaşıcıdır. - Krizler önceden tahmin edilemezler. - Beklentiler, kendi kendini beslemektedir ve krizlere yol açmaktadır. - Hükümetler makroekonomik politikalar karşısında seçim yapmaktadır (kur rejimine devam etmek veya vazgeçmek gibi). - Ekonomik göstergelerdeki bozulmalar, kendi kendini besleyen kriz sürecini hızlandırmaktadır.

Kaynak: Yavaş, H. (2007: 27).

1.2.2.2.3.1.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri (Yayılma/Bulaşma Etkisi Modeli)

Gerek birinci nesil gerekse ikinci nesil modeller, 1998 Rusya krizi, 1992 Sterlin krizi ve 1990’lı yıllarda yaşanan krizleri genel olarak açıklamakta yeterli olmuşlardır. Buna karşılık, ilk iki model Güney Doğu Asya krizini öngörmeye ve krizi yaşayan ülkelerin durumunu açıklamada yetersiz kalınca, üçüncü nesil para krizi modelleri geliştirilmiştir.

1990’lı yılların sonunda, Güney Doğu Asya’daki gelişmekte olan ekonomilere yönelik bir kriz dalgası yayılmıştır. Bu krizlerin açık bir özelliği; sabit döviz kuru rejimlerinin, sermaye akışlarının, finansal kurumların ve kredilerin çöküşünün birleşmesidir. Sonuç olarak, birçok araştırmacı para krizlerinin ilk iki neslinin Asya’daki olayları analiz etmek için yeterli olmadığını düşünmektedir. Bankacılık paniklerini ve kredi friksiyonlarını bu modellere dahil etmek için güçlü bir ihtiyaç bulunmaktadır. Bu durum, bazen ikiz krizler olarak adlandırılan parasal krizler ve bankacılık krizleri ile para birimi krizleri ve kredi friksiyonları arasındaki etkileşim hakkında kapsamlı araştırmalara yol açmıştır.

İkinci nesil kriz modellerini de kapsayan üçüncü nesil modeller Krugman'ın 1997 ve 1998 yıllarındaki makalelerinde ortaya konulmuş olup, bu modellerde özellikle krizlerin bulaşma etkisi üzerinde durularak, para ve bankacılık krizlerinin birlikte yaşandığı Asya Krizine açıklık getirmeye çalışılmaktadır (Uyan, 2011: 20).

Üçüncü nesil kriz modelleri, döviz kurları da dahil olmak üzere varlık fiyatlarındaki dalgalanmalarla ilişkili bilançolardaki hızlı bozulmaların para krizlerine nasıl yol açtıklarını araştırmaktadır. Asya ülkelerinde, makroekonomik dengesizlikler krizden önce önemsiz derecelerdeydi. Ülkelerin mali pozisyonları çoğu zaman fazla vermekte ve cari işlemler açıkları yönetilebilir görünmektedir. Buna rağmen, finansal ve kurumsal sektörlerle ilişkili kırılmalıklar yüksektir. Bu nedenle bu modeller, finansal ve kurumsal sektörlerdeki bilanço uyumsuzluklarının nasıl parasal krizlere neden olabileceğini göstermektedir (Claessens ve Köse, 2013: 17).

Asya krizinin en ayırt edici özelliği krizin daha önceki krizlere benzememesi ve birçok açıdan farklılıklar barındırmasıdır. Asya krizini önceki krizlerden ayıran temel unsur, krizi tetikleyen etkenlerin kamu sektöründen değil, özel sektörde cereyan eden sorunlardan kaynaklanmasıdır. Diğer taraftan Asya krizleri, hükümetin üçüncü bir başarısızlığını daha ortaya çıkarmış, finansal piyasaların gerekli denetim ve gözetimden uzak bırakılmalarının, krizlerin ortaya çıkmasındaki en önemli faktörlerden biri olarak görülmektedir.

Üçüncü nesil modellerde, para krizleri ile bankacılık krizlerinin birlikte yaşanması, para krizlerinde bankacılık sektörünün rolünü ön plana çıkartmaktadır. Diğer taraftan bu modeller, devalüasyonların bilançolar üzerindeki olumsuz etkisine değinmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde banka ve firmaların bilançolarındaki kur uyumsuzluğu, bilançoların kur riskine açık hale gelmesine ve dolayısıyla artan risk durumlarında krizlere sebep olmaktadır. Kur uyumsuzluğundan kasıt, yabancı para biriminden borçlanılıp yerli para biriminden borç verilmesi ya da yükümlülüklerin yabancı para biriminden varlıkların ise yerli para biriminden olması, bu nedenle de bankaların ve firmaların açık pozisyonlarda bulunmalarıdır.

Krugman'a göre (2001), üçüncü nesil modellerde krizlerin oluşum sürecinin üç temel nedeni bulunmaktadır:

- Ahlaki tehlike içeren yatırımlar, dış borç ile finanse edilen aşırı yatırımlar yapılması ve sürecin daha sonra tersine dönmesi,
- Açık ekonomilerde bankalara hücumların görülmesi (bank-run),
- Ödemeler bilançosundaki bozulmaların döviz kuru üzerinde yaptığı baskı.

Diğer taraftan, üçüncü nesil kriz modelleri ile ilk defa mikroekonomik faktörlerinde para krizlerine neden olabileceği kabul edilmektedir. Bu modeller kapsamında krize yol açabilecek mikroekonomik faktörler şunlardır:

- Bankacılık sektörüne yönelik devlet garantisinin mevcudiyeti ve bunun ahlaki risk sorununa yol açabilmesi,
- Aşırı miktarlarda yatırım yapılması,
- Borçların özellikle kısa vadeli yapısı ve toplam borç içerisinde dış borç oranının yüksekliği,
- Bankacılık sektörünün yapısal sorunları (mevduat yapısındaki değişiklikler, varlık kalitesindeki bozulmalar, geri dönmeyen krediler, iflasların artması vb.),
- Finansal sistemdeki kurumsal ve yapısal zayıflıklar.

Özetlersek bu modellere göre; sermaye akımlarının serbest olduğu bir ekonomide, hükümetlerin, bankaların veya şirketlerin yurtdışından elde ettikleri borçlara doğrudan ya da dolaylı bir şekilde garanti vermesi, finansal birimlerin denetim ve kontrollerinin yetersiz olduğu durumlarda ciddi ahlaki risk sorunlarına sebep olduğuna, alınan borçların marjinal ve verimsiz yatırımlara yönlendirilmesinin sermaye kayıplarına yol açacağına, negatif dışsal bir şokun kayıpların daha da artmasına neden olarak, geri dönmeyen kredilere, banka iflaslarına ve sermaye kaçışlarına yol açması süreciyle kriz meydana gelmektedir (Salih, 2015: 132). Üçüncü nesil modellerde, kırılgan bir finansal yapının bankacılık ve para krizlerinin oluşumundaki rolü ön plana çıkarılmaktadır (Tay, 2007).

Tablo 1.3 Para Krizlerini Açıklamaya Yönelik Modellerin Karşılaştırılması

	Birinci Nesil Modeller	İkinci Nesil Modeller	Üçüncü Nesil Modeller
Ana Kurucular	P.Krugman P.Garber R.Flood	M.Obstfeld A.Calvo A.Rose A.Valesco S.Morris	A.Rose B.Eichengreen M.Obstfeld

Temel Ekonomik Göstergeler	Mali Açıklar/GSYİH, Reel Para Miktarı, M1 Denge Fazlası.	İhracat, İthalat, Reel Döviz Kuru, Ticaret Şartları, Üretim, Reel Faiz Oranları.	Yurtiçi Krediler / Nominal GSYH, M2/Uluslararası Rezervler, M2 Çarpanı, Hisse Senedi Fiyatları, Mevduatlar, Bankacılık Krizleri.
Temel Özellikleri	Uzun vadeye odaklanılmaktadır. Benzersiz denge. Ulusal para birimine karşı spekülasyonun nedeni hükümet açığının parasallaşmasıdır.	Kısa vadeye odaklanılmaktadır. Çoklu denge. Para krizi büyük ölçüde spekülasyonların beklentilerine bağlıdır.	Bu modeller, para politikasının para krizini nasıl etkileyebileceğini belirlemeye ve krizin ülkeler arasında yayılmasının nedenlerini açıklamaya çalışmaktadır.

Kaynak: Pukeliene ve Deksnite, 2010: 207.

1.2.2.2.3.2. Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizleri oldukça yaygındır, ancak belki de en az anlaşılan kriz türüdür. Bankacılık krizleri genel olarak, mali sisteme olan güvenin kaybolması nedeniyle tasarruf sahiplerinin mevduatlarını çekmek için bankalara hücum etmeleri olarak tanımlanmaktadır (Seyidoğlu, 2001: 583). Başka bir tanım ile bankacılık krizi, genellikle bir veya birkaç bankada ciddi mevduat çekilişleri şeklinde başlayan ve kısa tüm bankacılık sistemine yayılarak sistematik bir hal alan bunalım durumudur.

Yay ve diğerleri (2001: 20-21) bankacılık krizlerini; bankaların sorumluluklarını yerine getiremeyecek derecede başarısızlıkları veya iflasları hallerinde mevduat sahiplerinin mevduatlarının ödenemeyeceği algısıyla bankadan kaçışları veya hükümetin bu durumun önüne geçebilmek adına kurtarma, kamulaştırma gibi yollarla duruma müdahale etmesi halinde dönmeyen kredilerin artmasına bağlı olarak ortaya çıkan bir finansal kriz türü olarak tanımlamaktadırlar.

Bankacılık krizleri, geri dönmeyen kredilerin artması, menkul değerler piyasasındaki dalgalanmalar ve reel sektörün küçülmesi gibi nedenlerle bankaların aktif yapılarının bozulması olarak da tanımlanabilmektedir (Eren ve Süslü, 2001: 3).

Bunların dışında farklı nicel kriterlerle açıklanmış farklı bankacılık krizi tanımının bulunduğu görülmektedir. Literatürde dikkat çeken tanımlardan bazıları şunlardır (Altıntaş, 2004: 41);

- Toplam varlıklar içerisinde performansı en düşük veya geri dönmeyen varlık oranlarının GSYH'nin %2'sinden daha büyük olması,
- Bankaları kurtarmaya yönelik operasyonların maliyetinin GSYH'nin en azından %2'sine ulaşması,
- Bankaların büyük ölçekte kamulaştırılmasına neden olan bankacılık sektörü sorunlarının varlığı ve ivedi önlemleri gerekli kılan mevduat sahiplerinin yoğun mevduat çekimleri.

Bankacılık krizleri tanımlardan da anlaşılabilceği gibi, bankaların varlıklarını, yükümlülüklerini ve sahip oldukları öz kaynakları yönetme faaliyetlerini etkileyen bir finansal kriz türüdür. Krizler sırasında bankalar, “bankalara hücum” denilen ve banka mevduat sahiplerinin aniden birikimlerini ve sermayelerini çekmek için acele ettikleri bir süreçte maruz kalırlar. Bu davranış, finansal piyasalarda ortaya çıkan panik nedeniyle meydana gelmektedir. Bu süreçte mevduat sahipleri bankaların yakında iflas edeceğine ve sonuç olarak yıllar içerisinde biriken sermayelerini kaybedebileceklerine inanmaktadırlar.

Banka hücumlarına, 1931'deki Amerika Bankası, 1994'deki Meksika Krizi, Türkiye'de 5 Nisan 1994 Kararları sırasında bazı bankalara mevduat sahiplerinin hücumları ve 2007'deki İngiliz bankası Northern Rock örnekleri verilebilmektedir. İngiltere'deki krizde, İngiliz hükümeti kısa vadeli likidite sorunlarını karşılamak için İngiltere Bankası aracılığıyla Northern Rock bankasına acil krediler sunmuştur. Ancak, bu durumun iyileştirilmesine ve istikrarlı hale getirilmesine yardımcı olmamış ve İngiliz Hükümeti Northern Rock bankasını kamulaştırmak zorunda kalmıştır.

Diğer taraftan bazı durumlarda bankalara hücum olmaz, ancak hükümet, potansiyel bir tehlikenin belirmesi dolayısıyla mali yardımlarla ve ya diğer önlemlerle bankaları kurtarmaya çalışabilmektedir. Çoğunlukla gelişmiş ülkelerdeki bankacılık krizleri bu şekilde oluşmaktadır (Japonya'da ki bankacılık krizlerinde olduğu gibi.) (Seyidoğlu, 2001: 583).

Sistematik bankacılık krizi nedeniyle, bir ülkedeki finansal ve kurumsal sektörler ödemelerinde zorluklar yaşamaktadır. Sonuç olarak, kredilerle ilgili sorunlar ortaya

çıkmakta ve bankacılık sisteminin sermayesinin çoğu erimektedir. Bu duruma artan faiz oranları, sermaye akımlarının yavaşlaması veya tersine çevrilmesi ve sermaye ve gayrimenkul de dahil olmak üzere varlıkların düşük fiyatları eşlik etmektedir. Benzer bir durum, bankaların müşterileri tarafından aniden talep edilmesi halinde mevduatların geri ödemesine engel olmasıdır.

Bankacılık krizleri, genellikle ekonomik durgunluk, döviz kuru ve faiz oranlarındaki aşırı dalgalanmalar nedeniyle ortaya çıkmakta, finansal ve finansal olmayan sektörlerde yükümlülüklerin ödenmesinde güçlüklerin ortaya çıkmasına veya yükümlülüklerin zamanında yerine getirilememesine neden olmaktadır (Claessens, vd, 2001).

Krizler kimi zaman bankacılık sektörü dışında gelişen ulusal veya uluslararası makroekonomik dengesizliklerden, kimi zaman da sektörün kendi iç dinamiklerinden kaynaklanabilmektedir. Bu kapsamda bankacılık krizlerine sebep olan faktörler beş başlık altında toplanabilmektedir (Karabulut, 2002: 37-41):

- Bankacılık sektörünün riske açık yapısı (banka bilançolarının varlık kalemlerinde ortaya çıkan kalitedeki bozulmalar, banka portföylerinde yer alan ve rantabl olmayan fonların oranının yüksekliği, varlık fiyatlarındaki ani dalgalanmalar, kredi riski (müşterinin kredi borcunu ödeyememesi durumu), bankaların varlık ve yükümlülüklerindeki vade yapısındaki dengesizlikler, faiz oranlarındaki ani dalgalanmalar sonucunda bilançolardaki faiz uyumsuzluğu nedeniyle oluşan faiz oranı riski, bankaların ellerinde bulunan menkul kıymetlerin değerlerinin düşmesi nedeniyle meydana gelen fiyat riski, operasyonel veya teknik aksaklıklar sonucunda oluşan operasyonel risk, döviz kurunun aşırı oynak olmasından kaynaklanan döviz riski ve bankaların diğer risklere paralel olarak ödeme gücünün zayıflamasına bağlı oluşan ödeme gücü riski vb.),

- Finansal liberalizasyon,
- Tesadüfi çekme riski (mevduat sahiplerinin likidite tercihlerinin değişmesiyle, tüketimlerdeki ani ve rastsal bir artışın yol açtığı olumsuz durum),

- Makroekonomik yapı (iflas eden firma sayısındaki artışlar, ekonomik ve politik koşullardaki değişimler, yasal düzenleme ve denetimlerdeki yetersizlikler, zayıf muhasebe standartları, yüksek kamu açıkları vb.),
- İlişkili kredilendirme ve aşırı risk alma (ahlaki risk ve ters seçim sorunları, bankaların sermaye yetersizlikleri, zayıf risk yönetimi, kredilerin yoğunlaşması vb.).

Bu etkenlerin sonucunda mevduat sahiplerinin mevduatlarını bankalardan ani ve ciddi miktarlarda geri çekmek istemeleri ile bankacılık krizleri meydana gelmektedir. Diğer taraftan bu etkenlerle beraber bankacılık sektörüne olan güvenin azalması da yine bankacılık krizlerine neden olacaktır. Kurumsal zayıflıklar da kriz riskini artırabilmektedir. (Örneğin, bankalar ihtiyatlı yatırım kararları vermek ve kredilerini tahsil etmek için bilgi, hukuk ve yargı çevrelerine büyük ölçüde bağımlıdır.) Kurumsal zayıflıklar nedeniyle riskler daha yüksek olabilmektedir. Bankacılık krizleri yüzyıllar boyunca meydana gelmiş ve bazı ortak örüntüler sergilemiş olsa da, bunların zamanlamasını ampirik olarak tahmin etmek oldukça güçtür.

Diğer taraftan, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan bankacılık krizleri incelendiğinde, bu krizlerin çoğunlukla para krizlerinden önce başladığı görülmektedir (Çeviş, 2005: 11). Özellikle finansal liberalizasyonla birlikte bankacılık ve para krizleri arasında çift taraflı bir ilişkinin varlığı öne sürülerek, bu tür krizler “ikiz kriz” olarak adlandırılmıştır.

1.2.2.2.3.2.1. İkiz Kriz (Twin Crises)

İkiz kriz kavramı, para veya bankacılık krizlerinden herhangi birinin yaşanmasından sonra diğer krizde başladığı ve her iki krizin birlikte görüldüğü durumu ifade etmek için kullanılmaktadır. İkiz krizlerin makroekonomik etkileri, Asya krizi örneğinde de olduğu gibi tek bir kriz türüne göre daha şiddetli bir şekilde hissedilmektedir.

İkiz krizler, bir ülkenin bankacılık sisteminin ve para biriminin aynı anda çöküşünü ifade eden bir olgudur. Terim, 1990'ların sonlarında dünya çapında bu tür olayların meydana gelmesinden sonra ekonomistler Graciela Kaminsky ve Carmen Reinhart (1999a) tarafından ortaya atılmıştır. Kaminsky ve Reinhart'ın 25 yıl boyunca 20

ülke üzerinde yaptıkları incelemede, sadece bankacılık sorunlarının bir para krizini takip etmediğini, aynı zamanda bunların tahmin edilmesine de yardımcı olduklarını, ayrıca, bankacılık krizlerinin para krizlerinin bir öncüsü olmakla beraber, para krizlerinin de bankacılık krizlerinin derinleşmesine yol açtığını tespit etmişlerdir.

Kaminsky ve Reinhart (1999), 1970'lerde bankacılık ve ödemeler dengesi krizleri arasında belirgin bir bağlantı olmadığını bulmuşlardır. Bankacılık ve parasal krizler ilk olarak 1980'lerde yakınlaştığını tespit ederek, 1980'lerde hüküm süren finansal piyasaların serbestleşmesinin ikiz krizlere yol açtığını ileri sürdüler. Glick ve Hutchison (2001) ise hem kriz hem de kriz dışı ülkeleri içeren daha büyük bir örneklem kullanarak, 1980'lerde ve 1990'larda ikiz krizlerin sayısının ve sıklığının, 1970'lerden itibaren üç kattan dört katına çıktığını, ikiz krizlerin sayısı ve sıklığının zamanla arttığını tespit etmişlerdir. Glick ve Hutchison (2001) ülkeleri sanayi ülkeleri, gelişmekte olan ülkeler ve gelişmekte olan piyasalara ayırmış, bankacılık ve para krizlerinin yanı sıra ikiz krizlerin gelişmekte olan ülkelere ve gelişmekte olan piyasalarda, sanayi ülkelerine göre daha sık olduğunu tespit etmişlerdir.

Yapılan araştırmaların büyük bölümünde, bankacılık krizinin başlamasının para krizine yol açtığı sonucuna varılmıştır. Glick ve Hutchison (2001) sinyal yaklaşımını kullanarak yaptıkları çalışmada, bankacılık krizlerinin başlamasının, ileri dönemde meydana gelen parasal krizlerin öncü bir göstergesi olduğunu, ancak bunun tersi olmadığını tespit etmişlerdir. Kaminsky ve Reinhart (1996) ise, bir bankacılık krizinin ortaya çıkmasının gelecekteki bir para birimi krizini tahmin etmeye yardımcı olduğunu bulmuşlardır. Para krizinin ikili ölçüsünün bankacılık krizinin ikili ölçüsüne karşı gerilediği alternatif gecikme özelliklerine sahip probit model tahmin etmişlerdir. Glick ve Hutchison'un (2001) çalışmaları, sadece gelişmekte olan piyasalar için yapılmış olsa da, bu asimetrik sonucu doğrulamıştır. Asimetrik sonuçlar, bankacılık sorunundan para krizine doğru nedenselliği göstermiştir. Sorunlu bankaların kurtarılması, aşırı kredi yaratılmasına yol açmakta ve Krugman tipi bir para krizine neden olabilmektedir. Bir bankacılık sorunu, merkez bankasının faiz oranlarını yükseltmemesi nedeniyle para birimini savunma yeteneğini de engellemektedir.

Bankacılık krizleri ile para krizlerinden yalnızca birinin yaşanması ile ikiz krizlerin meydana geldiği durumlar karşılaştırıldığında, ikiz krizlerin ekonomik yapı

üzerinde daha fazla tahrip edici olduğu, ekonomik kırılganlığın daha fazla arttığını ve bu gelişmelerin sonucunda da krizlerin derinleştiği görülmektedir (Kaminsky ve Reinhart, 1999: 474).

Kaminsky ve Reinhart'ın (1999a) yapmış oldukları çalışmada bankacılık krizlerinin gerçekleşme olasılığının hangi şartlara bağlı olduğu aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 1.4 Bankacılık Krizlerinin Gerçekleşme Olasılığı

Tür	Olasılık (%)
Şartsız	10
Krizin başlamasının para krizi şartına bağlılığı	8
Krizin başlamasının finansal serbestleşme şartına bağlılığı	14
Krizin çok ileri boyutlara varmasının para krizi şartına bağlılığı	16

Kaynak: Kaminsky ve Reinhart, (1999: 479).

Yapılan çalışma bulgularına göre; bankacılık krizlerinin şartsız gerçekleşme oranı %10, krizin başlamasından 12 ay öncesinde var olan bir para krizi şartına bağlılığı %8, krizin başlamasından 12 ay önce finansal serbestleşme şartına bağlılığı %14 ve krizin derinleşerek çok ileri boyutlara varmasının 12 ay öncesinde yaşanana bir para krizine bağlı olma olasılığı ise %16 olarak belirlenmiştir.

Diğer bir olasılık ise bir bankacılık krizinin para krizine dönüşmesidir. Yapılan çalışmanın sonuçları tablo 1.5' de gösterilmektedir.

Tablo 1.5 Para Krizlerinin Gerçekleşme Olasılığı

Tür	Olasılık (%)
Şartsız	29
Krizin başlamasının bankacılık krizi şartına bağlılığı	46

Kaynak: Kaminsky ve Reinhart, (1999a: 479).

Tablo 1.5’te görüleceği üzere; bir para krizinin kendiliğinden başlama olasılığı %29, bankacılık kesiminde meydana gelen bir krize bağlılığı oranı %46 ve para krizlerinin çok ileri boyutlara varmasından önceki 24 ay içerisinde yaşanan bir bankacılık krizi şartına bağlılığı oranı ise %16’dır. Para krizlerinin kendiliğinden gerçekleşme olasılığı bankacılık krizlerine bağlı olarak gerçekleşme olasılığından oldukça düşüktür. Buradan bir çıkarım yapılacak olursa, “para krizlerine bankacılık krizleri eşlik etmektedir” denilebilir.

Anlaşılabileceği üzere, bazı durumlarda para krizleri bankacılık krizini tetiklerken, bazı durumlarda ise bankacılık krizleri bir para krizine yol açabilmektedir. Diğer taraftan, para ve bankacılık krizlerinin ortak nedenlerden kaynaklanması da mümkündür.

Genellikle yaşanan bir para krizinin, bankacılık krizine iki kanal üzerinden yol açabilmektedir. İlk olarak, piyasaların steril olmadığı bir durumda, spekülatif ataklardan kaynaklanan uluslararası rezervlerdeki büyük bir azalış nedeniyle, parasal tabanda ve kredi arzında ciddi bir azalma görülebilmektedir. Böyle bir durum ise çıktı üzerinde ters yönde bir etki yaratarak batık kredilerin artmasına ve bir bankacılık krizine sebep olabilmektedir. Diğer kanal ise para krizi ile birlikte yerli paranın aşırı şekilde değer kaybetmesi, büyük miktarlarda korunmasız döviz yükümlülükleri bulunan bankaların ödeyebilirlik sorunlarına dönüşebilmektedir. Bu durumda ise bir para krizi, bankaların döviz cinsinden belirlenmiş olan borçlarının tutarını artırarak, likidite sıkıntısı içine düşmelerine ve bir bankacılık krizine sebep olabilmektedir (Varlık, 2002: 166).

Benzer şekilde, yaşanan bir bankacılık krizinin, para krizine yol açabileceği yine iki kanal bulunmaktadır. Bu kanalların ikisi de merkez bankasının zor durumda bulunan bankaları kurtarmak amacıyla –açık veya zımni mevduat sigortası nedeniyle- likidite pompalamak zorunda kalmasıdır. Merkez bankasının batık bankaları kurtarabilmek için ilk finansmanı seçeneği, bankaların bir batık kredi portföyünü üzerine almasının karşılığında yüksek miktarda iç borçlanma senedi ihraç etmesi, ikinci alternatifi ise

sistemin likidite ihtiyacını karşılamak amacıyla yurtiçi kredileri aşırı bir şekilde genişletmesidir (Varlık, 2002: 167).

1.2.2.2.3.3. Borç Krizleri

Genel itibariyle borç krizi, bir ülkede kamunun veya özel kesimin dış borçlarıyla, kamunun iç borçlarını ödeyemediği durumu olarak tanımlanabilmektedir. Ancak, borç krizlerinden bahsedilirken genellikle dış borç sorunları üzerinde durulmaktadır. Bu bağlamda dış borç krizi, bir ülkenin karşı karşıya kaldığı dış ödeme sorunları sebebiyle, kamuya veya özel sektöre ait olan borçların anapara ve faizlerini ödeyemeyeceğinin (borç servisinin yapılamayacağını) ilan edilmesi durumudur ve genellikle resmi dış borçlar için kullanılmaktadır (Seyidoğlu, 2001: 583).

Özellikle kamunun bütçe açıklarına yönelik uyguladığı mali politikalar sonucunda artan kamu kesimi borçlanma gereği, bir yandan reel faiz oranlarını artırırken, bir yandan da yeni borç bulmada sıkıntılara yol açmaktadır. Diğer taraftan, alınan dış borçların rantabl alanlarda kullanılamaması ve bu borçların genellikle tüketimin finansmanı amacıyla kullanılması veya uzun vadeli, verimsiz ve geri dönüşü yüksek risk barındıran yatırımlara aktarılması gibi nedenlerle, bu borçların ödeme günü geldiğinde ekonomik sistemin bir bütün olarak sıkıntı yaşamasına neden olmaktadır (Ekşi, 2007: 10).

Sonuçta borçların çevrilememesi, yeni dış kredi bulma konusunda sıkıntı yaşanması, borçların ötelenmesi (konsolidasyon), borçların takası gibi yollarla borçların yeniden yapılandırılmasına veya yükümlülüklerin ertelenmesine ya da doğrudan doğruya ülkenin dış borçlarını ödeyemeyeceğini (moratoryum) ilan etmesine yol açmaktadır.

Diğer taraftan borç krizleri, diğer kriz türlerinden ayrı veya birlikte görülebilirken, diğer kriz türlerinin tetikleyicisi olabilmekte veya diğer kriz türlerinin arkasından gelebilmektedir. Örneğin, kamu kesiminin borçlarını ödeme yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği şeklinde bir risk algısının bulunması, özel sermaye girişlerinde şiddetli bir düşüşe ve beraberinde bir para krizine neden olabilmektedir (IMF, 2002: 6). Ayrıca, aşırı borçluluk durumu iktisadi birimleri artan likidite ihtiyaçları nedeniyle yanlış kararlar almaya itebilmektedir. Bankacılık sektörüne yönelik düzenleme ve denetlemelerin de yetersiz oluşu ile borç krizleri derin bir bankacılık krizini de beraberinde

getirebilmektedir (Karabulut, 2002: 14-15). 1997 Asya Krizi ve 1994 Meksika Krizinde yaşandığı gibi, para, bankacılık ve dış borç krizleri bir arada gerçekleşebilmekte veya Asya ülkelerindeki gibi para krizi ile başlayıp, bankacılık ve dış borç krizi şeklinde veya 1981 ve 1982’de Arjantin ve Şili’de olduğu gibi bankacılık krizleri dış borç krizinden hemen önce meydana gelebilmektedir (IMF, 1998a: 75).

1.2.2.2.3.4. Sistematik Finansal Krizler

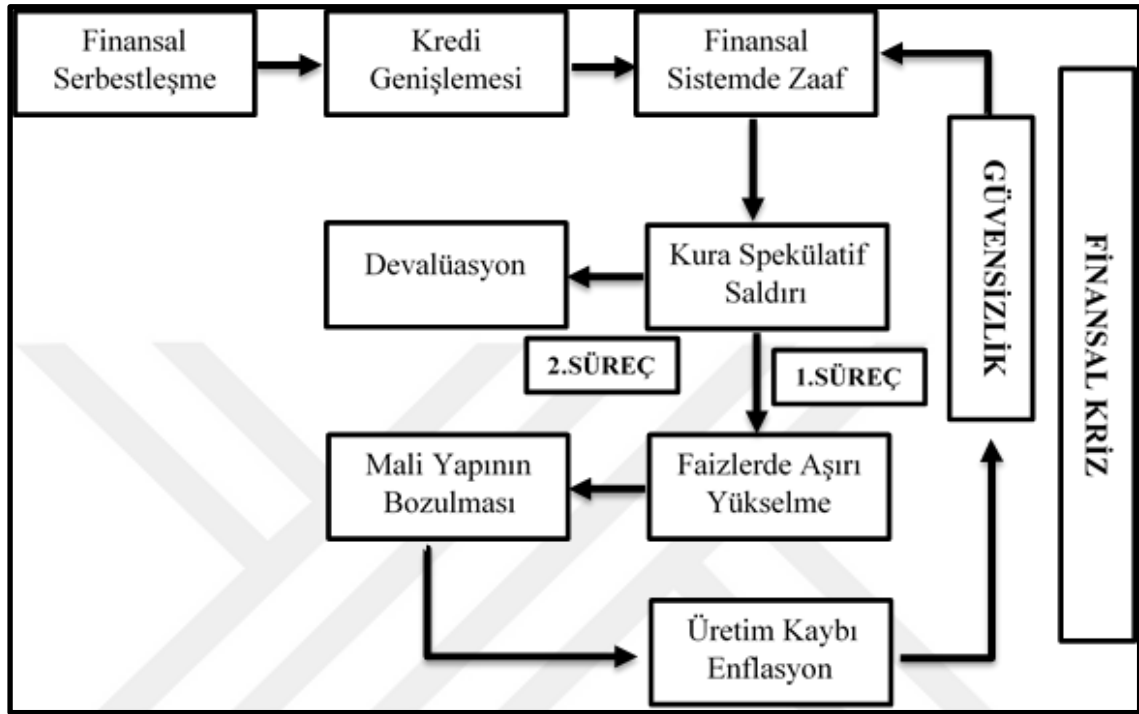
Sistematik finansal krizler, para ve bankacılık krizlerini de kapsayan, finansal sistemin temel görevlerini etkin olarak yerine getirmesine engel olarak finansal piyasaları ciddi hasarlara uğratan krizlerdir. Daha geniş bir tanımla, finansal piyasalarda ciddi bir bozulmayla ortaya çıkan ve finansal sistemde, varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeler gibi işlemlerin aksamasına neden olan şoklar olarak tanımlanmaktadır (Yıldız, 2011: 16).

Ekonomik sistemin bütününe etki eden sistematik finansal krizler, genellikle ekonomik, sosyal, siyasi ve hukuki alanlardaki makroekonomik bozukluklardan kaynaklanmaktadır. Bu tür bozukluklar sistematik krizleri tetiklemekte, krizlerin tekrarlanması ve derinleşmesi ise sektörün kurumsal ve düzenleyici unsurlarınca belirlenmektedir (Barışık, 2015: 133).

Genelde ülkelerin makroekonomik dengelerinin bozulmasıyla ortaya çıkan sistematik krizler temelde likidite sorunlarıyla baş göstermektedir. Bununla birlikte, ülkenin borç miktarının aşırı artması, mevduat sigorta sisteminin yanlış kullanılması, ülke ekonomisine yönelik bir spekülasyon atak, paranın değerinde meydana gelen ani bir değer kaybı, merkez bankasının piyasaya likidite sunumundaki başarısızlığı ve finans kesimi dışından kaynaklanan şoklar sistematik finansal krizlerin nedenleri olarak sıralanabilmektedir (Doğan, 2005: 5-6).

Finansal kurumların, özellikle bankaların ödeme sıkıntısı içinde bulunmaları, ekonomik koşullarda belirsizlik ve bozulmaların bulunması, menkul kıymetler borsasındaki ani çöküşler ve bu ve bunun gibi durumların sistematik bir şekilde cereyan etmesi, sistematik finansal krizleri başlatmaktadır. Sistematik finansal krizler para ve bankacılık krizlerini de kapsamakta ve reel sektör üzerinde olumsuz etkiler yaratmaktadır

(Çeviş, 2005: 14). Görüldüğü gibi sistematik krizler, para ve bankacılık krizlerini de kapsamaktadır, ancak, her bankacılık veya her para krizi sistematik bir kriz olarak nitelendirilememektedir.



Şekil 1.6 Sistematik Finansal Krizlerin Oluşumu ve Gelişimi

Kaynak: Parasız ve Bildirici, 2006: 181.

Sistematik finansal krizlerin meydana geliş süreci Şekil 1.6’da gösterilmiştir. Bu sürece göre, gelişmekte olan ülkelerdeki finansal serbestleşme süreci etkin bir şekilde yürütülemediğinde, finansal sistemin yapısındaki zayıflık ve aşırı kredi genişlemesi; döviz rezervlerini, döviz kurunu, faiz oranlarını ve firmaların finansal yapılarını olumsuz yönde etkileyerek sistematik bir finansal krize neden olmaktadır (Parasız ve Bildirici, 2006: 181).

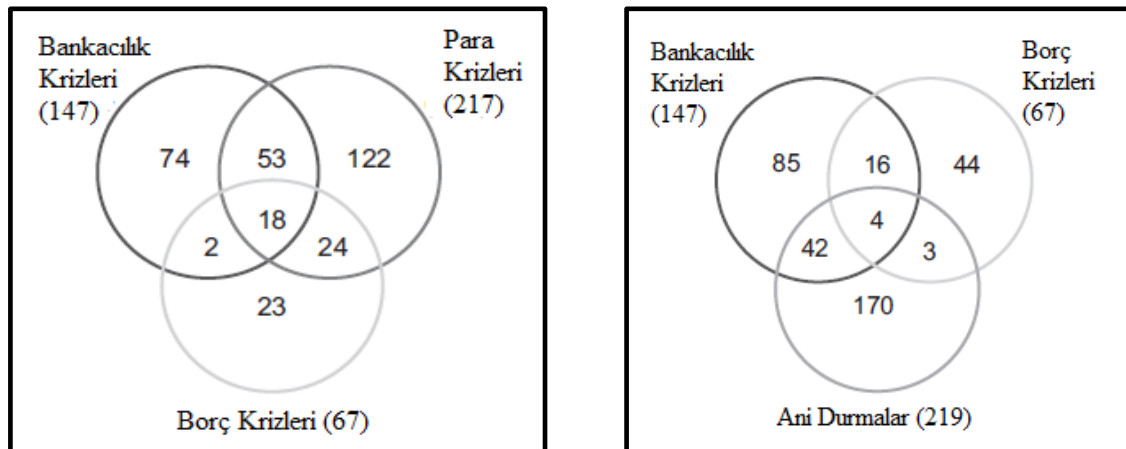
Yapılan çalışmada finansal krizler 4 başlık altında ele alınmış olmakla birlikte, literatürde farklı kriz türlerine de değinilmektedir. Diğer taraftan meydana gelen kriz türleri çakışabilir ve mutlaka bağımsız olaylar olarak gerçekleşmezler. Bir kriz türü başka bir kriz türüne yol açabilir ve ya ortak faktörler nedeniyle aynı anda iki tip kriz meydana gelebilir. Bir krizi sadece bir tür olarak sınıflandırmak, ekonomik bir durum gerçekten

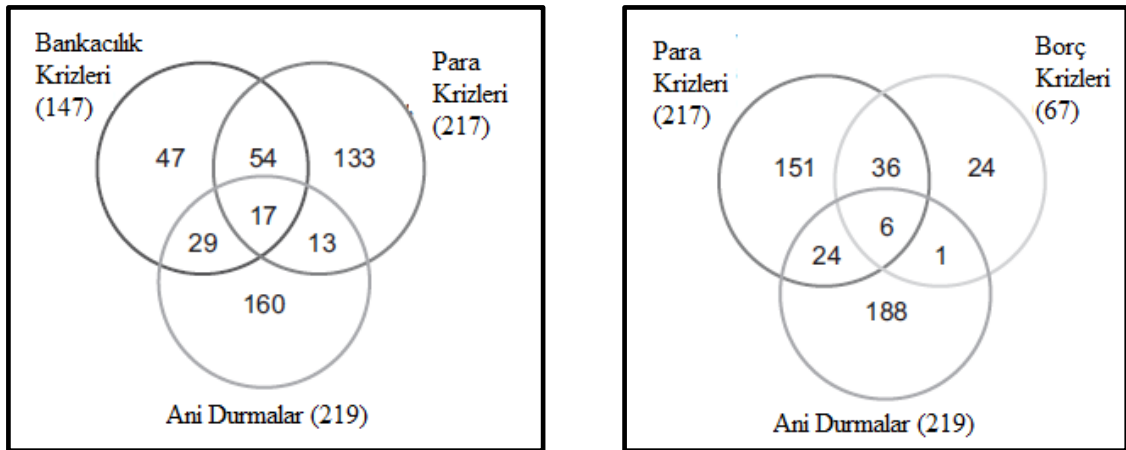
diğerinin bir türevi olduğunda yanıltıcı olabilir. Örneğin, gelişmekte olan piyasalardaki krizler, sermaye akımlarındaki ani durmaların daha sonra devlet borç krizlerine dönüşerek, çoğu zaman para ve bankacılık krizlerinin bir birleşimi olmuştur.

Krizler, hem gelişmekte olan piyasa ekonomilerini hem de gelişmiş ülkeleri yüzyıllar boyunca derinden etkilemiştir. 2007'den önceki otuz yılda meydana gelen, 1970'lerin sonu ile 1980'lerin ilk yıllarında meydana gelen Latin Amerika krizleri, 1995'teki Meksika krizi ve 1990'ların ortalarından sonlarına doğru Doğu Asya krizleri gibi çoğu kriz, gelişmekte olan piyasalarda meydana gelmiştir.

Diğer taraftan, 1980'lerin sonlarında İskandinav ülkelerinde ve 1990'larda Japonya'da olduğu gibi son yıllarda gelişmiş ülkelerde de krizler yaşanmıştır. En son kriz, 2007'nin sonlarında ABD subprime krizinden başlayıp daha sonra diğer gelişmiş ülkelere yayılarak tüm dünyayı etkisi altına alan krizde olduğu gibi, bir kez daha krizlerin her ülkeyi etkileyebileceğini göstermiştir.

Aşağıda yer alan şekil 1.7, Claessens ve Köse tarafından yapılan ve 181 ülkeyi kapsayan çalışmada, 1970 – 2011 dönemi arasında dünyada meydana gelen farklı kriz türlerinin sayıları ve krizlerin birlikte meydana gelme ihtimalleri gösterilmektedir. Çalışmaya göre; eğer $T - 3$ ve $T + 3$ arasında herhangi bir zamanda ikinci kriz başlarsa, T zamanında başlayan finansal bir kriz diğer bir krizle çakışır. Eğer $T - 3$ ve $T + 3$ arasında herhangi bir zamanda iki kriz başlarsa, T zamanında başlayan finansal kriz diğer iki finansal krizle çakışmaktadır (Claessens ve Köse, 2013: 32).



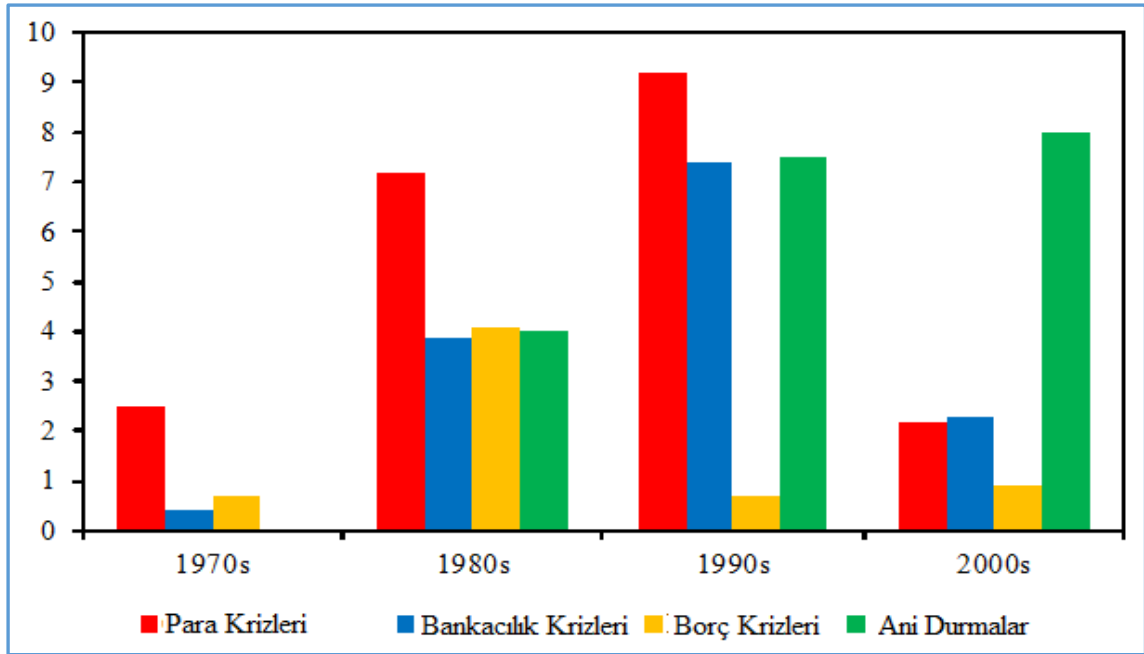


Şekil 1.7 Finansal Krizlerin Tesadüfleri (1970-2011)

Kaynak: Claessens ve Köse, 2013: 32.

Diğer taraftan bazı kriz türleri diğerlerine göre daha sık meydana gelmektedir. 1970 -2011 döneminde meydana gelen krizlerin; 147'si bankacılık krizleri, 217'si parasal krizler ve 67'si borç krizleridir. Ayrıca, daha önce de belirtildiği gibi, çeşitli kriz türleri bir dereceye kadar örtüşmektedir. Döviz krizleri sıklıkla, çift kriz olarak adlandırılan bankacılık krizleriyle örtüşmektedir (Kaminsky ve Reinhart, 1999). Ayrıca, ani durma krizleri, para krizi ve ödemeler dengesi krizleri ve bazen de borç krizleri ile çakışabilirler.

Yapılan çalışmada; 147 adet bankacılık, 217 adet para ve 67 adet borç krizi olmak üzere toplam 431 kriz meydana geldiğini, bu krizlerin 68'inin ikiz kriz olarak kabul edildiğini ve 8'inin ise üçlü kriz olarak sınıflandırılabilceği belirtilmiştir. Sistemik bir bankacılık krizi genellikle bir para birimi krizi ile ve ya bir borç krizi bazen diğer krizlerle çakışır. Örneğin şekil 1.7'de de görüleceği üzere, 67 borç krizinin 20'si bankacılık krizleri ve 42'si de para krizleri ile çakışmaktadır.



Şekil 1.8 On Yıllık Ortalama Finansal Kriz Sayısı

Kaynak: Claessens ve Köse, 2013: 33. (Bu şekil, her on yıldaki ortalama finansal kriz sayısını göstermektedir.)

Şekil 1.8 incelendiğinde ise; yıllar itibariyle meydana gelen para krizleri ve borç krizlerinin sayısında ciddi azalmalar görülmektedir. Diğer taraftan özellikle 1980 sonrası dönemde sermaye hareketlerinin serbestleşmesine bağlı olarak sermaye akımlarında meydana gelen ani duruşların finansal kriz sayılarında önemli artışlara sebep olduğu görülmektedir.

2. BÖLÜM

DÜNYA'DA YAŞANAN ÖNEMLİ EKONOMİK KRİZLER

Ekonomik kriz, ekonominin tarihi kadar eski bir olgudur. Günümüze kadar uzanan süreç içerisinde birçok ekonomik kriz yaşanmış, bu krizlere maruz kalan ülkelere ise çok büyük ekonomik yıkımlara sebep olmuştur. Ekonomik faaliyetlerin sistematik bir hal almaya başlamasından itibaren her zaman ekonomik bir krizin patlama ihtimali var olmuştur. Meydana gelen krizler ise bazen sadece bir ülkede veya bir bölgede etki ederken bazen de tüm dünyada etkisini hissettirmiştir. Küreselleşmenin etkisiyle piyasalar üzerindeki engellerin kaldırılmasıyla, herhangi bir ülkede vuku bulan bir krizin tüm ülkeleri hızlı bir şekilde etkilediği görülmektedir.

Bu bağlamda, ülke ekonomilerinin tarihi süreç içerisindeki ekonomik hareketleri değerlendirildiğinde sürekli olarak belirli bir trend izlemedikleri, ekonomilerin genel performanslarında kısa dönemli dalgalanmalar ve uzun dönemde ekonomilerde yön değiştirmelerin meydana geldiği görülmektedir. Meydana gelen bu dalgalanmaların ülke ekonomilerini daha kırılgan bir hale getirmesi nedeniyle ekonomik krizler daha sık yaşanmaya başlamış, küreselleşme ve finansal deregülasyon sürecinin de etkisiyle, söz konusu dengesizliklerin ülkeler arasındaki yayılımı hızlanmıştır.

Özellikle sanayi devriminden itibaren ekonomik krizlerin sıklığının ve şiddetinin arttığı, Batı ülkelerinde ortalama her sekiz ile on yılda bir şiddetli ve ya hafif bir ekonomik kriz yaşanmış, refah, zenginlik ve israf dönemlerini, işsizlik, yoksulluk ve sefalet dönemlerinin izlediği görülmüştür. Krizlerin bu devresel niteliği, “konjonktür dalgalanmaları” yazınında “Juglar Dalgaları” olarak bilinmektedir. Juglar, istatistiksel olarak kapitalizmin dalgalı büyüdüğünü saptamış (1860), bunu Karl Marx’ın kuramlaştırması takip etmiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler (GOÜ), 1980’li yıllardan itibaren sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle birlikte sermaye karlılığına bağlı devresel dalgalardan etkilenecek sık sık kriz yaşamıştır (Kazgan, 2013: 2).

Ekonominin dışa açıklık düzeyi arttıkça, serbestleşme ve diğer ekonomilerle entegrasyon derecesi yükseldikçe, hükümetlerin elinde piyasaya müdahale edebilecekleri araçların sayısı azalmakta, mevcut politika araçlarının da etkinliğini yitirmesiyle, dünya

ekonomisinde cereyan eden genişleme, istikrarsızlık veya durgunluk durumlarını ülkeler aynen yaşamaktadır (Kazgan, 2013: 3).

1929 Büyük Buhranın ardından, ülkeler arasındaki bu etkileşimi en az seviyeye indirebilmek ve ekonomik krizlere karşı ülkelerin korunmasını sağlayabilmek amacıyla, mevduat sigortası, finansal sistem regülasyonu gibi uygulamalar ve kur istikrarını sağlayacak uluslararası sistemler geliştirilmiştir. Bu süreçte, Keynesçi iktisat politikaları olası krizlere karşı başarılı bir biçimde kullanılmış, 1930 ile 1990 yılları arasındaki süreçte, diğer dönemlere kıyasla dünya ekonomisi daha istikrarlı bir trend izlemiştir. 1990'lı yıllardan itibaren ise günümüze kadar geçen süreçte, istikrarın yerini ağır finansal krizlerin aldığı bir dönem olmuştur. Neo-liberal iktisat politikalarının yaygınlaşmasıyla birlikte, çok sayıda ülkenin kısa dönemli ekonomik krizlere maruz kalmasının yanında, bu süreçte en fazla zarar gören ülkelerin ise özellikle az gelişmiş ülkeler olduğu görülmektedir.

1980'li yıllardan itibaren ivmelenen küreselleşme sürecinin bir parçası olan finansal liberalizasyon politikaları sonucunda uygulamaya konulan; faiz oranlarının serbest bırakılması, zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi, ülkeye yönelik sermaye hareketlerinin tümüyle serbest bırakılması gibi finansal serbestleşme politikaları ülke ekonomilerini daha savunmasız bırakmış, bu uygulamalar nedeniyle birçok ülke finansal krizlere esir olmuştur.

Ancak, son dönemlerde yaşanan krizleri önceki dönem krizlerden ayıran temel farklılık, enflasyon ve dış ödemeler dengesi gibi ekonomik istikrarsızlıkların ön plana çıkmasıdır. Bu dönemde meydana gelen krizlerde, özellikle sermaye hareketlerinin serbest bırakılması yönünde atılan adımlar ile birlikte uluslararası sermaye hareketlerinin yol açtığı istikrarsızlıklar etkili olmuştur. Bu krizlerin etkilerinin daha derin boyutlara ulaştığı, finans piyasalarının yanı sıra reel sektör ve sosyoekonomik göstergeler üzerinde de bozucu etkilerinin olduğu, krizin ortaya çıktığı ülkeden diğer ülkelere sıçrayarak uluslararası finansal sistemi temelden sarsabilen boyutlara ulaştığı görülmektedir (Ağcakaya, 2015: 97).

Latin Amerika Krizleri, 1997 Güneydoğu Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi ve 2008 Küresel Finans krizi bu dönemde yaşanan krizler içerisinde gerek şiddetleri, gerekse etki alanları itibariyle iktisatçıların büyük ilgisini çekmektedir.

Bu bölümde yukarıda sayılan ve son yıllarda yaşanarak dünya ekonomi tarihine yön vermiş olan belli başlı bölgesel ve küresel krizler ile tartışmasız 20. yüzyılın en vahim ekonomik felaketi olan 1929 Büyük Buhran'ın genel hatları üzerinde durulmaktadır.

2.1. 1929 KRİZİ – BÜYÜK BUHRAN

Liberal kapitalizm tarihinde yaşanan krizlerin en büyüğü olan 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı yada diğer adıyla Büyük Buhran, 29 Ekim 1929'da New York borsasında hisse senedi fiyatlarının düşmesiyle başlamış, büyük bir panikle giderek büyümüştür. Hacmi, yayılma alanı ve süreci itibariyle de modern dünyanın o zamana kadar karşılaştığı en ağır ekonomik kriz olmakla birlikte etkisini de 1930'lu yıllarda tam anlamıyla göstermiştir. ABD'nin dünya ticaretindeki önemli yeri ve rolüne paralel olarak, tüm dünyada etkisini hissettirerek geniş tahribatlar bırakmıştır. Makroekonomik politikada ve iktisat teorisinde köklü değişikliklere yol açan, üretimde ciddi düşüşlere, ciddi işsizliğe ve akut deflasyona neden olan Buhran'ın merkezi Kuzey Amerika ve Avrupa olmasına rağmen, dünyadaki tüm ülkelerde ve özellikle de sanayileşmiş ülkelerde yıkıcı etkiler meydana getirmiştir. Aynı zamanda sosyal ve kültürel etkileri bağlamında da ABD'nde en az İç Savaş kadar yıkıcı olmuştur.

Büyük Buhran'ın para, banka, üretim, tüketim, yatırım gibi birçok makroekonomik değişkenle ilişkili boyutu bulunmaktadır. Kriz sırasında dünya ticareti hacim olarak üçte iki oranında küçülmüş, krizin yaşandığı ülkelerde her dört kişiden bir kişi işsiz kalmıştır. Reel üretim ve fiyatlar hızla düşmüş, zirve ile gerileme arasında ABD' de sanayi üretimi % 47, toptan eşya fiyat endeksi % 33 ve gayrisafi yurtiçi hasıla (GSYH) % 30 oranında düşmüştür. 1933 itibariyle işsizlik % 25'e, bazı ülkelerde % 33'e kadar yükselmiştir. Vergi gelirleri, kişisel gelir, fiyatlar genel düzeyi ve firma kârı düşerken, uluslararası ticaret hacmi de % 50' den fazla azalmıştır.

Kriz sırasında iflas eden banka sayısı yüzlere yükselirken, 5.000'den fazla banka çalışanı işten çıkarılmış, birçok büyük firma da krizden etkilenmiştir. Tarım sektörü

sanayi sektörüne kıyasla krizden daha fazla etkilenmiş, her dört çiftçiden biri toprağını kaybetmiştir.

2.1.1. Kriz Öncesi Dönem “Kükreyen Yirmiler” (1920 – 1929)

1920’li yıllar ABD için üretim, istihdam ve fiyatlar açısından gayet olumlu geçen bir dönem olmuştur. I. Dünya Savaşı mağlup devlet ekonomileri için bir yıkım olurken, galip devletler bu yıkıcı etkiye maruz kalmamışlardır. ABD gerek coğrafi olarak savaştan uzak olması, gerekse savaşta bitaraf bulunması nedenleriyle ülkeler arasında süper güç haline gelmiştir. Diğer taraftan dünya altın rezervinin de büyük bir bölümünü elinde bulundurması, ülkelerin savaş sonrası yapılanma sürecinde ihtiyaç duydukları finansmanı ABD’den borçlanarak sahip olmalarına neden olmuştur (Ay ve Uçar, 2015: 12). Bu yönüyle ABD artık dünyada en çok kredi veren ülke olarak, Avrupa’nın en büyük alacaklısı konumuna gelmiş ve savaş tazminatlarını da altın olarak ödettirmiştir.

ABD’de 1920’li yıllar boyunca üretim ve istihdam oranı yüksek olmuş ve dönem boyunca da yükselmeye devam etmiştir. Kükreyen 20’ler olarak tanımlanan bu dönemde, özellikle beyaz eşya ve otomobile olan talebin hızla artmasına bağlı olarak seri üretim başlamıştır. 1925 ile 1929 yılları arasında imalat sanayide kuruluşların sayısı 183.900’den 206.700’e, üretilen değer ise 60.8 milyar dolardan 68 milyar dolara yükselmiştir. Endüstriyel üretim süreci performans göstergeleri Temmuz 1928’de 110’a, Haziran 1929’da ise 126’ya yükselmiş, otomobil sektöründe yaşanan üretim artışıyla da 1926’da 4.301.000 olan üretilen otomobil sayısı, 1929’da 5.358.000 adete ulaşmıştır (Galbraith, 2009: 16).

1920’lerde borsada başlayan yükselişle, 1924’ün son altı aylık tahvil fiyatları da artmış ve sonraki yılda da artış devam etmiştir. Mayıs 1924’te, Newyork Times’ın yirmibeş endüstriyel hissesinin ortalama fiyatı 106 iken yılsonunda 134’e, 1925 yılı sonu itibariyle de 181’e yükselmiştir (Galbraith, 2009: 21).

Henry Ford, otomobil üretiminde devrim yaparak “Fordist” adıyla seri otomobil üretimine geçmiştir. Firmanın işçilerin ücretlerinde yapmış olduğu ciddi artış (günlük beş dolar) otomobil talebinde olağanüstü yükselişe neden olmuştur. İşçi sınıfının ekonomik durumunun iyileşmesi, refahını artırmış ve aynı zamanda gayrimenkul satın

alabilmelerine de olanak sağlamıştır. Emlak piyasasında yaşanan bu canlılık, emlak talebini artırarak sektörün borsadaki karlılığını, aynı zamanda gayrimenkul ve arsa fiyatlarını da büyük derecede artırmıştır. Üretim ve istihdamdaki artışa bağlı olarak ortaya çıkan aşırı iyimserlik havası spekülasyon boyuta ulaşmış ve çok sayıda kişinin kredi ile de dahi olsa hisse senedi satın almasına neden olmuştur. Ancak, 1926 yılında yaşanan büyük kasırgalar arazilerde önemli ölçüde tahribata neden olarak arazi ve emlak değerlerini düşürmesi, spekülasyon kar elde etmeyi amaçlayarak kredi ile borçlanarak gayrimenkul satın alanları zor durumda bırakması, finans sektörü için de ilk kırılma noktası olmuştur.

Mart 1928'den itibaren borsa inişli çıkışlı bir trend izlese de endüstriyel ortalama 25 puanlık artış göstermişti. Haziran 1928'e gelindiğinde borsadaki kayıplar neredeyse Mart'taki kadar yüksek olmuştur. İşlem hacmi 12 Mart'ta 1.875.910 iken, 27 Mart'ta 5.790.270 olmuştur. 12 Haziran'da ise 5.052.790 hisse senedi el değiştirmiştir (Galbraith, 2009: 28).

1921'den 1929'a kadar geçen süre boyunca DJIA Endeksi yaklaşık %500 oranında değer kazanmış, 3 Eylül 1929'da 381,17 kapanış değeri zirve yapmıştır. Genel olarak bakıldığında, Endeks 1928 yılında yaklaşık %50, 1929 yılında ise %25 değer kazanmıştır (Rappoport ve White, 1994: 271; Dulupçu, vd, 2015: 157).

2.1.2. Krizin Derinleşmesi ve Büyük Buhran

1929 yılında yaşanan krizle birlikte borsa piyasasında yaşanan yükseliş, Galbraith'in Telafinin Demir Kanunu⁶ fikrinde açıkladığı gibi, bir dönem sonra düşüşe geçmiş ve "Kükreyen yirmiler" olarak anılan ve neredeyse 10 yıl boyunca süren refahın sonuna gelinmiştir. Haziran ayında endüstriyel üretim endeksleri ile paralel olarak en hareketli endüstrilerden biri olan inşaat sektörü de zirveden düşme eğilimine girmiştir. ABD ekonomisi 1930'lu yıllar boyunca tarihinin en ağır ekonomik buhranını yaşamıştır.

5 Eylül 1929' da gerçekleştirilen Ulusal İş Konferansı'nda Roger W. Babson adında bir finans uzmanının, borsanın çökmesinin kaçınılmaz olduğunu ve sonuçlarının çok kötü olabileceğini, fabrikaların kapanıp çalışanların işten çıkarılabileceği yönünde

⁶ Bu fikre göre, yirmili yıllarda iyi giden on yılın bedeli otuzlarda kötüye gidecek on yıl ile ödenmeliydi (Galbraith, 2009: 17).

bir ifade kullanması da bu krizin daha önceden tahmin edilebildiğini açıklar niteliktedir. Ancak, New York Borsası yetkilileri Babson'un bu söylemini, piyasayı sakinleştirmek niyetiyle yalanlamışlar ve hatta alay konusu yapmışlardır (Aracı, 2010: 13).

Bununla birlikte 21 Ekim 1929' da satışlar 6.091.870 ile tarihteki üçüncü en büyük işlem hacmine ulaşmıştır. 23 Ekim Çarşamba işlem hacminin giderek artmaya başlaması, hızla düşen fiyatlarla 2.600.000 hissenin el değiştirmesine neden olmuştur. New York Times endüstriyel hisse ortalamaları 415'ten 384'e düşmüş, Haziran ayından bu tarafa elde ettiği tüm kazancı kaybetmiştir (Galbraith, 2009: 113).

“Kara Perşembe”; 24 Ekim Perşembe günü, tarihin 1929 krizi olarak tanımladığı günlerden ilkidir. Gün içerisinde 12.894.650 hisse el değiştirmiş, DJIA Endeksi çökmüştür. New York Borsası dibi görerek ve 4.2 milyar dolar kaybetmiştir. Hisselerin çoğu sahiplerinin umutlarını ve hayallerini yıkacak fiyatlardan satılmıştır. Ertesi günün Cuma olması nedeniyle borsa çok küçük bir tepki vermiş ve pek çok kişi Pazartesi günü her şeyin normale döneceğini düşünmüştür (Dulupçu vd., 2015: 158). 28 Ekim 1929 Pazartesi günü, zirveye çıkış ve ad infinitum⁷ düşüş sürecinin kendisini göstermeye başladığı gün olmuştur. İşlem hacmi 9.250.000 hisse ile Perşembe gününün altındadır. Newyork Times endüstriyel hisse ortalamaları bir günde 40 puan düşmüştür (Galbraith, 2009: 124).

“Kara Salı”; 29 Ekim 1929 Salı günü New York Borsası tarihindeki en yıkıcı gündür, DJIA endeksi rekor seviyede düşüş yaşamış, 28 – 29 Ekim 1929 tarihlerinde yaşanan iki günlük çöküşte DJID Endeksi %23 değer kaybetmiştir (Rappoport ve White, 1994: 271; Dulupçu, vd, 2015: 158). 21-29 Ekim 1929 tarihleri arasındaki DJIA endeksi 328 puandan 230 puana düşmüş, bu süreçte 4.000 kadar banka iflas etmiş, binlerce kişinin malvarlığı ise yok olmuştur.

Ekim 1929'daki gerileme, pazar çöküşünün sadece başlangıcıdır. Kasım ayı ortasına kadar borsa Eylül değerinin üçte birini kaybetmiş ve 1932'ye kadar - piyasa dibe vurduğunda - hisse senetleri değerlerinin yüzde doksanını kaybetmiştir. Buhran'dan önce 262 dolara satılan US Steel'in payı 1932'de 22 dolara satılarak ortaya çıkan bu küçülme;

⁷ Sonu olmayan.

Japonya ve İngiltere’de 1931’de, dönemin SSCB ve Almanya’da 1932’de, Kanada ve İtalya’da ise 1933’de dip noktasını bulmuştur. Fransa ise sanayileşmiş ülkeler arasında dip noktasını en geç gören ülke olmuştur (Ay ve Uçar, 2015: 13).

Borsada başlayan ve bankaları da içine alan kriz kısa süre içinde reel kesimi de etkisi altına almıştır. 1929 yılında ABD’de 25 binden fazla banka bulunmaktayken, 1933 yılı sonuna gelindiğinde sadece 14 bini ayakta kalmayı başarabilmiştir. Fabrikalar, aracı kurumlar, ticarethaneler de iflas etmiş, ABD’de ciddi bir resesyon baş göstermiştir. Bu resesyon, uluslararası ticaret kanalıyla ABD ile beraber bir çok ülkeyi de krize sürüklemiştir (Şendoğdu ve Öztürk, 2009: 426).

2.1.3. Krizin Nedenleri

1929 yılında yaşanan Büyük Buhranın nedenleri konusunda çok farklı fikirler ortaya konulmuş olmakla birlikte, en önemli neden olarak ekonominin temelini bozuk oluşu gösterilmiştir. Büyük Buhran’ın nedenlerini iki klasik rakip ekonomik teori - Keynesyen (talebe dayalı) ve Monetarist Yaklaşım- açıklamaktadır. Ayrıca Keynesyenlerin ve Monetaristlerin açıklamalarını dikkate almayan veya reddeden çeşitli heterodoks teoriler de bulunmaktadır.

Klasik ve Neo-Klasik iktisadi görüşlerin hakim olduğu 1750 ile 1929 yılları arasındaki dönemdeki temel iktisadi görüş, ekonominin sürekli olarak tam istihdam seviyesinde dengede olacağını ve yaşanan krizlerin ise denge durumundan geçici sapmalar nedeniyle oluştuğu şeklinde ifade edilmektedir. Ancak, Büyük Buhran’ın başta gelişmiş ülkeler olmak üzere tüm dünyada oluşturduğu tahribatın ve yaşanan ekonomik krizlerin giderek kronik bir hal alması, Klasik ve Neo-Klasik ekonomik düşüncelerin, krizlerin aşılmasında yeterli olamadığı sonucunu doğurmuştur (Dinler, 2000: 281).

1936 yılında ise J. M. Keynes, “İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi” adlı eserinde krizin nedeninin müdahale edilmeyen “piyasa mekanizması” olduğunu öne sürerek, Klasik ve Neo-Klasik ekonomik düşüncelerin zaaflarını ortaya koymuştur.

Keynesyen talep odaklı teoriler arasında, büyük çaplı bir güven kaybının tüketim ve yatırım harcamalarının ani bir şekilde azalmasına yol açtığı yönünde bir fikir birliği bulunmaktadır. Bir kez panik veya deflasyon başladığında, birçok kişi piyasalardan uzak

durarak daha fazla kayıptan kaçınabileceklerine inanmaktadır. Ancak, fiyatların düşmesi ve belirli bir miktar paranın her zamankinden daha fazla mal satın alabilmesi para tutmayı daha cazip hale getirecek ve talepteki düşüş şiddetlenecektir.

Monetaristler, Büyük Buhranın genel bir durgunluk olarak başladığını, ancak para arzının daraltılmasının ekonomik durumu daha da şiddetlendirerek durgunluğa neden olduğuna inanmaktadırlar (Whaples, 1995: 150). Friedman ve Schwartz, Buhran'ın 1867'li yıllardan itibaren uygulanmakta olan para politikalarının yetersiz kaldığından kaynaklandığını ve bu bunalımın para arzındaki mutlak düşüşle yakından ilişkili olduğunu savunmuşlardır (Acar, 2008: 28).

Ekonomistler ve iktisat tarihçileri, Büyük Buhran'ın başlangıcının geleneksel parasal açıklamanın mı yoksa özel harcamalardaki bir düşüşün mü birincil nedeni olduğu konusunda fikir ayrılığına düşmüş olsalar da, Federal Rezerv Sisteminin parasal deflasyon ve bankacılık çöküşü sürecini kısaltması gerektiği, bunun yapılması halinde, ekonomik gerilemenin şiddetinin daha az olacağı ve çok daha kısa süreceği konusunda bir fikir birliği bulunmaktadır (Whaples, 1995: 143).

Irving Fisher ise Büyük Buhran'a neden olan temel faktörün bir deflasyon döngüsü ve artan borçluluk çemberi olduğunu savunmaktadır. Çalışmasında, iflasların patlama mekaniğini oluşturmak için borçlanma ve deflasyon koşulları altında birbirleriyle etkileşen dokuz faktörü özetlemiştir. Olaylar zinciri şöyle devam etmektedir (Fisher, 1933: 337-357):

1. Borç tasfiyesi ve haciz satışı,
2. Banka kredilerinin ödenmesi sonucu para arzının daralması,
3. Varlık fiyatlarının düşmesi,
4. İşletmelerin net aktif değerindeki büyük ölçekli bir düşüşün iflasları hızlandırması,
5. Karlarda azalma,
6. Üretimde, ticarete ve istihdamdaki daralma,
7. Karamsarlık ve güven kaybı,
8. Para istifleme,
9. Nominal faiz oranlarındaki düşüş ve deflasyon ayarlı faiz oranlarındaki artış.

Galbraith, genel olarak krizin sebeplerini şu şekilde sıralamaktadır (Galbraith, 2009: 185-194):

- Gelir dağılımında bozulma: 1929 yılında zenginlerin daha zengin oluşu ile birlikte yıl içerisinde en yüksek gelire sahip olanların nüfus içindeki oranı % 5' tir. Toplam gelirin üçte biri de zenginlere aittir. O kadar ki, kişisel gelir 2. Dünya Savaşı'ndaki rakamların iki katı olmuştur.

- Kötü şirket yapısı: Birinci Dünya Savaşı sırasında ABD' de üretim kapasitesi artmış ihraç edilen ürünlerle büyük karlar sağlanmış, ABD'deki şirketlerin mali güçleri inanılmaz düzeylere çıkmıştır. Ancak savaş sonrasında ülkedeki küçük şirketler birleşmek zorunda kalmış, bu durum öyle bir boyuta ulaşmıştır ki 200 kadar holding ABD ekonomisinin %50'si üzerinde söz sahibi olmuştur. Holding şirketler ise bünyesindeki grup şirketlerine verdiği borçlarla besleniyordu. Temettülerin kesilmesi yapının yıkılmasına, iflas ve tahvillerde temerrütlere neden olmuştur. Holdingler bu durumda temettülere devam etmek için yatırımlarını azaltmış, buna bağlı olarak da gelirleri düşmüş ve şirket piramidinin yapısının zayıflamasına yol açmıştır.

- Kötü banka yapısı: Bankaların sermaye oluşturma ve kredi oranlarını belirleme yasalarının olmamasından dolayı yatırımcılar bankalar hakkında yeterli bilgiye sahip olamamıştır. 1929'da çok az bankacılık hatası yapılmasına rağmen, bankaların yapısı temelinde zayıf kalmıştır. Bu süreçte bir bankanın batışı, bankacılık sistemini tetiklemiş, diğer bankaların da varlıklarının bloke edilmesine neden olmuştur. Aynı zamanda mudilerin mevduatlarını çekmek istemesi birçok bankanın iflasına sebep olmuştur (1929'un ilk altı ayında, 246 banka yaklaşık 115 milyon dolarlık meblağla batmıştır.).

- Dış ticaret bilançosunun kötü yapısı: 1. Dünya Savaşı sürecinde, ABD uluslararası alanda kreditor konumuna gelmiş, takip eden yıllarda da borçların faizi ve anaparası Avrupa'dan ödenen ithalat üstündeki ihracat artışı ile devam etmiştir. Ülkeler artan altın ödemeleri nedeniyle ABD ile olan ticari dengelerini uzun süre kapatamamıştır. Başkan Hoover ve meclis, tarifeleri keskin bir şekilde artırmıştır. Böylelikle savaş borçları dahil bütün borçlar temerrüde düşmüş ve Amerikan ihracatında şiddetli bir düşüş yaşanmıştır. Düşüş en çok çiftçiler üzerinde etkili olmuştur.

- Ekonomik bilgi yetersizliği: Amerikan ekonomi yönetiminin krizle ilgili kararları yerinde ve zamanında alamaması krizin büyümesinde oldukça etkili olmuştur.

Bunalım'a kadar, ABD altın rezervlerinde güçlü bir şekilde artış olmuş, bu süreçte enflasyon yerine ülke tarihinin en güçlü deflasyonu yaşanmıştır. Mevcut yönetim ve bürokratlar durumun vahametinin farkına varamamıştır.

Borsanın çöküşü Büyük Buhran'ın başlangıcına işaret etmiştir. Ancak bu depresyonun birçok temel nedeni arasında sadece temel faktörlerden biridir. Bankacılık sisteminin zayıf yapısı, zaten düşük olan tarım ürünleri fiyatlarının yeniden şiddetli düşüşü ve endüstriyel ürünlerdeki aşırı üretim ekonomik gerilemede etkili olan diğer faktörlerdir. Asıl felaket, 1930 yılında Hawley-Smoot Tarifesi'nin yürürlüğe konulmasıyla (ortalama tarife oranları yaklaşık olarak yüzde 60'a çıkarılmıştır) Amerika'nın uluslararası ticaret ortaklarının ABD yapımı mallar üzerindeki gümrük oranlarının yükselterek misilleme yapılmasıyla yaşanmıştır. Sonuç olarak, uygulamaya konulan kısıtlayıcı bu politikalar neticesinde uluslararası ticaretin daralması, küresel ekonomiler üzerindeki etkisi daha yıkıcı olmuştur.

Genel olarak krize oluşumuna neden olan etkenlere bakıldığında ise 4 faktörün önemli rol oynadığı görülmektedir:

1. 1929 borsa çöküşünün Amerikan ekonomisine olan güveni sarsmış, harcamalarda ve yatırımlarda keskin düşüşlere neden olmuştur.

2. 1930'ların başlarındaki bankacılık panikleri, birçok bankanın başarısız olmasına yol açmış, bu durum krediler için kullanılacak mevcut para havuzunu azaltmıştır.

3. Altın standardı, yabancı merkez bankalarının ABD'deki ticari dengesizliklere karşı koymak için faiz oranlarını yükseltmelerine ve bu ülkelerdeki harcamalarını ve yatırımlarını azaltmalarına yol açmıştır.

4. Smoot-Hawley Tarife Yasası'nın (1930) uygulamaya konulmasıyla birçok sanayi ve tarım ürününe getirilen yüksek gümrük vergileri, üretimi azaltan ve küresel ticaretin daralmasına neden olan misilleme önlemlerinin uygulanmasına sebep olmuştur.

2.1.4. Krizin Sonuçları

İnsanların varlıklarını yok eden, işsizlik rekorları kırdıran ve özellikle sanayisi gelişmiş ülkelerde üretimi durma noktasına getiren büyük ekonomik krizin ardından,

hemen hemen on yıl boyunca süren “Büyük Bunalım” yılları yaşanmış, Büyük Buhran’ın ekonomik, siyasal ve sosyal alanlarda muazzam etkileri olmuştur.

Buhran ilk etkisini hisse senedi, bono ve tahvil piyasalarında göstermiştir. 1928 yılının ilk ayında 191 puan olan Dow Jones sanayi endeksi, 9. Ayda (9 Eylül 1929) 382 puana yükselmiş, ancak daha sonra 10. aydan itibaren gerilemeye başlamıştır. 28 Ekimde % 12,8 ve 29 Ekimde % 11,7 değer kaybederek tekrar 294 puana gerileyen endeks, 1932 yılında ise 41 puana kadar düşmüştür. Büyük buhranın iki yıl içerisinde borsadaki toplam değer kaybı % 90 ulaşmıştır (Duman, 2011: 69).

Borsadaki kayıplar, banka iflasları ve mevduat kayıpları, ABD halkının gelirlerini de eritmiştir. 1933 yılında kişisel gelir % 35 azalarak, 2.300 dolardan 1.500 dolara gerilemiştir. Kişisel gelirden yaşanan bu azalış, tüketimi ve ekonomik faaliyetleri de büyük ölçüde zayıflatmıştır (Berkin, vd, 2012: 623; Dulupçu, vd, 2015: 161).

1929 Buhranı’nı en derinden hisseden ve yaşayan ABD’deki çöküş bütün sektörleri derinden etkileyerek, GSMH’sinin yarı yakınının erimesine neden olmuştur. Depresyonun ilk beş yılında ekonomi toplamda % 50 küçülmüştür. 1929’da gayri safi yurtiçi hasıla ile ölçülen ekonomik çıktı miktarı sadece 105 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Ağustos 1929’da küçülmeye başlayan ekonomi, yılsonunda 650 bankanın iflas etmesi ile sonuçlanmıştır. GSMH, 1931’de % 16,1 ve 1932’de % 23,2 oranında azalmıştır. 1933 yılına gelindiğinde ise ülke dört yıl boyunca süren ekonomik daralma dönemi yaşamış ve 1929’da ürettiği miktarın ancak yarısı kadar, 56.1 milyar dolar üretebilmiştir. 1937’ye gelene kadar üretimin maddi hacmi 1929 seviyelerine ulaşamamıştır. Üretimin dolar cinsinden değeri ise 1941 yılına kadar, 1929 yılının altında kalmış, ancak 1941 yılında 1929 yılı seviyesini geçebilmiştir.

ABD’de, 1930’ların ilk yıllarında çok derin bir şekilde düşen çıktı miktarındaki toparlanma, ancak 1933 ilkbaharında başlamıştır. Çıktı 1930’ların ortalarından itibaren hızla büyümüş; reel GSYİH 1933 ile 1937 yılları arasında yıllık ortalama yüzde 9 oranında artmıştır. 1937-38’de ise ciddi bir gerileme dönemi yaşayan ABD ekonomisi 1938’in ortalarından sonra daha hızlı büyümüştür. Ülkenin üretimi nihayet 1942’de uzun dönemli artış trendine dönmüştür.

Tablo 2.1 ABD’de Büyük Buhran ve Sonrasında GSMH’deki Değişim, 1928-1941

Yıl	Cari Fiyatlarla GSMH (Milyar Dolar)	Yıl	Cari Fiyatlarla GSMH (Milyar Dolar)
1928	98,7	1935	76,5
1929	104,6	1936	83,1
1930	91,2	1937	91,2
1931	78,5	1938	85,4
1932	58,6	1939	91,2
1933	56,1	1940	100,5
1934	65,5	1941	124,7

Kaynak: Eğilmez, 2009: 59.

Tablo 2.2’de, 1929 Ekonomik Buhranı nedeniyle ABD sanayi sektöründe yaşanan çöküş net olarak görülmekte olup sanayi üretimindeki çöküşün en uzun süre devam ettiği ülke ABD olmuştur.

Tablo 2.2 ABD’nin Toplam Sanayi Üretim Endeksi (1929 = 100)

Yıl	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935
SÜE	90	100	83	69	55	63	69	79

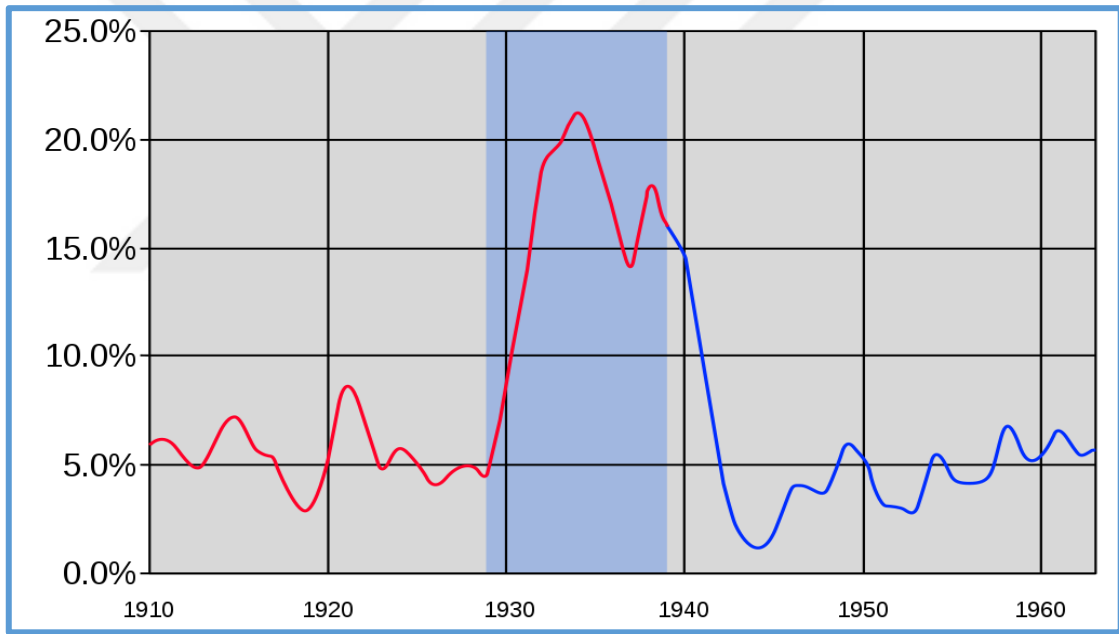
Kaynak: Eğilmez, 2009: 59.

Tablo 2.3’de, buhran öncesi ve sonrası dönemde ABD’deki işsizlik oranları görülmektedir. 1929 buhranının reel sektör üzerindeki etkilerini giderek şiddetlenmesi sonucu, 1933 yılında yaklaşık 13 milyon kişi işinden olmuştur. Yani, her dört kişiden biri işsiz kalmıştır (Galbraith, 2009: 177). 1933 yılına kadar 1,5 milyon kişi olan işsiz sayısı, 12,6 milyon kişiye çıkmış, milli gelir dört yıl önceki seviyesine göre neredeyse % 50 oranında gerilemiştir. 1930 – 1940 yılları arasında sadece 1937’de, yıl içerisindeki işsiz sayısı 8 milyonun altına düşmüştür.

Tablo 2.3 Büyük Buhran Döneminde ABD’de İşsizlik Oranları (%)

Yıl	1920	1928	1930	1932	1934
İşsizlik Oranı	5.20	4.20	8.70	23.60	21.70
Yıl	1936	1938	1940	1942	1944
İşsizlik Oranı	16.90	19.00	14.60	4.70	1.20

Kaynak: <https://www.infoplease.com/>

**Şekil 2.1** 1910-1960 Yılları Arasında ABD'deki İşsizlik Oranının Seyri

Kaynak: commons.wikimedia.org/wiki/File:US_Unemployment_from_1910-1960.svg
(Seçili Bölge Büyük Buhran (1929-39) yıllarını göstermektedir.)

İşsizlikte yaşanan daralmanın bir kısmı deflasyondan kaynaklanmıştır. Fiyatlar genel seviyesi 1930 ile 1932 yılları arasında net % 30 düşmüş, düşen fiyatlar nedeniyle birçok firma iflas etmiştir. ABD'de görülen genel fiyat deflasyonu diğer ülkelerde de

yaşanmıştır. Hemen hemen her sanayileşmiş ülkenin toptan satış fiyatlarında, 1929 ve 1933 arasında yüzde 30 veya daha fazla oranlarda düşüş yaşanmıştır.

Tablo 2.4 Enflasyon ve Deflasyon (Tüketici Fiyatlarıyla)

Yıl	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933
% Fiyat Değişimi	-1.7	-1.1	0	-2.9	-8.3	-10.4	-5.1

Kaynak: Işık ve Duman, 2012: 251.

Tablo 2.4’de büyük buhran döneminde tüketici fiyatlarında yaşanan yüzde değişim verilmiştir. Tabloya göre, fiyat düşüşleri en çok 1932 yılında yaşanmış, bu yılda tüketici fiyatları % 10,4 azalmıştır. 1929-1932 yılları arasında, ABD’de fiyatlar genel düzeyin yaklaşık %20 oranında gerilemiştir.

Krizin neden olduğu diğer bir ekonomik sorun ise dış ticarete meydana gelen daralmadır. Dış ticarete meydana gelen daralmanın temel nedeni ülkelerin, dünyada ki kaos ortamından etkilenmemek için gümrük oranlarını yükseltmeleridir. Bu konuda ilk adımı ABD atmış, ardından diğer gelişmiş Avrupa ülkeleri de gümrük oranlarını artırmıştır. Ancak, iç piyasayı koruma güdüsüyle uygulanan bu korumacı politika, iç piyasanın dış piyasaya açılmasını engelleyerek krizin daha fazla derinleşmesine neden olmuştur. Dünyanın hem en büyük ihracatçısı hem de İngiltere’nin ardından en büyük ithalatçı konumunda bulunan ABD’nin 1929-1939 yılları arasındaki dönemde hem ihracatı hem de ithalatı % 70 oranında gerilemiş, bu dönemde dünya ticareti % 63, fiyatları ise % 48 oranında azalmıştır (Ay ve Uçar, 2015: 14).

Amerikan halkı yaşanan buhrandan ve ekonomik sıkıntılardan dönemin Başkanı Hoover yönetimini ve tecrübesizliğini sorumlu tutmuştur. Krizi ciddiye almayan ve küçümseyen Başkan Herbert Hoover, yaşanan durumu “ulusal yaşamımızda geçen bir olay” olarak değerlendirmiş ve Amerikan vatandaşlarına 60 gün içinde krizin sona ereceğinden emin olmalarını istemiştir. Mevcut yönetim bu sürecin geçici olduğuna, ekonominin kendi haline bırakılması halinde düzeleceğine inanmaktadır. Ancak yönetim krize zamanında müdahale etmeyerek fiyatların hızla düşmesine ve ticaretin ciddi oranda daralmasına neden olmuştur. Büyük Buhran nedeniyle birçok kişi tarafından suçlanan

Hoover geniş çapta alay konusu olmuş: boş bir cebe “*Hoover bayrağı*”; ülke çapında yayılan eskimiş gecekondlu mahallelerine ise “*Hoovervilles*” denilmiştir.

Hoover yönetiminin ekonomiye müdahalede geç kalması ülkeyi 1932 yılının son aylarında seçime götürmüş, adını vermiş olduğu programla ekonomik sistemde köklü reformlar yapacağını vadeden Franklin D. Roosevelt seçilmiştir. Seçildiği 1933 yılı buhranın etkilerinin en derin hissedildiği yıllardan biri olmuş, ekonomide karlılık çökmüştür. İnsanların satın alma gücünün oldukça düşmesine bağlı olarak büyük bir talep eksikliği yaşanmıştır. Roosevelt böyle bir dönemde hem sosyal hem ekonomik anlamda bir reform niteliği taşıyan programıyla ve büyük yetkilerle seçilerek “*New Deal*”ı 1930 - 1937 yılları arasında uygulama fırsatı bulmuştur. Program dahilinde ABD tarihinde ilk kez, Amerikan ekonomisine devlet müdahale etmiştir.

Roosevelt, yönetiminin ilk 100 günü boyunca ülkeyi umutsuzluğun derinliklerinden kurtaracak olan “*New Deal*” programının temellerini atmıştır. “*New Deal*” ile toplumun bütün kesimlerinin ihtiyaçları göz önüne alınarak geniş bir çerçevede uygulamalara gidilmiş ve gerek işgücünün arttırılmasına, gerek bankacılık sisteminin düzenlenmesine yönelik, gerekse tarımsal ve endüstriyel reformlar yürürlüğe konulmuştur. Roosevelt ilk olarak bankacılık sektörüyle ilgili düzenlemeleri ele almıştır. O dönemde sektörde likidite yetersiz olduğundan, altın ve döviz kuru biziatihi başkanlık tarafından kontrol edilmiştir. Program dahilinde; Merkez Bankası kurulmuş, mevduatlar devlet garantisine alınmış ve bankacılık sisteminin düzenlenmesine yönelik 500 kadar yeni düzenleme yapılmıştır.

Reel sektörde ise karlılığın arttırılması amacıyla devlet kontrolü altında olması koşuluyla sanayicilerin ürünlerine yüksek fiyat uygulamalarına izin verilmiş, yine bu amaca uygun olarak üretim sınırlandırılmıştır. Talep sorununu çözmek için ise devlet yüksek sayılabilecek bir düzeyde minimum bir reel ücret seviyesi belirlemiştir. İşsizlik sorunu çözülmesine yönelik olarak çalışma saatleri azaltılmıştır.

Tarım sektöründe de bir takım yeni program uygulanmıştır. Devlet bir yandan tarımsal ürün fiyatlarını yüksek tutmak için üretim kotası koyarken, diğer taraftan ise üretilen her ürünü yüksek bir fiyatla almayı vadetmiş, bu durum çiftçilerin daha fazla üretim yapmak istemelerine neden olmuştur. Bu kapsamda Tarım Bakanlığı’na fiyat ve

üretim miktarlarını belirlemekten piyasa giriş çıkışlara kadar geniş yetkiler verilmiştir. Böylelikle gerek tarım sektöründe istihdamın artırılması, gerek tarım ürünlerindeki fiyat ve miktar dalgalanmaların ekonomiye zarar vermesinin önüne geçilmesi, gerekse de tarım sektöründeki canlanmanın endüstri sektöründe talep artışı oluşturması hedeflenmiştir (Ay ve Uçar, 2015: 14).

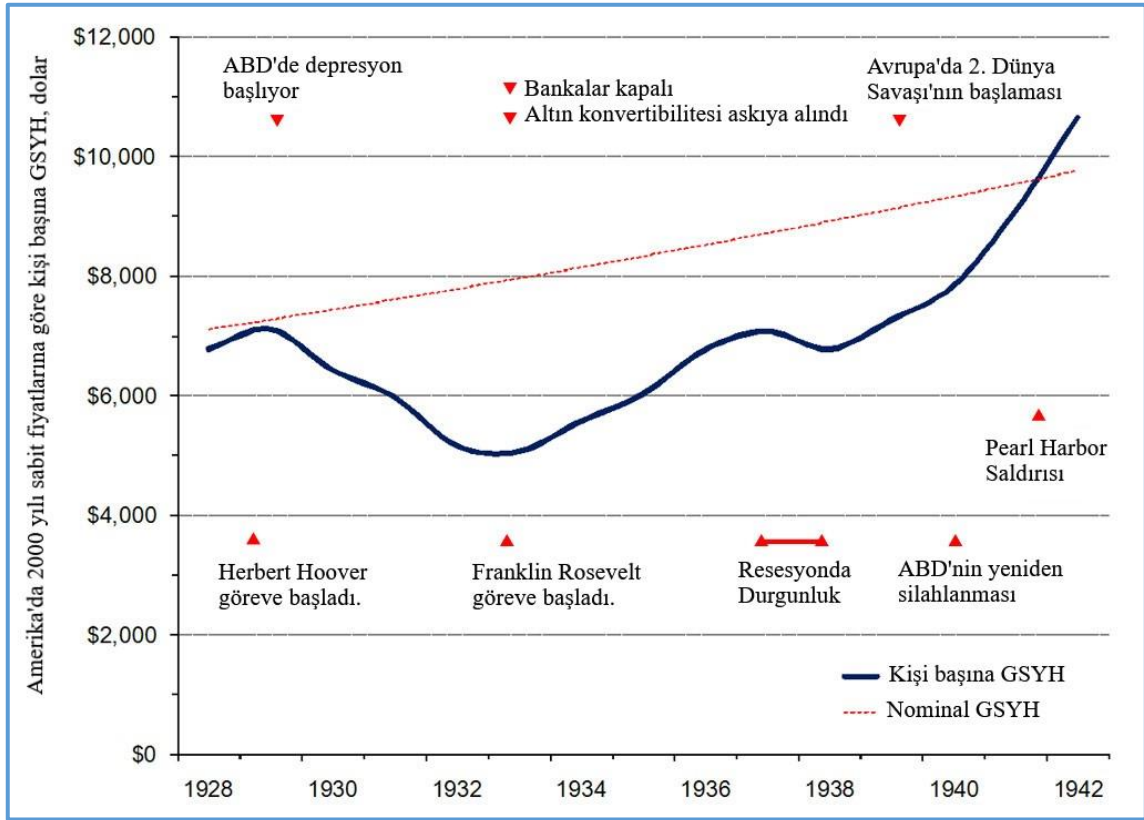
ABD'de Büyük Buhran'ın etkilerinden toparlanma süreci 1933 yılında başlamıştır. ABD on yıldan uzun bir süre 1929 GSMH'ne geri dönememiş, işsizlik oranı 1933'te % 25 ile en yüksek seviyesine ulaşmış ve 1940 yılına gelindiğinde işsizlik oranı hala % 15 civarında kalmıştır. Tablo 2.5'te Büyük Buhran sonrası dönemde, ABD'nin önemli makroekonomik değişkenlerindeki değişimler gösterilmektedir.

Tablo 2.5 ABD'nin Büyük Buhran ve Sonrasında Makroekonomik Verileri, 1930-1940

Yıl	Enflasyon Oranı (%)	İşsizlik Oranı (%)	GSYH'nin Yüzdesi Olarak Bütçe Açığı (%)	Reel GSYH'deki Değişim (%)
1930	-2,3	8,9	-0,8	-8,6
1931	-9,0	15,9	0,6	-6,4
1932	-9,9	23,6	4,0	-13,0
1933	-5,1	24,9	4,5	-1,4
1934	3,1	21,7	5,9	10,8
1935	2,2	20,1	4,0	9,0
1936	1,5	17,0	5,5	12,9
1937	3,6	14,3	2,5	5,3
1938	-2,1	19,0	0,1	-3,5
1939	-1,4	17,2	3,2	8,1
1940	0,7	14,6	3,0	8,5

Kaynak: <https://www.federalreserve.gov/data.htm>

Şekil 2.2'de önemli olaylarla birlikte Büyük Buhran sırasında kişi başına düşen reel GSYH'deki değişim gösterilmiştir. (Şekilde yer alan kırmızı çizgi, referans için tam istihdam seviyesinin bir tahminini göstermektedir)



Şekil 2.2 ABD'de Depresyonun Genel Seyri, 1928-1942

Kaynak: commons.wikimedia.org/wiki/File:GDP_depression.svg (2000 yılı sabit fiyatlarına göre kişi başına GSYH ve dönemin bazı önemli olayları)

ABD’de ortaya çıkan Büyük Buhran, dalga dalga diğer ülke ekonomilerine yayılarak dünya ölçeğinde yıkıcı etkiler doğurmuştur. Ancak krizden en çok sanayileşmiş ülkeler etkilenmiştir. İlk başta ABD ekonomisindeki düşüş diğer ülkelerin çoğunluğunu da aşağı çeken faktörken; o zaman her bir ülkenin iç zayıflıkları veya güçlü yanları koşulları daha da kötüleştirmiştir. 1930 yılında ABD’nin yürürlüğe koyduğu Smoot-Hawley Tarife Yasası’na diğer ülkelerin misilleme tarifeleri gibi korumacı politikalar koyma girişimleri, küresel ticaretteki çöküşü daha da hızlandırmıştır. 1933 yılına gelindiğinde, dünya ekonomi hacmindeki düşüş, dünya ticaretinin dört yıl önce seviyesinin sadece üçte birine inmesine neden olmuştur.

Tablo 2.6 Ekonomik Göstergelerdeki Değişim, 1929 – 1932

	Amerika Birleşik Devletleri	Birleşik Krallık	Fransa	Almanya
GSYH	-44%	-5%	-15%	-16%
Endüstriyel üretim	-46%	23%	-24%	-41%
Toptan satış fiyatları	-32%	33%	34%	-29%
Dış Ticaret	-70%	-60%	54%	-61%
İşsizlik	607%	129%	214%	232%

Kaynak: en.wikipedia.org/wiki/Great_Depression/

Tablo 2.6’da da görüleceği üzere, Buhran’dan ABD’den sonra en çok etkilenen ülke Almanya olmuştur. 1929-1932 yılları arasındaki dönemde Avrupa ülkeleri arasında Almanya, Fransa ve İngiltere’nin; GSYH, endüstriyel üretimleri ve dış ticaret oranlarında önemli azalışlar yaşanmıştır. Almanya’da 1929-1932 arasında; GSYH %16, endüstriyel üretim %41 ve dış ticaret ise yaklaşık %61 oranında düşmüştür. Aynı yıllarda Fransa’da GSYH %15, endüstriyel üretim %24 ve dış ticaret ise yaklaşık %54 gerilemiştir. İngiltere’de ise GSYH %5, endüstriyel üretim %23 ve dış ticaret ise yaklaşık %60 oranında azalmıştır. Genel olarak buhran etkileri incelendiğinde, buhranın etkisinin en yoğun hissedildiği 1929-1932 arasındaki dönemde GSYH’si ve imalat sanayi üretimi en fazla düşen ülke Almanya olurken, nominal ihracat oranı en çok azalan ülke ise İngiltere olmuştur.

Tablo 2.7’de dönemin başlıca sanayi ülkelerinde Büyük Buhran’la birlikte sanayi üretiminde yaşanan derin çöküş görülmektedir.

Tablo 2.7 Toplam Sanayi Üretim İndeksi (1929 = 100)

Ülke	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935
İngiltere	94	100	94	86	89	95	105	114
Kanada	94	100	91	78	68	69	82	90
Fransa	94	100	99	85	74	83	79	77

Almanya	100	100	86	72	59	68	83	96
İtalya	99	100	93	84	77	83	85	99
Hollanda	94	100	109	101	90	90	93	95
İsveç	88	100	102	97	89	93	111	125
ABD	90	100	83	69	55	63	69	79

Kaynak: OECD, Industrial Statistics, 2003.

Sanayi üretim endeksinde yıllar içerisinde meydana gelen değişim incelendiğinde, sanayi üretiminin bazı ülkelerde krizden hemen sonra, bazılarında ise belli bir süreden sonra düşüşe geçtiği görülmektedir. Kriz döneminde sanayi üretimindeki çöküşün en uzun sürdüğü ülkelerden biri ABD olmuştur. İngiltere, İsveç ve İtalya'nın 1935 yılına gelindiğinde krizin etkisinin tamamen ortadan kalktığı görülürken, Almanya ve Hollanda'nın toparlandığı, Fransa, ABD ve Kanada'nın ise henüz krizin etkisinden tam olarak çıkamadıkları görülmektedir.

Talep yetersizliği nedeniyle ABD'de ortaya çıkarak tüm dünyada etkisini hissettiren 1929 ekonomik krizi, büyük oranda işsizliğe ve fiyat düşüşlerine yol açmıştır. Bu olumsuzluklar, bütün ülkelerin ekonomileri üzerinde olumsuz yönde etki ettiği gibi Türkiye ekonomisini de olumsuz yönde etkilemiştir.

Büyük bunalım, Türkiye ekonomisinde özellikle ödemeler dengesi açıkları ve parasal kriz şeklinde kendini göstermiştir (Ateş, 2007: 3). Kriz yıllarında Türkiye'nin dış ticareti çoğunlukla tarım ürünleri ile hammadde ihracına ve sanayi maddelerinin ithalatına bağlı olduğundan, bu dönemde tarımsal ürün fiyatlarında yaşanan düşüşler, Türkiye'nin dış ticaret hacminin daralmasına neden olmuştur. Buna bağlı olarak şirketler, sanayiciler, üretimi arttırmak amacıyla kredi almış çiftçiler borçlarını ödeyememiş, sonuçta özellikle küçük imalat işletmelerinde iflaslar hızlı bir artış göstermiştir.

1929 Ekonomik Buhranı'na yönelik olarak Türkiye Cumhuriyeti'nce atılan adımlar kısaca şu şekildedir: Türk Lirası'nın değeri diğer ülke paralarına göre sabit tutularak ödemeler dengesi sağlanmıştır. 1933'te dış ödemelerde kliring ve takas sistemi uygulanmaya başlanmıştır. Türkiye Cumhuriyeti mümkün olduğu kadar bütün ülkelerle kliring ve takas anlaşması yapmaya çalışarak, ticaret ve ödeme anlaşması yapan ülkelerden ithalata öncelik tanınmış, ayrıca ihraç mallarının standardizasyonuna önem verilerek, ihracat bu yönden de teşvik edilmiştir. Dış dengenin sağlanması için alınan

tedbirler ithalatı miktar ve değer olarak azaltırken, ihracatta miktar olarak artış yaşanmış, fakat fiyatlardaki düşüş nedeniyle toplam ihracat değer olarak düşmüştür. Devlet bazı ürünlere taban fiyat uygulaması getirerek tarımsal ürün fiyatlarında ortaya çıkan düşüşleri dengelemeye çalışılmış, bu ürünlerin işlenmesi için sanayi tesisleri kurmaya yönelmiştir. Diğer taraftan, kamu harcamaları kısılarak denk bütçe politikası izlenmiştir (Tekeli ve İlkin, 2009: 217; Erhan, 2011: 75).

2.2. LATİN AMERİKA KRİZLERİ

Dünyanın çeşitli bölgelerinde farklı dönemlerde ekonomik krizler yaşanmış, ancak 20. asrın son çeyreğinde krizlerin gerek şiddetinde gerekse sayısında artış meydana gelmiştir. Yaşanan krizlerin sebepleri neler olduğu hakkında ekonomi gündemi sürekli meşgul olurken, krizlerin etkilediği ülkelerde ise ciddi makroekonomik sorunlar ile yüz yüze kalmıştır. Yüzyılın son çeyreğinde bölgesel ya da küresel düzeyde yaşanan krizlerin ise birçok ortak yönünün bulunduğu görülmektedir. Çalışmanın bu bölümünde Latin Amerika ülkelerinde meydana gelen ve ortaya çıkış süreciyle birçok ortak özellik barındıran 1982 Latin Amerika Dış Borç Krizi, 1994 Meksika Krizi, 1999 Brezilya Krizi ve 2001 - 2002 Arjantin Krizleri üzerinde çeşitli yönleriyle kısaca durulmuştur.

2.2.1. 1982 Latin Amerika Dış Borç Krizi

Latin Amerika ülkeleri darbeleriyle ve enflasyon rakamlarıyla ünlü ülkeler olup, bu ülkelerde darbeler, bütçe açıkları ve enflasyonun birbirlerini etkilediği görülmektedir. 1970'lerde yaşanan çifte petrol krizi Latin Amerika ülkelerinde 1980'lerin borç krizinin zeminini hazırlamıştır. Dolayısıyla bu krizin, ülkelerin kendi dinamiklerinden kaynaklanan krizlerden çok farklı boyutları bulunmaktadır (Bulutoğlu, 2002: 203).

Latin Amerika, Orta ve Güney Amerika'da benzer sosyoekonomik, politik ve kültürel özelliklere ve ortak iktisat tarihine sahip ülkelere oluşan kendine özgü büyük bir bölgedir. Tarih boyunca bu bölgede birden çok kriz cereyan etmiş, meydana gelen krizlerin bir kısmı yerel, fakat çoğunlukla bölgesel ve ya küresel çapta olmuştur. Bu bölgede yaşanan krizlerin ortak özelliği genellikle karmaşık ve bulaş(tır)ıcı olmasıdır (Kalaycı, 2015: 192).

1982 krizi bölge çapında cereyan etmiş, Latin Amerika'daki hemen hemen her ülkeyi etkilemesi nedeniyle “*La Década Perdida*” veya “*Kayıp On Yıl*” olarak tanımlanmıştır. Bölgede yaşanan kriz Meksika'nın 1982 yılında dış borç ödeme yükümlülüklerini yerine getiremediğini ilan etmesiyle başlamıştır. Bu, on yıl boyunca çoğu Latin Amerika ekonomisi gözden düşmüş ve kayıp bir on yılı içeren bir dönem yaşanmıştır (Murphy, 2020:4).

20. yüzyılın son çeyreğinde pek çok Latin Amerika ülkesinin (1982 – Şili, 1982 ve 1995 – Arjantin, 1994 – Venezuela, 1982 ve 1994-95 – Meksika) para ve bankacılık sisteminde yaşamış olduğu bu krizler, ödemeler sistemi ve bankacılık bağlantısı yüzünden bölge içerisinde domino etkisi yaratmıştır. Diğer taraftan, sermaye yetersizliği ve yönetim sorunlarına ek olarak makroekonomik yapıdaki zayıflıklar, bölgede kolayca para krizlerinin çıkmasına yol açmıştır (Griffin, 2010: 70).

Latin Amerika ülkelerinde görülen krizlerin en önemli nedenlerinden birisi de hiç şüphesiz mali sistem üzerinde etkin bir denetim mekanizmasının bulunmamasıdır. Bu dönemde Latin Amerika ülkelerinde; bankaların kredi portföyleri hakkında yeterli düzeyde bilgi verme zorunluluklarının bulunmaması, denetleme kurumlarınca bankaların denetlenmemesi/denetlenememesi, holding bankalarının topladıkları mevduatları holding bünyesinde yer alan şirketlere usulsüzce aktarmaları, şüpheli alacak karşılıklarının yeterli olmaması gibi nedenler yüzünden verimsiz kredi oranı yükselmiştir. Borç krizinin yaşanmasıyla birlikte 1982 yılında verimsiz kredilerin bankaların toplam portföyüne oranı % 20 seviyesine ulaşmıştır (Sancar, 2010).

1960'larda ve 1970'lerde birçok Latin Amerika ülkesi, özellikle Brezilya, Arjantin ve Meksika, sanayileşme ve özellikle altyapı programları için uluslararası alacaklılardan büyük miktarda borç almıştır. Bu ülkelerin o dönemde yükselen ekonomilere sahip olmaları, alacaklıları kredi vermekten geri koymamıştır.

1970'lerde Latin Amerika ülkeleri, petrol şoku, ABD'de yaşanan devalüasyon, dalgalı faiz oranlarında sağlanan borçların faiz oranlarının artması, moratoryum riskleri yüzünden ciddi bir borç krizi ile karşı karşıya kalmışlar, 1980'lerin başında Latin Amerika bölgesinin toplam dış borç stoku 100 milyar doları aşmıştır (Kalaycı, 2015: 200).

1979'da ABD ve Avrupa'da faiz oranları arttıkça borç ödeme miktarları da artmış, bu durum borç alan ülkelerin borçlarını geri ödemelerini zorlaştırmıştır. ABD doları karşısında yerel paranın değer kayıpları, Latin Amerika hükümetlerinin ulusal para birimlerinin devasa miktarları nedeniyle satın alma gücünü kaybetmeleri anlamına gelmektedir. Diğer taraftan 1981 yılında dünya ticaretinde yaşanan daralma, başlıca kaynakların (Latin Amerika'nın en büyük ihracatı olan malların) fiyatlarının düşmesine neden olmuştur.

1975 ile 1982 yılları arasında Latin Amerika'nın ticari bankalara olan borçları yıllık % 20,4 oranında artmıştır. Bu artan borçlanma, Latin Amerika'nın 1975'te 75 milyar dolar olan dış borcunu 1983'te 315 milyar doların üzerine ve bölgenin gayri safi yurtiçi hasılasının dört katına çıkmasına neden olmuştur. Borç servisi (faiz ödemeleri ve anapara geri ödemesi), küresel faiz oranları arttıkça (1975'te 12 milyar dolardan 1982'de 66 milyar dolara) daha da hızlı büyümüştür.

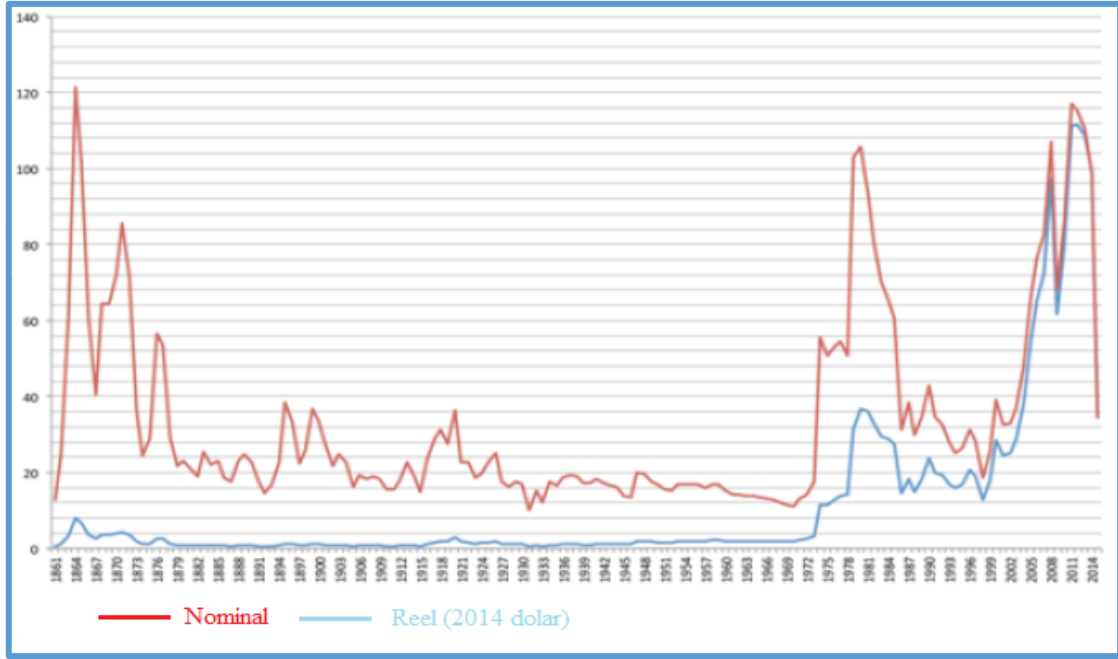
Latin Amerika ülkelerinde 1980'li yıllarda iktisadi performans oldukça yıkıcı gerçekleşmiş, bu olumsuz konjonktürde bölge ekonomisi uluslararası borç krizi, aşırı enflasyon ve yıldan yıla azalan kişi başına GSYH yüzünden giderek bozulmuştur (Kalaycı, 2015: 201).

Bölgede yaşanan krizin başlamasında üç temel etken söz konusudur:

- i. Dışsal etmenler (Ticari bankaların düşük ve değişken faiz oranlarında borç vererek borçlanan ülkeleri özendirme),
- ii. İçsel etmenler (Yerli bankaların yüksek oranlarda borç alması ve riskli projelere yatırım yapması, yerli paranın ABD dolarına sabitlenmesi ve buna bağlı olarak yüksek reel kurun cari açığı artırması),
- iii. Ani iktisadi çevre değişimi (Yüksek faiz oranına karşın düşük hammadde fiyatları) (Kalaycı, 2015: 202).

Bölge ülkeleri ilk önce Dünya Bankası gibi kamu yollarıyla ve daha sonra özel bankalar aracılığıyla borçlanarak elde ettiği sermayeyi altyapı programlarını ve diğer sanayileşme ihtiyaçlarını finanse etmek için kullanabilmek için, gelecekteki petrol

gelirleri karşılığında borçlanmıştır. Meksika, ABD doları cinsinden gelecekteki petrol üretimine karşı ödünç alan en büyük borçlulardan biri olmuştur. 70'lerin sonlarında faiz oranları arttıkça Latin Amerika ülkelerinin egemen borçlarına yapılan ödemeler artmış, dünya ticaretinin 1981'de daralması ve ham petrol fiyatlarındaki hızlı düşüş kriz sonuçlanmıştır (Murphy, 2020: 5).



Şekil 2.3 1861'den İtibaren Meksika Ham Petrol Fiyatları

Kaynak: Murphy, 2020: 5.

Bölgedeki tehlikeli dış borç birikimi birkaç yıl içinde gerçekleşirken, borç krizi ile birlikte uluslararası sermaye piyasaları Latin Amerika'nın kredileri geri ödeyemeyeceğini fark etmeye başlamıştır. Bu durum, Ağustos 1982'de Meksika Maliye Bakanı Jesús Silva-Herzog'un Meksika'nın artık borcunu ödeyemeyeceğini ilan etmesi ile gerçekleşmiştir. Meksika, ödemelerini tarihlerinde karşılayamayacağını belirterek tek taraflı olarak 90 günlük bir moratoryum açıklamış; ayrıca önceki yükümlülüklerini yerine getirmek için ödeme sürelerinin ve yeni kredilerin yeniden müzakere edilmesini talep etmiştir (Pastor, 1987: 9).

Meksika'nın temerrüde düşmesinin ardından, çoğu ticari banka Latin Amerika'ya indirimli ve ya yeni borç vermeyi önemli ölçüde azaltmış veya durdurmuştur. Latin

Amerika'nın kredilerinin çoğu kısa vadeli olduğu için, yeniden finanse edilmeleri reddedildiğinde kriz meydana gelmiştir. Daha önce yeniden finanse edilen milyarlarca dolarlık kredinin de ödeme zamanı gelmiştir.

Bankalar mali panikten kaçınmak için borçları bir şekilde yeniden yapılandırmak zorunda kalmış; bu durum genellikle çok katı koşullara sahip yeni kredilerin yanı sıra borçlu ülkelerin Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) müdahalesini kabul etmelerini zorunlu kılmıştır. Krizi yavaşlatmak ve sona erdirmek için çeşitli politikalar yürürlüğe koyulmuş, yeni stratejiler belirlenmiştir. İlk olarak IMF borçlu ülkelerdeki ödemeleri yeniden yapılandırmak ve hükümet harcamalarını azaltmak için harekete geçmiş, daha sonra ise Dünya Bankası açık pazarları teşvik etmiştir. Son olarak, ABD ve IMF, borçlarının tahsil edilmesi için çaba sarf etmişlerse de ülkelerin borçlarının büyük bir kısmını geri ödeyemeyeceğini kabul etmek zorunda kalmışlardır (Felix, 1990).

Latin Amerika ülkelerinde enflasyonla mücadele edebilmek ve bütçe açıklarını kapatabilmek gibi amaçlarla çeşitli finansal reformlar uygulamışlardır. Uygulanan bu finansal reformlar arasında (Edwards, 1995: 206):

- Faiz oranlarının serbest bırakılması,
- Kredi tahsis politikalarının terk edilmesi,
- Mevduatlara uygulanmakta olan munzam karşılık oranlarının düşürülerek bütün finansal kurumlar için uyumlu bir hale getirilmesi,
- Sermaye hareketlerinin serbest bırakılması,
- Yerli ve yabancı bankaların finansal piyasalara serbestçe girmesine engel olan yasaların kaldırılması,
- Denetim mekanizmasının aktif bir yapıya kavuşturulması,

gibi hedefler yer almaktadır. Enflasyonu düşürebilmek için döviz kurundaki değişimleri önceden belirten takvimler çıkarılmış, sermaye hareketlerinin önündeki engelleri kaldırabilmek için ulusal faiz oranlarının uluslararası oranlara yaklaştıracak politikalar yürütülerek, enflasyonun ve faiz oranlarının düşürülebileceği hesaplanmıştır.

1980'li yıllar boyunca Latin Amerika ülkelerinde kişi başına GSYH dünya ortalamasının %112'sinden %98'ine, gelişmiş ülkelerin ortalamalarının ise %34'ünden

%26'sına düşmüştür. Tablo 2.8'de de görüleceği üzere, Latin Amerika ülkelerinde kişi başına düşen gayri safi yurtiçi hasıla oranı 1982'de % 3,5, 1983'te %5, 1988'de %1,5, 1990'da ise %2,9 azalmıştır. Kişi başına GSYH, 1982-1990 yılları arasında ortalama olarak %10,7 azalmıştır. Latin Amerika ülkelerinde dış borcun GSYH'ye ve ihracata oranları 1970'lerden itibaren inişli çıkışlı bir seyir izlemiş, ancak 1980'lerden itibaren artış trendine girerek hızla artmıştır. 1986'da dış borcun GSYH'ye oranı %50'ye, ihracata oranı ise %400'e çıkmıştır. Diğer bir ifadeyle bölge ülkeleri GSYH'nin 1/2'si, ihracatında 4 katı oranında borçlanmışlardır (Kalaycı, 2015: 202).

Tablo 2.8 Latin Amerika Ülkelerinde Kişi Başına Düşen GSYH'deki Değişim (1982-1990)

Yıllar Ülkeler	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1982-1990 Ort.
Arjantin	-7.2	1.1	0.9	-5.9	4.4	0.5	-4.4	-6.7	-2.5	-19.8
Brezilya	-1.6	-5.6	2.8	6.1	5.2	1.5	2.4	0.9	-7	-0.1
Şili	-14.5	-2.2	4.3	0.7	3.6	3.7	5.3	6.7	0.3	7.9
Kolombiya	-1.1	-0.2	1.7	1.7	4.9	3.7	5.3	6.7	0.3	7.9
Peru	-2.3	-14.1	2.1	-0.3	6.2	4.6	-10.9	-12.4	-5.9	-32.1
Venezüella	-4	-8.1	-4.2	-1	3.1	-5	2.1	-10.8	1.3	-22.1
Latin Amerika	-3.5	-5	1.2	1.3	1.3	0.7	-1.5	-1	-2.9	-10.7

Kaynak: Ramirez, 1993: 1017.

1980'lerdeki Latin Amerika borç krizinin nedenleri özetle aşağıdaki gibidir:

- Brezilya, Arjantin ve Meksika gibi ülkeler, 1970'lerde sanayileşmeyi finanse edebilmek için büyük miktarlarda borçlanmışlardır. 1983 yılına gelindiğinde bölge ülkelerinin, başka ülkelere toplam 315 milyar dolar (yani GSYH'nin % 50'si) borcu bulunmaktadır.

- Latin Amerika ekonomilerinin çoğu net petrol ithalatçısı olduğundan, 1970'lerin ortalarında petrol fiyatlarının % 300'ün üzerinde artmasıyla birlikte daha yüksek ithalat maliyetleri ile karşı karşıya kalınmıştır. Diğer taraftan, dünya ekonomisinin yavaşlaması da bölge ekonomilerini olumsuz yönde etkilemiştir.

- Bu durum Latin Amerika ülkelerinde büyümenin yavaşlamasına neden olmuş, borçların geri ödemesinde ülke ekonomilerini ciddi bir mücadelenin içine sürüklemiştir.
- İzlenen yanlış politikalar para birimlerinin değerinin düşmesine, dolayısıyla borçların katlanarak geri ödemelerinde sıkıntılar yaşanmasına neden olmuştur.
- Diğer bir etken 1980'lerin başında Batı ekonomilerinde faiz oranları artmasıdır. Bütün bu faktörlerin birleşimi ile milli gelirler, faiz geri ödemelerini karşılamak için bile yetmeyecek seviyelere inmiştir.
- Krizin diğer bir olumsuz etkisi siyasi boyutta yaşanmış, Arjantin gibi otoriter rejimlerin çöküşünü tetiklemiştir.

2.2.2. 1994 Meksika (Tekila) Krizi

1980'li yıllar ağır makroekonomik sorunlarla geçildikten sonra, 1990'lı yıllar ile beraber sermayenin tersine akışını bastırmaya yönelik politikalar uygulanmış, bu politikaların etkisiyle ülke yeni parasal fırtınalara sahne olmuştur. Aslında Meksika ekonomisi 1970'li yıllardan itibaren zor bir dönem geçirmiş, bir krizin etkileri atlatılamadan 1976, 1982 ve 1994 yıllarında ardı ardına üç büyük ekonomik kriz yaşamıştır. Meksika'da bu kriz ortamından kurtulabilmek için, 1980'li yılların ortalarından itibaren öncelikle kamu maliyesini ıslah programıyla işe başlanmış, peşinden özelleştirme ve büyük çaplı finansal reformlar gerçekleştirilmiştir. 1987 yılının Aralık ayında Carlos Salinas başkanlığındaki hükümet %159 seviyelerindeki enflasyon oranını düşürebilmek için, döviz kuru tabanlı bir istikrar programı başlatmış (Blaine, 1998: 33), döviz kurunu baskılamak amacıyla da crawling peg (sürünen sabit kur) yöntemi uygulanmıştır.

Ayrıca, dış borçlar yeniden yapılandırılmış, 17 Aralık 1992'de Kuzey Amerika Serbest Ticaret Antlaşmasını (NAFTA) imzalayan Meksika'da dış ticaretin serbestleştirilme yönünde önemli bir mesafe kat edilmiştir. Program dahilinde, hızla gerekli reformlar gerçekleştirilmiş, özelleştirme politikaları kapsamında ulusal telefon şirketi TELMEX ve büyük kamu bankaları da dahil olmak üzere binlerce kuruluş özelleştirilmiş, finansal piyasaların liberalleşmesi yönünde önemli adımlar atılmıştır. 1990'lı yılından itibaren 1982 yılında kamulaştırılan 18 kamu bankası iki sene gibi kısa bir süre içerisinde, süratle özelleştirilmiştir. Bunlara ilaveten diğer Latin Amerika

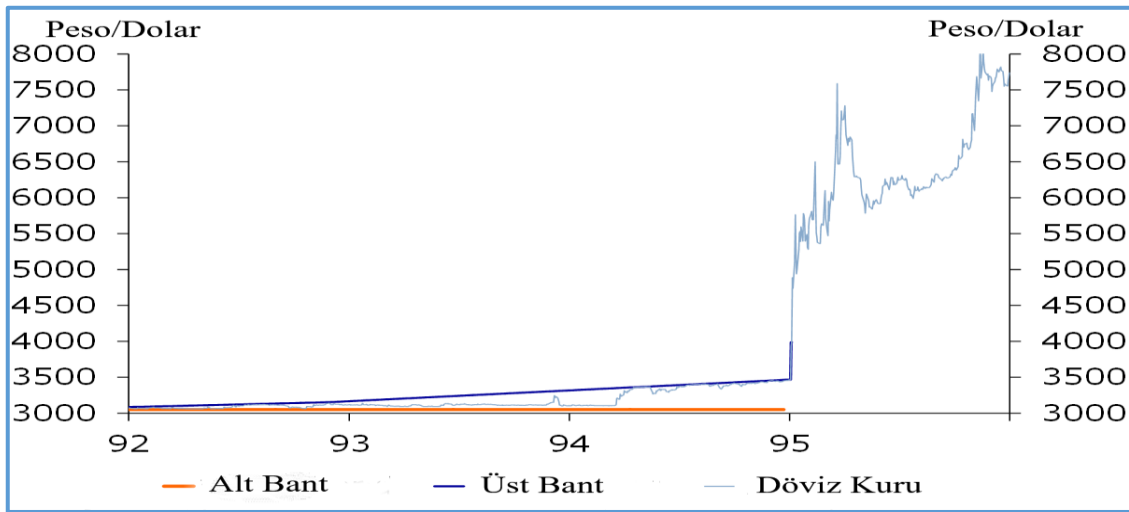
lkelerindeki gibi Meksika’da da faiz oranları serbest bırakılmış, kredi sınırlamaları ile bankaların kasalarında likit tutma zorunlulukları kaldırılmıştır (Martinez, 1998: 6-9).

Meksika pezosunun 1990’ların ilk yıllarından itibaren değer kazanmasına bağlı olarak ihracat zayıflamıştır. Bu dönemde ülkeye yüklü miktarda yabancı sermaye akışı varken fiyatlar istikrarlıdır, ancak piyasa güçlerini serbest bırakan reformlar yapıldıktan sonra büyüme birden bire durmuştur.

1994’n ilk günlerinde Meksika birkaç talihsiz olaya sahne olmuştur. Öncelikle fakir bir bölge olan Chiapas’ta köylüler ayaklanmıştır. İkinci olay ise devlet başkanlığı seçimlerinde Başkan Salinas’ın karışısına aday gösterilen, hem reformcu hem de halkın desteklediği bir politikacı olan Donaldo Colosio ldrlmştr. Başkan Salinas’ın kardeşi öldürme komplosuna dahil olduğu iddiasıyla tutuklanmış, Colosio’nun yerine aday gösterilen Zedillo seçimi kazanmıştır (Bulutoğlu, 2002: 217).

1994 sonuna doğru ise Meksika’nın döviz rezervlerinin erimeye devam etmesi, alacaklı bankaları endişelendirmiştir. Mevcut koşullarda hükümetin piyasaya müdahale etmek için iki alternatifı mevcut olup, ya faiz oranlarını yükseltecek ya da devalüasyon yapacaktır ve hükümet 20 Aralık 1994’te devalüasyonu yapmayı tercih etmiştir. Ancak devalüasyon oranını sınırlı (%15’de) tutmuş, ki bu oran mevcut koşullarda oldukça düşük bir orandır. Devalüasyon oranın düşük tutulması, “devamı gelecek” endişesiyle pezodan kaçışı hızlandırmıştır.

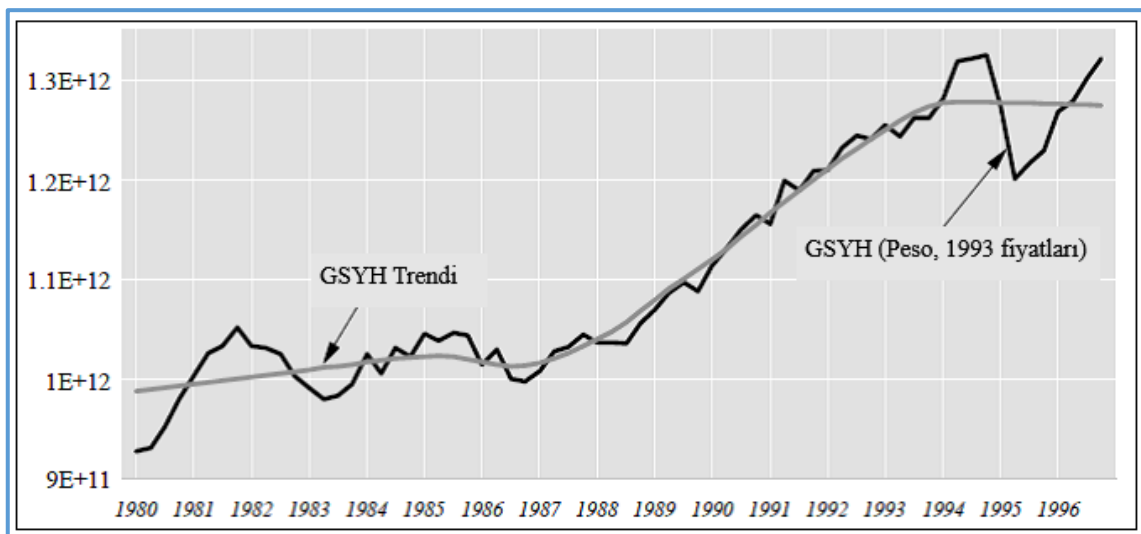
Devalüasyon başarısız olmuş, ülkeden yabancı sermaye ıkışları hız kazanmıştır. Devalüasyondan sonraki iki gün içinde, döviz rezervlerinin yarısı olan 4.6 milyar dolar ülkeden çıkmıştır. 22 Aralık 1994’te, döviz piyasasına müdahale kaldırılarak, Pezonun serbest dalgalanmasına izin verilmiş, Pezonun devalüasyonu Aralık ayı sonunda % 35’e ulaşmıştır.



Şekil 2.4 Kriz Döneminde Meksika’da Döviz Kuru Hareketleri

Kaynak: Molen, 2013.

Pezonun istikrarına olan güven sarsıldığı için, hükümet uzun vadeli borçlanamamış, kısa vadeli bonolar ise ancak %75 gibi yüksek faizlerle satılabiliştir. Pezonun değeri düştükçe borçların yerli para cinsinden tutarı artmış, bu da paniği körüklemiştir. Bütün bu olumsuz gelişmeler neticesinde Aralık 1994’te finansal kriz başlamış, 1995’de ise derinleşmiştir. Yüksek faizler özel sektörü de finans bunalımına sokmuş, kriz ile birlikte binlerce işyeri kapanmış ve yüzbinlerce kişi işsiz kalmıştır.



Şekil 2.5 1980-1996 Döneminde Meksika’nın GSYH Değişimi

Kaynak: Beziz ve Petit, 1997.

Şekil 2.5'de yer alan grafik incelendiğinde, 1994 sonbaharında Meksika'da başlayan şiddetli durgunluk dikkat çekmektedir. Yaşanan durgunluk, 20 Aralık'ta ulusal para birimi pezonun % 15 oranında devalüe edilmesinin ardından daha da derinleşmiştir. Aralık ayı sonunda pezo tekrar % 30 oranında devalüe edilmiş, hisse senedi fiyatları düşmüş ve faizler keskin bir şekilde artmıştır. Krizin bir sonucu olarak yurtiçi talep daralmış, GSYH %57 oranında düşerken, 12 aylık enflasyon oranı Aralık 1995'te % 52'ye, kısa vadeli faiz oranları ise 1 Nisan 1995'te % 71,5 seviyesine ulaşmıştır.

Tüm bu gelişmelerin ardından hükümet, 26 Ocak 1995'te IMF ile birlikte 7.8 milyar dolarlık bir kurtarma paketi açıklamıştır. 31 Ocak 1995'te ABD, daha önceki kurtarma paketini revize ederek Meksika için 50 milyar dolarlık yeni bir kurtarma paketi sunmuştur. Bu pakete göre; ABD'den 20 milyar dolar, IMF'den 18 milyar dolar (26 Ocak'ta daha önce açıklanan 7.8 milyar dolar dahil), sanayileşmiş ülkeler BIS kanalıyla 10 milyar dolar ve özel ticari bankalardan ise 3 milyar dolar (Musacchio, 2012) olmak üzere yardım yapılması benimsenmiştir. Kurtarma paketinin uygulamaya konulmasıyla, Meksika tesobonosu⁸ temerrüde düşmekten kurtulmuştur. Mart 1995'in başında Meksika hükümeti, yatırımcıların güveninin yeniden kazanabilmek için katı bir kemer sıkma paketi açıklamıştır.

Meksika'da yaşanan kriz bölgede güvensizliğe neden olmuş ve bulaşma sürecine “Tekila Etkisi” adı verilen kriz birçok Latin Amerika ülkesine sirayet etmiştir. Krizi önemli kılan unsur, “*bölgesel bulaşma*”nın ilk örneği olmasıdır. Dolayısıyla iktisat literatürüne de Tekila Krizi olarak girmiştir. Bölgesel bulaşma, bir ülkede ortaya çıkan bir krizin bölgedeki diğer ülkelere yönelik sermaye girişlerini ve finansman maliyetlerini olumsuz yönde etkileyerek bölge ülkelerinde de krize neden olmasıdır. Bu bağlamda, Meksika'da yaşanan krizden en az etkilenen bölge ülkeleri Malezya ve Tayland olurken, en çok etkilenen ülke ise Arjantin olmuştur (Eren, 2010: 43).

1994 Meksika krizinin temel nedenlerine bakıldığında aşırı değerlenen kur, yüksek cari ödemeler açığı, özel tasarruflardaki düşüş ve siyasi istikrarsızlıklar gibi makroekonomik sorunlar nedeniyle, ülkeye gelen çok kısa süreli sıcak paranın ülkeden

⁸ Tesobono: Meksika tarafından çıkarılan ve özellikle ABD'li yatırımcılar olmak üzere uluslararası yatırımcılara satılan hazine bonolarıdır.

hızlı bir şekilde çıkmasının olduğu belirtilebilmektedir. Kriz öncesi 1990 ile 1993 arasındaki dönemde ülkeye 72.5 milyar dolarlık özel yabancı sermaye girişi olmuştur. Ancak, 1994 yılının sonuna doğru oluşan panik havası ile birlikte ülkenin döviz rezervleri hızlı bir şekilde eriyerek 25 milyar 110 milyon dolardan 6 milyar 278 milyon dolara gerilemiştir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 116). Döviz rezervlerinde yaşanan erimeyi durdurabilmek için yapılan yüksek oranlı devalüasyon ise finansal krizin zeminini hazırlamıştır (Dorukkaya ve Yılmaz, 1999: 1127). Kriz nedeniyle Meksika'ya yönelik portföy yatırımları azalmış, 1995 yılında ise Meksika'dan yaklaşık 3,4 milyar dolarlık bir portföy yatırımı çıkmıştır (Akdiş, 2002: 78).

Mishkin, 1994 krizinin en önemli nedeni olarak geri dönmeyen kredilerin banka bilançolarında bozulmaya yol açması olarak görmektedir. Bu duruma sebep olan temel etkenin altında ise finansal deregülasyon düzenlemelerinin yattığını belirtmektedir. Mishkin, finansal deregülasyon düzenlemelerinin tüm dünyada olduğu gibi Meksika'da da kredi hacminde hızlı bir büyümeye yol açtığını (Mishkin, 1998: 158), finansal liberalizasyon sonucu meydana gelen büyük boyuttaki sermaye girişlerinin de, Meksika'da finansal krizi hazırlayan ana nedenlerden biri olduğunu öne sürmektedir (Demirci, 2005: 125).

Mishkin ayrıca, ABD'nin Şubat 1994'den itibaren faiz oranlarını yükseltmesinin Meksika krizini tetikleyen diğer bir faktör olduğunu belirtmektedir. Bu durum Meksika'da da faizlerin artması yönünde baskı yaratmış, bu durum asimetrik enformasyon sorununa neden olarak krizi derinleştirmiştir (Mishkin, 1998: 159).

Mishkin dışında Meksika krizini açıklamaya yönelik çeşitli yaklaşımlar bulunmaktadır. Bunlar (Parasız: 2002: 310):

i. **Birinci Yaklaşım:** Bu yaklaşıma göre, 1994'te kamu borcunun ulaşmış olduğu devasa boyut nedeniyle finansal paniğin oluşmasının bir sonucu olarak ekonomide devalüasyon beklentisi oluşmaktadır. Aşırı iç kredi genişlemesi sebebiyle de ülkenin döviz rezervlerinin yavaş yavaş erimesi, sonuçta bir stok uyumu sebebiyle kalan rezervlerin spekülasyon bir saldırıyla karşı karşıya kalmasına yol açmaktadır.

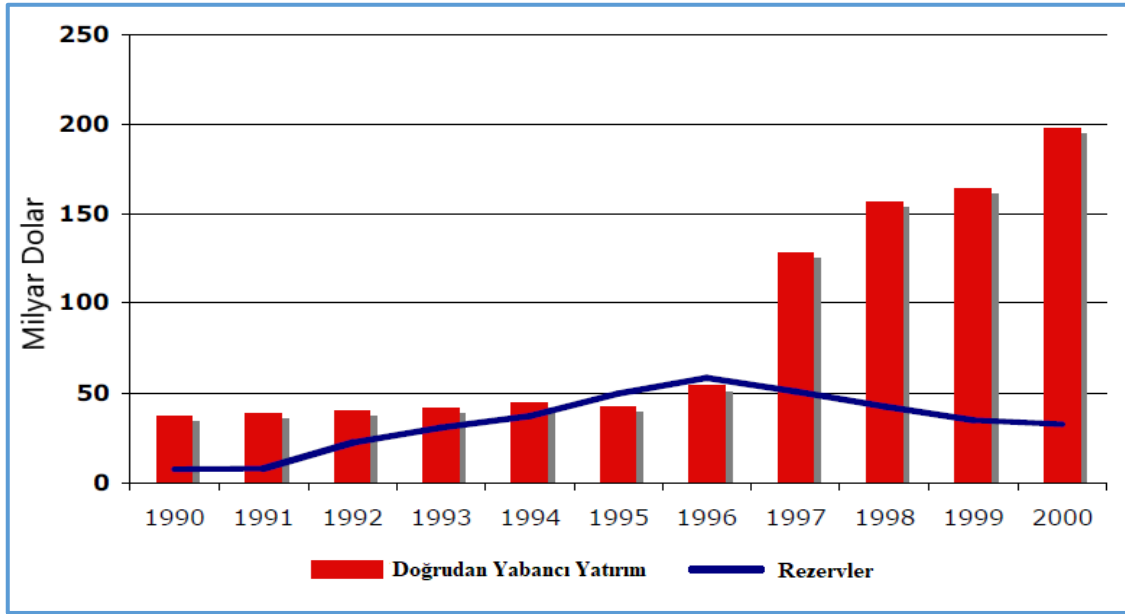
ii. **İkinci Yaklaşım:** Bu yaklaşım, aslında Meksika’da büyük oranda bir kriz beklentisinin hakim olmadığı yönündedir. Devalüasyon ve ardından gelen panik ise birbiri ile ilişkili değil birbirinden ayrı iki olaydır. Buna görüşe göre, kriz olmadan önce yüksek maliyetlerle borçlanabilecekken bu maliyete alternatif olarak devalüasyon tercih edilmiştir. Devalüasyonla birlikte özellikle yabancı yatırımcılar enflasyon beklentilerini revize ederek, satın aldıkları devlet tahvillerini satarak fonlarını ülke dışına çıkarmaya başlamışlardır. Bu duruma ise ülkenin yeni borçları ödeme gücünde olmadığı kanaati belirleyici olmuştur.

2.2.3. 1999 Brezilya Krizi

1990’lı yıllarda Brezilya’da, çoğu Latin Amerika ülkesinde olduğu gibi yıllık % 100 ile % 3.000 arasında değişen kronikleşmiş bir yüksek enflasyon sorunu ile mücadele etmektedir. Hammadde fiyatlarının hızla arttığı, kalkınmanın bütün dünyada canlı olduğu 1964-1974 döneminde, Brezilya ekonomisi yılda %9 bir büyüme ortalaması yakalamıştır. Ancak petrol krizinden sonraki yıllarda, Brezilya ekonomisi bir türlü toparlanamamış, bir krizden öteki krize sürüklenmiştir. Brezilya Merkez Bankası 1990’lı yıllarda enflasyonu ve kamu harcamalarını azaltmak için büyük çaba sarf etmiş ise de, 1994 yılında ekonomi tekrar bir hiperenflasyon sürecine girmiştir.

Maliye Bakanı Cardoso krizden çıkabilmek için “*Real*” adını verdiği yeni bir para birimi çıkararak crawling peg (sürünen sabit kur) yöntemi uygulamaya başlamıştır. Yeni para birimi % 30’u aşan faiz oranlarıyla birlikte, enflasyonu on yıllardır ilk kez dengelemiştir. Yüksek faiz oranları, para tutmaya yönelik teşviki azaltarak enflasyonist baskıları azaltmıştır. Cardoso, yeni para birimi ile fiyatlara istikrar kazandırınca, halkında büyük desteğini alarak 1995’te Brezilya Başkanı seçilmiştir.

Yüksek faiz oranlarından etkilenen yabancı yatırımcılar Brezilya ekonomisine eşî benzeri görülmemiş oranlarda para akıtmışlar, 1997’de doğrudan yabancı yatırım miktarı bir önceki yıla göre % 140 oranında artmıştır. Şekil 2.6’da, 1990’lı yıllarda doğrudan yabancı yatırım ve uluslararası rezervlerdeki hızlı artışı göstermektedir.



Şekil 2.6 Brezilya'da 1990-2000 arası Rezervler ve Doğrudan Yabancı Yatırım Miktarları

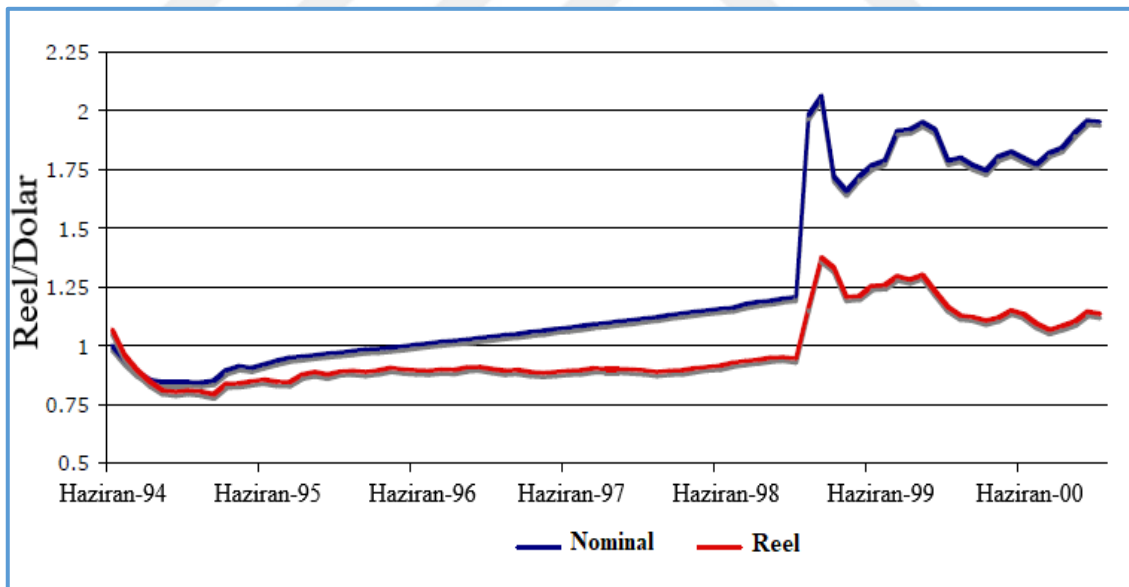
Kaynak: Evangelist ve Sathe, 2006.

Asya Krizinin 1998'de Rusya'ya sıçramasının ardından, Brezilya'da da kriz emareleri görülmeye başlanmıştır. İşsizlik, 1998'de on yıl önceki en düşük seviye olan % 6'dan % 14'e yükselmiştir. 1999 yılına gelindiğinde Brezilya'nın yabancı alacaklılara 244 milyar dolar, GSYH'sinin % 46'sı kadar borcu bulunmaktadır. Vergileri artırma ve hükümet harcamalarını kontrol etme çabalarına rağmen, Brezilya'nın yıllık bütçe açıkları 1990'larda % 6-7 seviyesinde seyretmektedir. Bunlara ek olarak ülkede 1995'ten başlayarak tutarlı bir cari işlemler açığı yaşamaya başlamıştır. 1998 yılına kadar cari açık eşi görülmemiş bir hızla, GSYH'nin % 4,2'sine yükselmiştir (Evangelist ve Sathe, 2006).

Başkan Cardoso enflasyon ile mücadele edebilmek için vergileri artırmak, harcamaları kısmak gibi daraltıcı politikalar uygulamıştır. Bu olumsuz koşullara ilave olarak 7 Ocak 1998 günü Gerais eyaletinin merkezi hükümete olan borçlarını ödemeyeceğini ilan etmesi, Brezilya parası Real'in krize girme sürecini başlatmıştır. Bu açıklamanın ardından ülkeye yüksek faiz için gelmiş olan sıcak para ülkeden hızla kaçmaya başlamış, Brezilya döviz stokları günde 1 milyar dolar azalmıştır.

1998 öncesinde iki yıl boyunca merkez bankasının döviz rezervlerini, büyük ölçüde paranın değer kaybetmesini önlemek için kullanması, 1996-1998 arasında Brezilya'nın rezervlerinin 24 milyar dolar, yaklaşık % 40 azalmasına neden olmuş, bu durum yabancı yatırımcıları Brezilya merkez bankasının Real'i devalüe edeceği beklentisi içerisine sokmuştur.

IMF, Brezilya'nın para birimini savunmasına yardımcı olmak için 1998'de 41.5 milyar dolarlık kredi sağlarken, 13 Ocak'ta Brezilya merkez bankası Real'in değerini % 8 gibi çok düşük bir oranda devalüe etmiştir. Ancak, Real'e karşı spekülasyonlar devam etmesi nedeniyle 15 Ocak günü merkez bankası Real'i serbest dalgalanmaya bırakmış ve Real dolara karşı %10 değer yitirmiştir. Real'in serbest dalgalanmaya bırakılmasıyla faizlerin düşeceği ve ekonominin canlanacağı yönündeki piyasada oluşan olumlu hava ile birlikte, hisse senetleri %30 değer kazanmış, ancak 18 Ocak günü hükümetin faizleri düşürmeyeceğini açıklaması Real'in değerindeki düşüşü hızlandırmıştır. Ayın sonunda, Real ABD doları karşısında % 66 değer kaybetmiştir.



Şekil 2.7 Kriz Öncesi ve Sonrası Dönemde Brezilya'da Döviz Kurlarının Seyri

Kaynak: Evangelist ve Sathe, 2006.

Brezilya'nın hızla genişleyen cari işlemler açığı, kronik hükümet harcamaları ve Rus mali krizi göz önüne alındığında, krizin ön koşullarının mevcut olduğu

görülmektedir. Diğer taraftan Brezilya krizinde de spekülasyonun etkileri yadsınamamaktadır. Veriler, kriz döneminde Brezilya'nın rezervlerinde ciddi bir düşüş yaşandığını göstermektedir. Yabancı sermaye akımlarında da 1998 ve 1999 yıllarında belirgin bir azalma yaşanmış, özellikle portföy yatırımlarının kriz yılında 18 milyar dolar civarında bir azalma göstermesi ülkenin kırılganlığını artırmıştır (Akdiş. 2004: 10).

Tablo 2.9'da, reel GSYH'nin nispeten 1999'da devalüasyona yol açacak şekilde değişmediğini, ancak 2000'de büyük bir verimlilik artışı olmadığı ve işsizlikte bir düşüş olduğu görülmektedir.

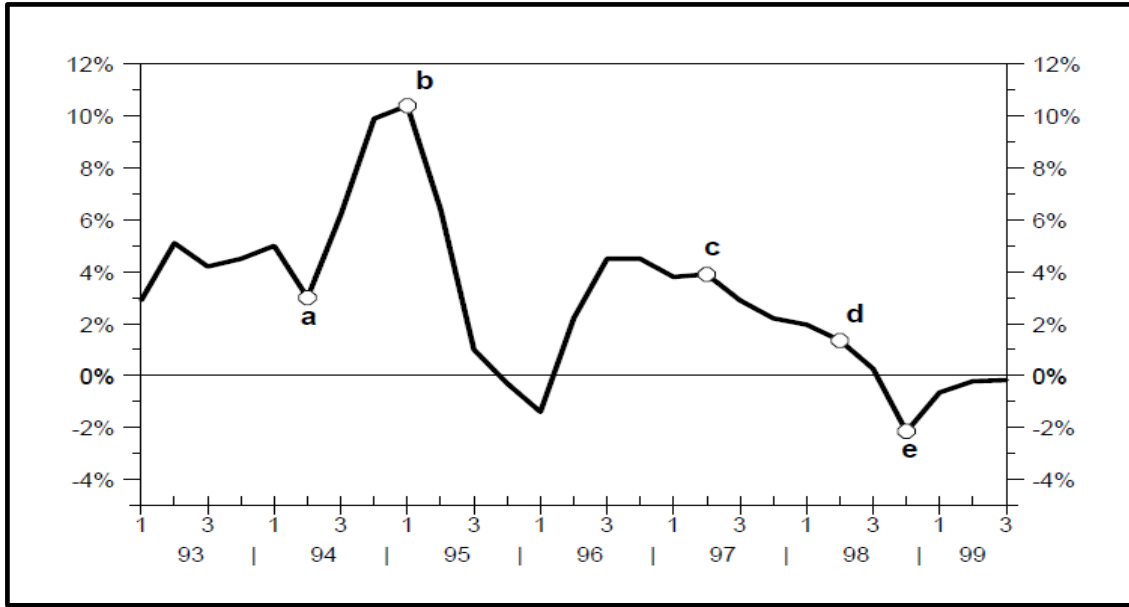
Tablo 2.9 Brezilya'da Yapılan Devalüasyonun Etkileri (1996-2001)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Reel GSYH (milyar Real)	664	686	687	692	722	731	745
% değişim	% 2.70	% 3.30	% 0.10	% 0.80	% 4.30	% 1.30	% 1.90
İşsizlik Oranı	10.6	14.2	14.1	13.3	11.3	11.7	12.3
Faiz Oranı	27.5	25	29.5	26.3	17.6	17.5	19.1

Kaynak: Evangelist ve Sathe, 2006.

Şekil 2.8'de ise Brezilya'yı krize götüren süreç özetlenmektedir. Cardoso'nun başkan seçilmesiyle uygulanan fiyat istikrarı politikası büyümeyi hızlandırmıştır. Ancak, bir yandan ödemeler dengesinin hızla kötüleşmesi, diğer taraftan Aralık 1994'teki Meksika krizini takiben "Tekila etkisi'nin Brezilya'yı da vurması, merkezi hükümeti toplam talebi hızlı bir şekilde azaltmaya yönelik politikalar izleyemeye mecbur kılmıştır.

Parasal ve mali koşullardaki iyileşmeye bağlı olarak, 1996 yılının ikinci çeyreğinde büyüme yeniden toparlanmaya başlasa da, Doğu Asya krizinin etkisiyle parasal politika tekrar sıkılaştırılmış ve büyüme bir kez daha düşmüştür. Bu düşüş, 1998'de Rus devalüasyonu ve temerrüdün etkilerinin bir sonucu olarak hızlanmış; son olarak, yeni seçilen Minas Gerais eyalet valisinin (eski Cumhurbaşkanı Itamar Franco), merkezi hükümete olan devlet borçları hakkındaki temerrüt beyanı sonrasındaki siyasi kriz, Brezilya'yı Ocak 1999 mali krizine sürüklemiştir.



Şekil 2.8 Brezilya’da 3 Aylık GSYH Değişimi, 1993-1999 (Bir Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre % Değişim)

Kaynak: Palma, 2012: 5. ([a] = “Real Planı”nın başlangıcı; [b] = Meksika krizi; [c] = Doğu Asya krizi; [d] = Rus krizi; [e] = Minas Gerais Eyaleti’nin temerrüdü ve Ocak 1999 krizi)

2.2.4. 2001 -2002 ARJANTİN KRİZİ

1990’lı yılların büyük bir bölümünde Arjantin, Latin Amerika’daki diğer ülkelere nazaran büyüme açısından daha iyi performans göstermiştir. Bununla birlikte, 1990’ların sonlarında, Arjantin’in para birimini ABD Doları’na sabitlemesi, konjonktürel maliye politikaları ve aşırı dış borçlanma, ülkenin bir dizi ekonomik şokla başa çıkamamasına neden olmuş, sonuçta ciddi bir para, kamu borcu ve bankacılık krizinin patlak vermesi ile sonuçlanmıştır.

Arjantin’de, 1980’li yıllardan itibaren hiperenflasyona dönüşen yüksek enflasyonu düşürmek için 1985 – 1991 döneminde arka arkaya 6 istikrar programı; 1985 Haziranında Austral, 1987 Ekiminde Austral II, 1988 Ağustosunda Primevera, 1989 Temmuzunda BB Programı ve 1991 Nisanında Para Kurulu sistemi yürürlüğe konmuştur (Parasız, 2002: 316).

Arjantin’de, 2001 yılı sonuna kadar uygulanan ve 2001 krizinin zeminini oluşturan iktisat politikaları, Başkan Cavallo tarafından Mart 1991’de uygulanmaya konulan Konvertibilite Programı ile hazırlanmıştır. Hiperenflasyona dönüşen yüksek enflasyonu düşürmek amacıyla uygulamaya konulan başarısız programlardan sonra (1987’de %131 olan enflasyon, 1988’de %343, 1989’da %3000, 1990’da %2314 düzeyine yükselmiştir.) sonra Nisan 1991’de Para Kurulu sistemine geçilmiştir. Para Kurulu sisteminin 4 önemli köşe taşı bulunmaktadır (Parasız, 2002: 317):

i. *Konvertibilite*: Bir bant içinde tutulan Austral yaklaşık %15 oranında devalüe edilerek 1 ABD doları 10000 Austral olarak belirlenmiş, ardından 1 pezo 10000 Austral’e eşit olan yeni bir para birimi çıkarılmıştır. Böylece, 1 dolar = 1 pezo olmuştur. Bu uygulama ile 1994 yılsonu itibariyle enflasyon oranı % 5’e kadar düşürülebilmektedir. Kurula tabanın %100’ü kadar rezerv tutma zorunluluğu getirilmiştir. Ayrıca her türlü kamu kredisi ve garantisi yasaklanmıştır. Rezervlerin %20’sinin kamu menkul kıymeti olarak tutulma olanağı getirilmiş, sınır 1994’te %33’e yükseltilmiştir.

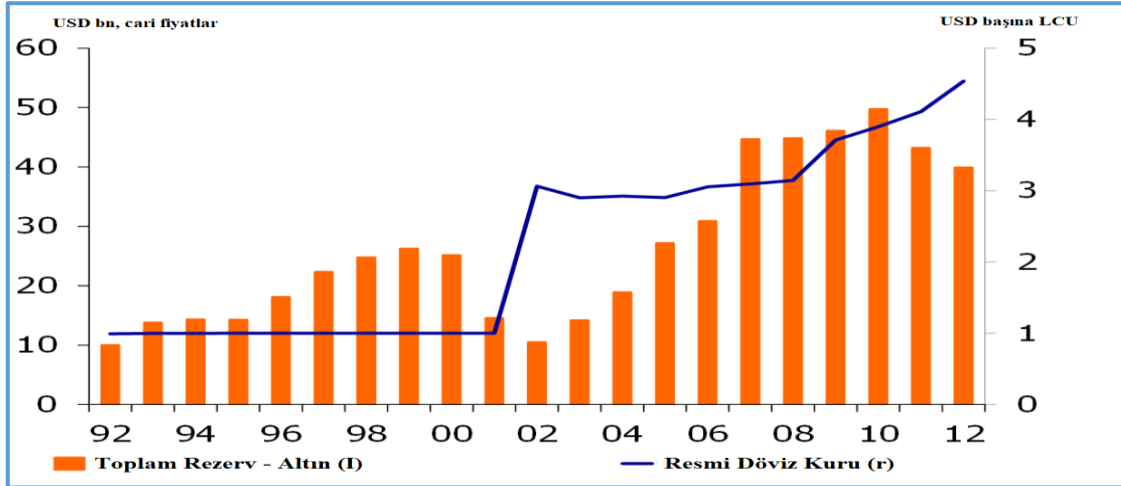
ii. *Dış Ticaretin Liberalize Edilmesi*: Tekstil, otomobil ve ayakkabı dışında, uygulanmakta olan bütün ithalat kotaları ve ihracatta uygulanan gümrük vergileri kaldırılmıştır.

iii. *Serbest Piyasa Kurallarının Uygulamaya Konulması ve Özelleştirme*: Arjantin ekonomisinde uygulanan bütün fiyat kontrollerinden vazgeçilmiştir. Geniş kapsamlı bir özelleştirme programı başlatılmış ve kamusal malların fiyatları serbest bırakılmıştır.

iv. *Bankacılık Reformunun Yapılması*: Bankacılık sektörünün yalnızca kamuya borç veren kuruluşlar olmaktan çıkıp asli görevlerine dönmesini sağlayan bankacılık reformu yapılmıştır.

Uygulanan döviz kuruna dayalı istikrar programı ile birlikte enflasyon oranında keskin bir düşüş ve ekonomik faaliyetlerde canlanma yaşanmış ve Arjantin ekonomisi % 5’in üzerinde bir büyüme oranı yakalamıştır. Bu politikalar sonucunda ülkeye 10 yıl içinde 80 milyar dolarlık doğrudan yabancı sermaye ve yaklaşık 150 milyar dolar düzeyinde sıcak para girişi olmuştur (Kınaytürk, 2006: 32). Diğer taraftan ABD ve İspanya gibi ülkelerin destekleriyle kısa vadeli bir döviz çıkışı olmamıştır. Ancak düşen pezo faizleri karşısında halk, döviz tevdiat hesapları (DTH) tutmaktan vazgeçmemiştir.

Programla birlikte Arjantin’de bütçe faiz dışı fazla vermeye başlamıştır. Özelleştirmelerin başarılı olmasıyla da doğrudan yabancı yatırımların ülkeye girişi hızlanmıştır.



Şekil 2.9 Arjantin’de Rezervler ve Döviz Kurunun Seyri

Kaynak: Dünya Bankası (LCU: yerel para birimi)

Başkan Cavallo tarafından yeni parasal düzenlemeleri desteklemek için aşağıdaki politika değişikliklerini uygulamaya konulmuştur (Parasız, 2002: 317-318):

- i. Vergi sistemi geliştirilmiş,
- ii. Katma değer vergisi değiştirilmiş,
- iii. Sosyal güvenlik sistemi geliştirilmiş,
- iv. Vergi toplanmasını etkinleştirilmiştir,
- v. Faiz dışı bütçe fazlası IMF hedefinin üzeri çıkmıştır (GSYH’nin %2,2’si).

Uygulanan politikalar meyvesini vermiş, 1991’de %20000 olan enflasyon oranı, 1994’te %3,8’e düşürülebilmektedir.

2001 yılında büyümeyi yeniden başlatmak için kamu maliyesinin güçlendirilmesi ve ülkenin borç profilinin iyileştirilmesi de dahil olmak üzere çeşitli girişimlerde bulunulmuş, ancak uygulanan politikalar işe yaramamıştır. Örneğin hükümet, Ocak 2001’de tüketici mallarına daha fazla vergi uygulayan, sağlık sigortası ve taşımacılıkta KDV’yi uzatan ve gelir vergisi tabanını genişleten yeni bir vergi programı uygulayarak, mali düzenlemeyle güveni artırmaya ve büyümeyi yeniden sağlamaya çalışmıştır. Bu

mali düzenleme büyümeyi yeniden başlatmak yerine durgunluğu derinleştirmiş, borç yükünün sürdürülebilirliği konusunda şüphe uyandırmıştır. 2001'in başlarında, IFIs⁹ tarafından finanse edilen bir destek paketinden borçları para ile yeniden finanse etme çabaları görülmüş, ancak bu operasyon genellikle zayıf güven seviyeleri nedeniyle başarısız olmuştur (Pereznieto, 2010:9).

Yatırımcı güvenini yeniden kazanmak için 'sıfır açık' politikası onaylanmış, ancak merkezi hükümet eyaletlerle vergi gelirleri paylaşım anlaşmasına varamadığı için bu girişim de başarısız olmuştur. Kasım 2001'e kadar IMF, Arjantin belirli koşulları (sıfır açık dahil) karşılayana kadar ek finansal desteği reddetmiş ve yatırımcının güveninin çökmesine ve bankalardan kaçmasına neden olmuştur. Bunu protesto etmek için sokaklara çıkan vatandaşların şiddetli muhalefetiyle bankalardan mevduat çekilmesini önlemek amacıyla sınırlayıcı bir önlem olan "corralito"¹⁰ getirilmiştir. Bu dönem boyunca, cumhurbaşkanı ve hükümet bakanlarında arasındaki siyasi istikrarsızlık, ülkenin performansına olan güveni de zedelemiştir. Aralık 2001 sonunda borç ödemeleriyle ilgili geçici bir moratoryum duyurulmuş ve Ocak 2002'de "Konvertibilite Planı" terkedilerek Arjantin Pezosu'nun serbest dalgalanmasına izin verilmiştir (Perry ve Serven, 2003).

2002 Arjantin Pezo Krizi, bir para kurulu düzenlemesinin bile olası bir çöküşten tamamen koruyamayacağını göstermektedir. Pezo, Şubat 1991'de ilk kez ABD Doları ile pariteye bağlandığında, ilk ekonomik etkiler oldukça olumlu olmuştur. Arjantin'in kronik enflasyonu dramatik bir şekilde azalmış, yabancı yatırımlar artmaya başlamış ve bu da ekonomik bir patlamaya yol açmıştır. Bununla birlikte, 1990'ların ikinci yarısından itibaren pezo zaman içinde güçlendiğinden ABD Dolarına ve para birimlerinin çoğuna karşı değer kazanmıştır. Güçlü bir pezo ise Arjantin'in ihracatına zarar vermiş ve sonunda 2002 yılında pezo-dolar paritesinin terk edilmesine yol açan uzun süreli bir ekonomik gerilemeye neden olmuştur. Bu değişiklik, ülkede ciddi ekonomik ve siyasi sıkıntıya

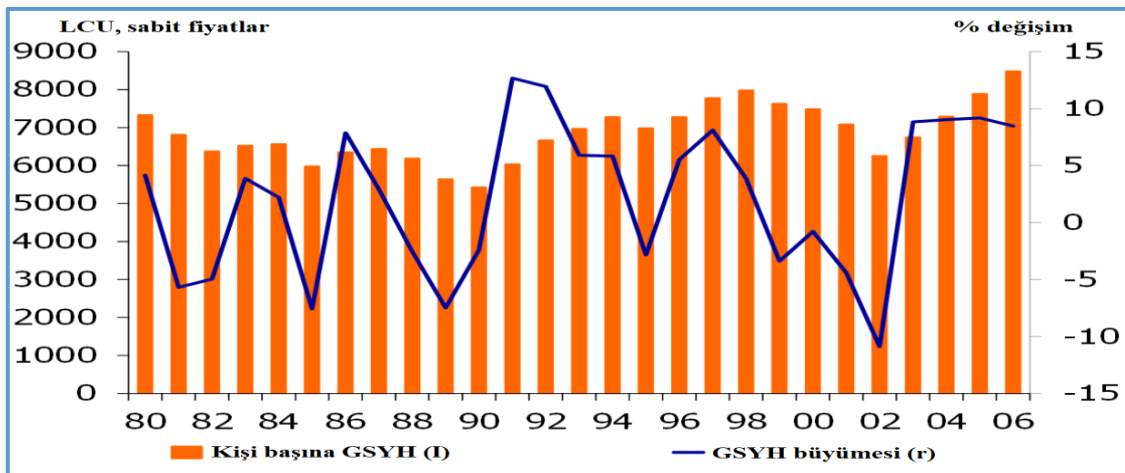
⁹ International Financial Institutions (IFIs) - Uluslararası Finansal Kurumlar: Dünya Bankası Grubuna dahil olan Uluslararası Finansal Kurumlar, diğer çok taraflı ve bölgesel kalkınma bankaları ve uluslararası hedeflere sahip ulusal kalkınma bankaları da dahil olmak üzere Sürdürülebilir Kalkınma Hedeflerine (SKH) yönelik kritik kalkınma ortaklarıdır.

¹⁰ Corralito, alınan ekonomik önlemlerin gayri resmi ismidir.

neden olmuştur. İşsizlik oranı yüzde 20'nin üzerine çıkmış, enflasyon Nisan 2002'de aylık yaklaşık yüzde 20'ye ulaşmıştır.

Bazı istisnai durumlar hariç olmak üzere, finansal piyasalar 2001 yılına kadar sorunsuz gelebilmesine rağmen, 2001 yılı ile birlikte Arjantin'in dış borç faiz oranları aşırı şekilde artmaya başlamıştır. 2001 yılında Arjantin ekonomisi %3.7 küçülmüş ve yurtdışından borçlanma imkanı da ortadan kalkmıştır. Arjantin hükümeti, yılsonunda Pezoya yönelik gerçekleştirilen spekülasyon saldırısını durdurabilmek için, halkın bankalardan para çekmelerine sınırlama getirmiş, ayrıca dış borç ödemelerini de durdurarak (Has, 2007: 16), 24 Aralık 2001'de moratoryum ilan etmiştir.

Ekonomik koşullarda ortaya çıkan bozulmanın önüne geçebilmek ve ekonomiyi tekrar canlandırmak amacıyla önlemler alınmaya çalışılmıştır. Bu doğrultuda 14 Şubat 2000 ve 30 Ağustos 2001 tarihlerinde verilen 2 niyet mektubu ile, IMF'den finansal destek sağlanmıştır. Ancak bu canlandırıcı önlemlere rağmen, Kasım 2001 ile Şubat 2002 arasındaki dönemde ülkede yaşanan ekonomik kriz sosyal bir boyut kazanarak, çok ciddi şiddet eylemlerine dönüşmüştür (İnan, 2002: 59). Bunun üzerine daha fazla sürdürülemeyen Para Kurulu Sistemi'ne Ocak 2002'de son verilerek, Arjantin'den sermaye çıkışları sınırlandırılmıştır. 2002 yılında halkın bankalardaki paraları bloke edilmiş ve Arjantin, siyasi ve ekonomik bir kaosla karşı karşıya kalmıştır (Bastı, 2006: 68).



Şekil 2.10 Yıllar İtibariyle Arjantin'de GSYH'deki Değişim

Kaynak: Dünya Bankası (LCU: yerel para birimi)

Arjantin’de yaşanan krizin sebepleri konusunda halen tam anlamıyla bir uzlaşma sağlanamamıştır. Krizin sebepleriyle ilgili olarak, özellikle IMF cephesinden gelen yorumlar (kamu maliyesinde yeknesaklık ve disiplinin sağlanamaması hariç) genellikle dışsal kaynaklı olduğu ya da IMF’nin müdahale etmesinin zor olduğu faktörlerden kaynaklandığını öne çıkarmaktadır (İnan, 2002: 61).

Diğer taraftan meydana gelen ekonomik krizin genel olarak iki temel nedene bağlı olarak çıktığını belirten görüşler bulunmaktadır: İlk görüşe göre, döviz kurunun aşırı değerlenmiş olması ekonomide yaşanan resesyonun ve mali problemlerin temel sebebidir. İkinci görüşe göre ise döviz kuru sisteminin çöküşü özünde bir borç krizidir ve buna sorumsuzca yürütülen maliye politikaları sebep olmuştur (Özdemir, 2007: 145-147).

Mussa’ya (2002) göre Arjantin krizinin sebepleri:

- İşgücü piyasasının esnek olmaması,
- Konvertibilite programından zamanında çıkılmaması (1997 veya 1998 yıllarında Brezilya’nın Güneydoğu Asya krizinin etkisiyle devalüasyon yaptığı dönemi veya krizin gelişinin öngörüldüğünün birkaç ay öncesi kastedilmektedir),
- 1999-2000 döneminde, ABD dolarının diğer para birimleri karşısında hızla değer kazanması,
- Kamu maliyesinde disiplinin sağlanamamasıdır (İnan, 2002: 61).

Görüleceği üzere Arjantin’de yaşanan krizin sebepleri konusunda net bir fikir birliği bulunmamakla birlikte, para kurulu sisteminin çöküşü ve bunu izleyen ekonomik krizle ilgili üç faktör öne çıkmaktadır:

- Mali disiplinin eksikliği,
- İşgücü piyasasının esnekliği,
- Rusya ve Brezilya’daki finansal krizlerden kaynaklanan bulaşma etkisi.

2.3. 1997 – 1998 GÜNEYDOĞU ASYA KRİZİ

Güneydoğu Asya krizinin II. Dünya Savaşından sonra meydana gelen krizler içerisinde, en ağır yaşanan finansal kriz olduğu birçok iktisatçı tarafından kabul edilmektedir. Güneydoğu Asya’da, içinde devletin bütçe açığı ve dış ticaret açığının

olmadığı, petrol krizinden kaynaklanan zamlar, enflasyon ve grevler gibi makroekonomik ve ya toplumsal problemler gibi makroekonomik bir problem olmadan bir kriz meydana gelmiştir. Bölgede yaşanan kriz, paranın değerini, borsayı ve emlak değerlerini düşürmekle beraber, bulaşıcı bir nitelikte taşımaktadır.

1997 yılının ortalarında Tayland'daki Asya krizinin patlak vermesi, büyük ölçüde piyasa katılımcılarına bir sürpriz olarak gelmiştir. Doğu Asya'nın parasal bunalımının arkasındaki sebepleri, günümüzde iktisadi açıdan krizi öncesi aylardaki gelişmelerle izah edilebilirken, krizin ilk patladığı Tayland'daki durumu bölgeyi izleyen yatırımcı – ekonomistlerden hemen hemen hiçbiri, bu ülkelerin savaş sonrası dönemin en kötü mali krizlerinden birine aniden karışacağını öngörememiştir.

Bununla birlikte, krizin hiçbir uyarı sinyali vermediğini söylemekte yanlış olacaktır. IMF ve BIS (Bank for International Settlements) gibi uluslararası kuruluşların; bankacılık sistemindeki hızlı kredi büyümesi, reel anlamda ulusal para birimlerinin aşırı değerlenmesi, ödemeler dengesi açıklarının artması, cari işlemler açığının yükselmesi ve yurt içi varlık fiyatlarında sürdürülemez görünen artışlar gibi nedenlerle endişelerini sürekli olarak dile getirmişlerdir. Ancak bu kuruluşlar, özellikle Asya ülkelerinin olağanüstü başarıları ve özel pazarlardan aldıkları güvenoyu göz önünde bulundurulduğunda, finansal sistem ile ilgili çekincelerini kamuoyuna açıklamakta tereddüt etmişlerdir. 1997'de, Tayland'da döviz piyasasında panik şeklinde başlayan kriz, kısa zaman içerisinde bölgede sabit kur sistemi uygulayan diğer bölge ülkelerini (Endonezya, Malezya, Filipinler ve Güney Kore) ve bölgeyle ticaret yapan diğer ülkeleri de etkisi altına almıştır.

Krizin merkezindeki Doğu Asya ülkeleri, hızlı büyümeleri ve nüfuslarının yaşam standartlarındaki çarpıcı artışlar nedeniyle yıllardır en başarılı yükselen piyasa ekonomileri olarak takdir görmekteydiler. Genel olarak ihtiyatlı maliye politikaları ve yüksek özel tasarruf oranları ile diğer birçok ülke için rol model olarak görülen bölgede, hiç kimse bu ülkelerin savaş sonrası dönemin en kötü mali krizlerinden birinde aniden bu kadar derin bir sarsıntı geçireceğini öngörememiştir (IMF, 1998b).

Diğer taraftan, devletin ekonomiye müdahalesinden yana olan ekonomistlerin Doğu Asya ülkelerinde uygulanan ekonomik modelden övgüyle bahsederek, “Doğu Asya

Mucizesi” adını verdikleri bu modeli diğer gelişmekte olan ülkelere örnek gösterirken, Asya ülkelerinde yaşanan kriz şaşkınlıkla karşılanmıştır (Büyükkakın, 2000: 70).

1997 yılında Tayland hükümeti, ulusal para birimi olan “baht” a yönelik spekülasyon saldırlarına daha fazla direnemeyerek Tayland Baht’ını %40 oranında devalüe etmiş, ardından döviz kuru spekülasyonu bölgedeki diğer ülkelere de sıçrayarak bölgesel bir finans krizine dönüşmüştür (Kaykusuz, 2014: 206). Bahtın devalüe edilmesiyle ateşlenen Asya krizi; bölge ülkelerinin yoğun ekonomik entegrasyon içinde bulunmaları, dış ticaretlerinde yüksek karşılıklı bağımlılıklarının bulunması gibi nedenlerle bölge ülkelerinin tamamına yayılmış ve global düzeyde derin bir resesyona yol açmıştır (Bayraktutan, 2000: 15).

Asya krizi, daha önce küresel düzeyde meydana gelen krizlerden farklı özelliklere sahip olduğundan, bilinen kriz modelleri ile açıklanamamıştır. Önceki kriz modellerine göre ülkeler, makroekonomik sorunlar nedeniyle krize sürüklenmişlerdir. Oysa Asya krizine bütçe açıkları, enflasyon gibi makroekonomik sorunlar neden olmamıştır. Asya krizi, ne 1980’lerde Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi sürdürülemez bir boyuta ulaşan makroekonomik değişkenlerin, ne de 1992-1993 yıllarında Batı Avrupa’da ve 1994-1995 yıllarında Meksika’da yaşandığı gibi yüksek işsizlik ile beraber yatırımcıların finansal paniklerinin bir sonucu meydana gelmiştir. Kriz döneminde bölge ülkelerinde büyüme yavaşlamış olsa da ciddi istihdam kayıpları yaşanmamıştır. Genel olarak, finans piyasalarında yaşanan aşırı oynaklığın krizi tetiklediği görülmektedir. Hisse senedi ve gayrimenkul değerlerinde görülen süratli artışların arkasından yaşanan ani sert düşüşler bölgeyi krize sürüklemiştir (Öztürk ve Aras, 2015: 222).

2.3.1. Kriz Öncesi ve Kriz Dönemi

Doğu Asya ekonomileri, büyüme ve yaşam standartlarındaki kazanımlar açısından gelişmekte olan en başarılı pazar ülkelerinden olmuşlardır. Genel olarak ihtiyatlı maliye politikaları ve yüksek özel tasarruf oranları ile bu ülkeler diğer birçok ülke için rol model olmuştur. Bu bölgenin savaş sonrası dönemdeki en kötü finansal krizlerden birinde yer alması, - bölge içinde veya dışında - gerçekçi bir olasılık olarak neredeyse hiç düşünülmemiştir. Ne yanlış gitmişti? Cevabın bir kısmı, bu ülkelerin kendi

başarılarının kurbanı oldukları göstermektedir. Bu başarı, yerli ve yabancı yatırımcıların ülkelerin ekonomik zayıflıklarını hafife almalarına yol açmıştır (IMF, 1998a: 3).

Bilindiği üzere, Asya ülkeleri 1960 – 1990 yılları arasındaki 30 yıllık süreçte yüksek büyüme oranları ve hızlı endüstrileşme performansı göstermişlerdir. 1997'de krizin ortaya çıkmasına kadar, bu “Asyalı Kaplanlar” gelişmekte olan ülkelere nasıl ilerleneceğinin en önemli örnekleri olarak gösterilmişlerdir. İktisadi büyüme ile ilgili muhteşem kayıtları göz önüne alındığında, ekonomik politikalarıyla ilgili şüpheler kolayca reddedilmiştir. Asya'nın Kaplanları, yakalamış oldukları performansla gelişmiş ülkeler kategorisine son derece yaklaşmışlardır.

Asya krizi, 1980'li yıllardan itibaren başlayarak bölge ekonomilerinin hızlı ve kararlı büyümelerinden dolayı şaşırtıcı olmuştur. Asya Kaplanları'nın yaşadıkları kriz sadece bölge ülkeleriyle sınırlı kalmamış, aynı zamanda dünya ülkelerinin büyük bir bölümünü de etkilemiştir. Krizle birlikte Asya ülkelerindeki hızlı sanayileşme ve kalkınma mucizesi, krizle birlikte sorgulanmaya başlanmıştır. Krugman (1994, 69-72), Doğu Asya mucizesinin aslında bir efsaneden ibaret olduğunu, “*Kağıttan Kaplanlar*” ifadesiyle bu büyüme ve kalkınma sürecinin sağlam temellerinin olmadığını ve Doğu Asya ülkelerinin iktisadi büyümelerinin, üretkenlik artışından ziyade yoğun sermaye girişlerinden kaynaklandığını belirtmiştir. Radelet ve Sachs (1998) ise Asya krizini “*Başarının Krizi*” olarak tanımlamışlardır.

Burada değerlendirilen Doğu ve Güneydoğu Asya'nın sekiz ülkesi (Endonezya, Güney Kore, Hong Kong, Malezya, Filipinler, Japonya, Çin ve Tayvan), 1996 yılında dünya ticaretinin % 15'ini temsil ederken, 1990-1995 yılları arasında dünya ithalatındaki artışın % 31'ini, ihracattaki artışın ise % 28'ini bölge ülkeleri oluşturmaktadır. Krizden en çok etkilenen gelişmiş ekonomi Japonya'da dahil olmak üzere, 1996 yılında dünya ticaretinin yüzde % 22'si bölge ülkelerinde gerçekleştirilmiştir. Bu ülkelere gelen düşük talep, sadece ticaret hacmini değil, aynı zamanda büyük bir pazar oluşturdıkları ürünlerin fiyatlarını da etkilemiştir (Stailings, 1998: 13).

1965 ile 1996 yılları arasındaki süreçte; Tayland, Endonezya ve Malezya'da kişi başına düşen milli gelir 4 kat, Güney Kore'de ise 7 kat artmıştır. Bu ülkelerin ortalama milli geliri 1965'te ABD'nin %10'u kadar iken, 1996'da bu oran %27'ye çıkmıştır. Diğer

taftan bölge ülkelerindeki gelişme sadece ekonomik göstergelerle sınırlı kalmayıp, yüksek hayat beklentisi, okur-yazarlık oranındaki artış gibi sosyoekonomik göstergelere de yansımıştır (Radelet ve Sachs, 1999: 48).

Kriz öncesi dönemde, bölgedeki politika yapıcılar için temel sorun “aşırı ısınmanın” nasıl önleneceğidir: 1980'lerin sonundaki büyüme ihracata yönelmiş, reel ücretlerdeki keskin artışlar ciddi işgücü sıkıntısıyla sonuçlanmıştır. Kore'deki üretimde ortalama nominal ücretler 1987-1991 arasında iki katına çıkmış, Tayvan'da ise % 60 artmıştır. Bu hızlı ücret artışları özel tüketim artışını teşvik etmiştir. Bu nedenle, bu ülkeler için sorun, tüketimdeki hızlı artışların yanı sıra yatırımdaki hızlı artışları karşılamak ve sonuçta ortaya çıkan enflasyonist etkileri hafifletebilmektir (OECD, 1993: 119).

Krizden önce, tablo 2.10'da da görüldüğü üzere bölge ülkeleri enflasyonu azaltmada nispeten başarılı olmuşlardır. Bu ülkelerde, kriz öncesinde gerçekleşen enflasyon oranları diğer gelişmekte olan ülke ekonomilere kıyasla oldukça düşüktür.

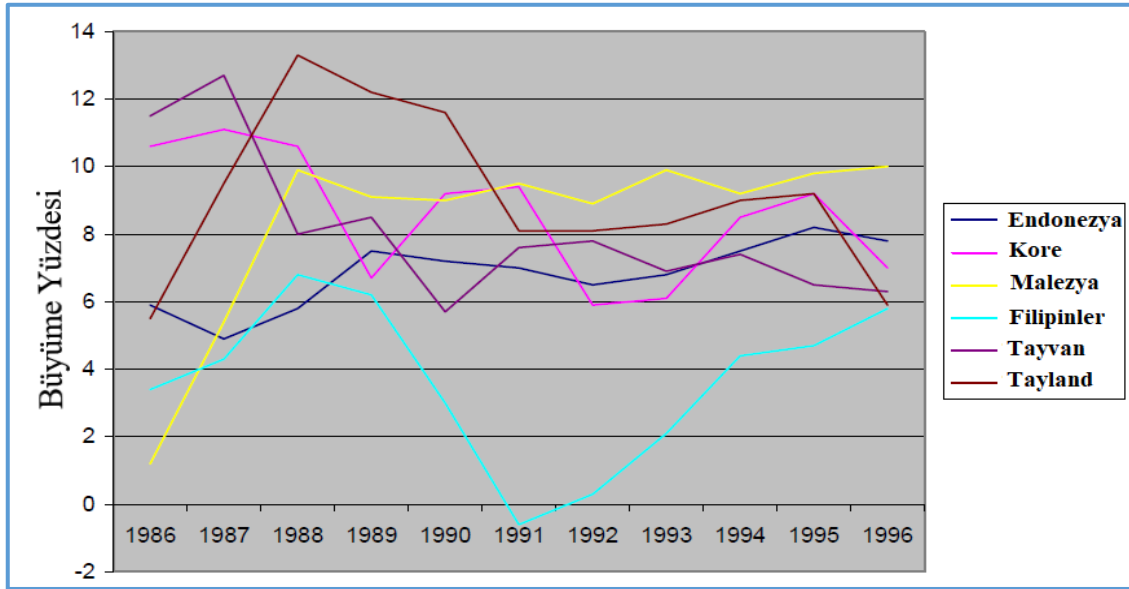
Tablo 2.10 1996 Yılındaki Önemli Değişkenler: Asya Krizi Öncesi Kaplanlar

	Yatırım / GSYH Oranı (a)	Brüt Tasarruf Oranı	Ticaret / GSYH Oranı (b)	Dünya GSYH'sındaki Payı	Reel GSYH Büyümesi	Tüketici Enflasyonu
Hong Kong	31.30%	30.60%	122.90%	0.60%	4.90%	6.00%
Endonezya	32.10%	31.20%	20.40%	0.80%	8.00%	7.90%
Malezya	42.20%	42.60%	78.90%	0.40%	8.60%	3.50%
Filipinler	23.20%	15.60%	31.20%	0.30%	5.70%	8.40%
Singapur	36.50%	50.10%		0.30%	6.90%	1.40%
Güney Kore	36.80%	35.20%	28.90%	1.80%	7.10%	4.90%
Tayvan	21.20%	25.10%	40.10%	1.00%	5.70%	3.10%
Tayland	42.20%	35.90%	34.90%	0.70%	5.50%	5.80%

Notlar: (a) Brüt sabit sermaye oluşumu (BSSO) artı stoklar (BSSO sadece Hong Kong ve Singapur'da), (b) GSYH'nin bir oranı olarak ihracatın ortalama değeri artı ithalat.

Kaynak: Karunatilleka, 1999.

1990'ların ortalarına gelindiğinde, çoğu Doğu Asya ülkesi uzun süreler boyunca yüksek yatırım oranları ve hızlı ekonomik büyüme yaşamıştır (şekil 2.11).



Şekil 2.11 Asya Ekonomilerinin GSYİH Büyüme Oranları (1986-1996)

Kaynak: IMF - Dünya ekonomik görünüm çevrimiçi veri tabanı, Kasım 2019.

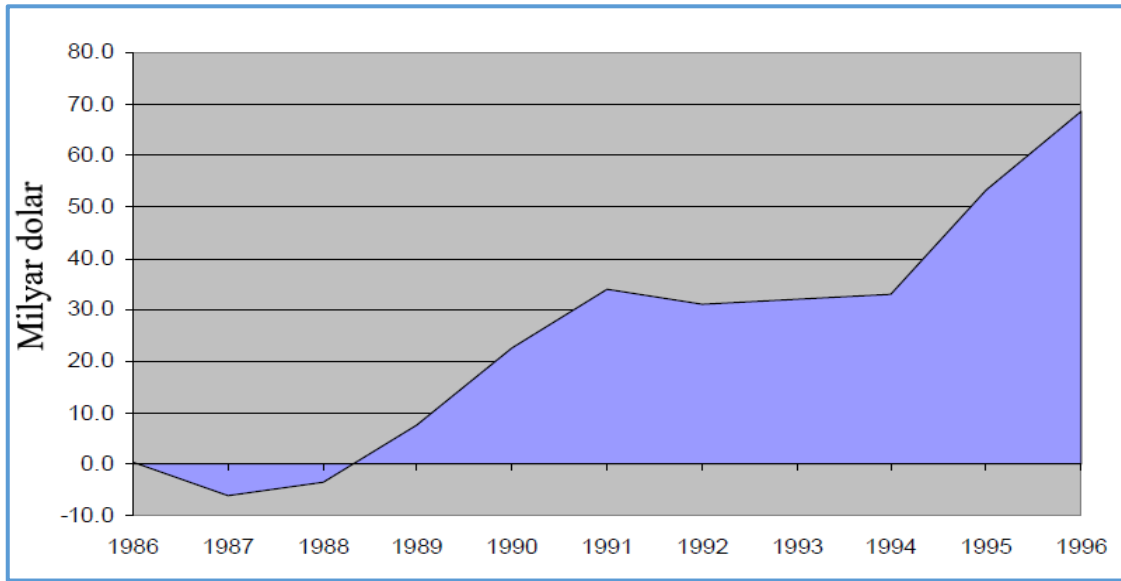
Döviz kurlarındaki istikrarlı seyir ve yerel para birimindeki göreceli olarak yüksek faiz oranları ile birlikte bu durum, artan cari işlemler açığını kolayca finanse eden ve tablo 2.11’de de görüleceği üzere giderek artan yabancı sermaye girişlerini (şekil 2.12) çekmiştir.

Tablo 2.11 Net Sermaye Akımları (milyar dolar)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Asya						
Net özel sermaye akımları ¹	63,1	91,8	102,2	38,5	1,5	58,8
Net doğrudan yatırım	43,4	49,7	58,5	55,4	40,6	43,7
Net portföy yatırımı	11,3	10,8	10,2	-2,2	-7,0	5,3
Diğer net yatırım	8,3	31,3	33,5	-14,7	-32,1	9,8
Net resmi akımlar	6,2	5,1	9,3	17,7	24,7	7,0
Rezerv değişikliği ²	-39,7	-29,0	-48,9	-17,2	-24,4	-65,5

Kaynak: IMF, 1998a. (1- Veri sınırlamaları nedeniyle diğer net yatırımlar bazı resmi akışları içerebilir. 2- Eksisi işareti bir artışı belirtmektedir.)

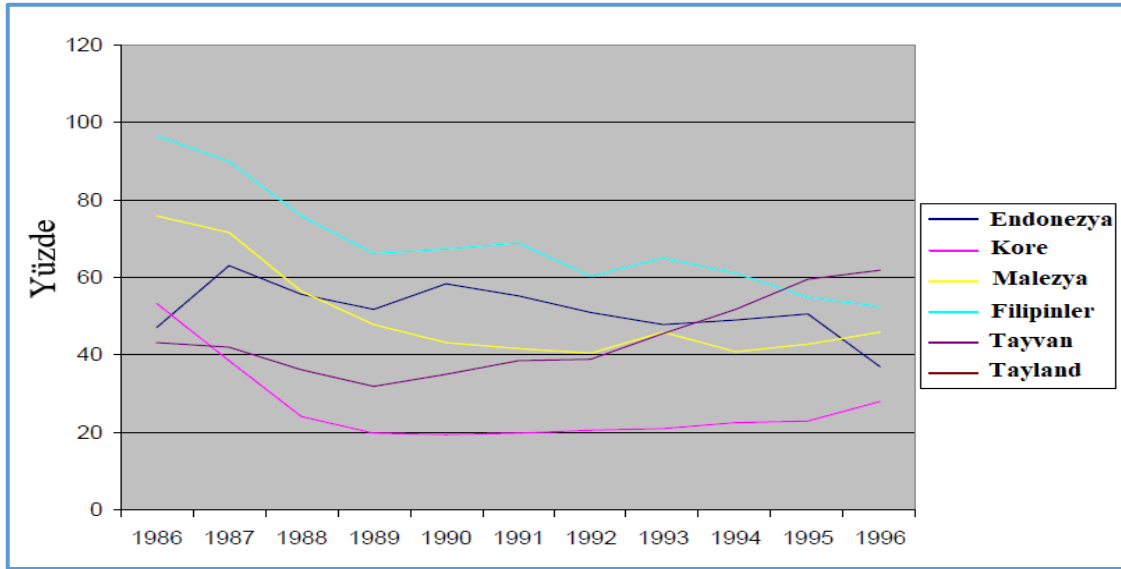
Yukarıdaki tabloda da görüleceği gibi, bölge ülkelerine yönelik 1990'lı yılların ortasından itibaren yabancı banka kredileri ağırlıklı olmak üzere yoğun bir sermaye girişi yaşanmıştır. Ancak, 1997 yılında kriz ortamının oluşmasıyla birlikte duraklayan sermaye girişleri, 1998 yılında hızla Asya ülkelerini terk etmeye başlamıştır. Kriz Dünya Bankası, IMF ve diğer bölge bankaları gibi resmi kreditörlerin yardımlarıyla hafifletilmeye çalışılmış olsa da bölge ekonomilerinin ciddi zararlar görmeleri engellenememiştir (Özel, 2005: 25-26).



Şekil 2.12 Kore, Endonezya, Malezya, Filipinler ve Tayland'ın Toplam Sermaye Girişleri (1986-1996)

Kaynak: Uluslararası Finans Enstitüsü

Bu kolay finansman ışığında, Asya hükümetleri uluslararası finans kurumları da dahil olmak üzere bazı gözlemciler tarafından dile getirilen endişeleri azaltmıştır. Hem borçlular hem de yatırımcılar, borç oranları da yükselmediğinden hızlı büyümenin artan borç seviyelerini sürdürülebilir kıldığını düşünmektedir (Şekil 2.13). Diğer taraftan, borçlanmanın büyük bir bölümü özel sektör tarafından yapılıyor olması nedeniyle de mali pozisyonlarda herhangi bir tehlike öngörülememiştir.



Şekil 2.13 Asya Ekonomilerinin Dış Borç / GSYH Oranı (1986-1996)

Kaynak: Uluslararası Finans Enstitüsü

Doğu Asya krizi, gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen önceki mali krizlerden çeşitli şekillerde farklıdır. Birincisi, özel kararlar ana sorundur. Kamu borçlanması ve enflasyon diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla düşük düzeydedir ve krizde nispeten küçük rol oynamıştır. Dahası, mali çalkantı öncesi Asya ekonomileri yatırımların yanı sıra yüksek oranda tasarruf elde etmiş (1990'ların başında bu ekonomilerin yüksek oranda büyümesine neden olan şey) ve mali fazla vermişlerken, 1980'lerdeki mali açıklar finansal krizden sorumlu ana faktör olmuştur (Blaskiewicz, 2000: 14-15).

Tablo 2.12 1997 Krizi Öncesi Asya Ülkelerinde Bütçe Dengesi (% GSYH)

	Endonezya	Malezya	Filipinler	Tayland	Güney Kore
1995	2.2	0.9	0.5	2.9	0.3
1996	1.2	0.7	0.3	2.3	-0.1

Kaynak: Radelet ve Sachs, (1998); Blaskiewicz, (2000: 15).

Tablo 2.12'de yer alan bölge ekonomilerinin bütçe dengesi verilerine göre, bu ülkelerin kamu kesimi borç miktarının toplam borç içerisindeki payının oldukça düşük bir paya sahip olduğu görülmektedir. Asya ülkeleri kriz öncesi dönemde bütçe açığı vermemekte, aksine bütçe fazla vermektedirler. Başka bir ifadeyle kriz öncesi dönemde bu ülkelerde yürütülen politikaların istikrarlı ve sürdürülebilir olduğu söylenebilmektedir.

Tablo 2.13 1997 Krizi Öncesi Asya Ülkelerinde Yatırım Oranları (% GSYH)

	Endonezya	Malezya	Filipinler	Tayland	Güney Kore
1995	31.93	43.50	22.22	41.61	37.05
1996	41.54	41.54	24.02	41.73	38.42
1997	31.60	42.84	24.84	34.99	34.97

Kaynak: Corsetti, vd. (1998); Blaszkiewicz, (2000: 15).

Diğer taraftan, krizden önceki dönemde Asya ülkelerinde tasarruf ve yatırımlardaki yüksek oranlar göze çarpmaktadır. Genellikle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerde bütçe açıklarının payı yüksekken, kriz öncesi dönemde Asya ülkeleri sürekli olarak bütçe fazlası vermektedir.

Tablo 2.14 1997 Krizi Öncesi Dönemde Asya Ülkelerinde Enflasyon Oranı

	Endonezya	Malezya	Filipinler	Tayland	Güney Kore
1995	8.95	5.28	8.11	5.69	4.41
1996	6.64	3.56	8.41	5.85	4.96
1997	11.62	2.66	5.01	5.61	4.54

Kaynak: Corsetti, vd. (1998); Blaszkiewicz, (2000: 15).

Tablo 2.14’de Asya krizinden hemen önceki yıllarda gerçekleşen enflasyon oranları görülmektedir. Bu ülkelerdeki yıllık enflasyon oranlarının diğer gelişmekte olan ülke ekonomilerine kıyasla oldukça düşüktür.

Ancak bu görünüşte iyi ve sağlıklı görünen ortama rağmen, Asya ekonomilerini 1990’lı yıllar boyunca kırılganlaştıran faktörlerde mevcuttur. En akut faktör; büyük cari açıklar, reel döviz kurlarının aşırı değerlenmesi ve rekabet gücünün düşmesi dışında, muhtemelen finans sektöründe yatmaktadır. Buradaki; çarpık teşvikler (yolsuzluk), kötü yönetilen finansal serbestleşme ve yeterli denetimin olmaması gibi etkenler, özellikle vade ve para birimi uyumsuzluklarında aşırı risk almayı teşvik etmiştir. Kriz öncesi dönemdeki büyük sermaye girişleri, düşen büyüme oranları ve yüksek tasarruf oranları, Asya ekonomilerinin aşırı kapasitesine ve aşırı üretimine neden olan yatırım oranına yol açmıştır. Öte yandan, az gelişmiş ve zayıf finansal sektör bu yatırımın yanlış tahsis edilmesine ve takipteki kredilerin artmasına neden olmuştur.

Tablo 2.15 Bölge Ülkelerinin Başlıca Ekonomik Göstergeleri (1996-1997)

	Tayland	Endonezya	Malezya	Filipinler	Hong Kong	Güney Kore	Japonya	Çin	Tayvan
GSYH Büyümesi 1996 (%)	6.4	8.0	8.6	5.7	4.9	7.1	3.9	9.6	5.7
1997	0.6	5.0	7.0	4.3	5.3	6.0	1.0	8.8	6.7
Nüfus (milyon kişi)	60	200	21	73	6.4	46	126	1230	21.6
Enflasyon 1996 (%)	5.9	6.6	3.5	7.8	6.7	4.9	0.6	6.1	3.1
1997	7.6	11.6	2.6	8.4	5.1	6.7	2.1	1.5	2.0
İşsizlik (%)	2.5	4.5	3.5	6.1	2.5	2.7	3.2	5.7	3.1
Cari Denge/GSYH 1996 (%)	-7.9	-3.3	-4.9	-4.7	-1.3	-4.9	1.4	0.9	5.2
1997	-3.9	-2.9	-5.8	-4.5	-1.5	-2.9	2.2	2.5	4.2
Dış Borç Servisi/GSYH 1996 (%)	5.4	9.0	5.4	7.3				2.0	
1997	7.1	10.5	8.4	6.0				1.9	
Bütçe Dengesi/GSYH 1996 (%)	1.6	1.4	4.2	-0.4	2.2		-4.1	-1.5	0.2
1997	-0.4	2.0	1.6	-0.9	4.2		-2.9	-1.5	0.2
Döviz Kuru 1996 (1 ABD \$)	25.61 Baht	2.383 Rupiah	2.53 Malezya \$	26.29 Peso	7.74 H.Kong \$	844 Won	116 Yen	8.3 Yuan	28.6 Tayvan \$
1997	42.25	5.625		39.97	7.75	1695.8	129.95	8.28	
İhracat Dağılımı (%)	Japonya 17 ABD 17 Singapur 14 Hong Kong 5	Japonya 27 Singapur 9 Güney Kore 6	Japonya 13.5 ABD 18.5 Singapur 21	Japonya 15 ABD 35 Singapur 5	Japonya 6.5 ABD 21 Çin 34	Japonya 12.2 ABD 16.7 Çin 7.6 Hong Kong 9.6	ABD 27 Kore 7 Tayvan 6	Japonya 20 ABD 17.7 Kore 5 Hong Kong 21	Japonya 12 ABD 23 Hong Kong 23

Kaynak: Kayacan vd., 1998: 7.

Makroekonomik göstergeler açısından ise en zayıf olanı cari açık değerleridir. Bölge ülkelerinin cari açık ortalaması 1995 yılında %5,54 ile en yüksek seviyesine ulaşmıştır. En düşük açık %2 ile Güney Kore’de, en yüksek açık seviyesi de %10 ile Malezya’dadır. Tablo 2.16’da 1995 – 1997 yılları arasında cari işlemler dengesi açığının GSYH’ye oranı görülmektedir.

Tablo 2.16 Cari İşlemler Açığı / GSYH (%)

	1995	1996	1997
Güney Kore	-2	-4.9	-2.8
Endonezya	-3.3	-3.3	-2.9
Malezya	-10	-4.9	-5.8
Filipinler	-4.4	-4.7	-4.5
Tayland	-8	-7.9	-3.9

Kaynak: IMF, 1998a

Tayland, 1995'ten itibaren önemli oranda cari işlemler açığı kaydetmiştir (1994'te % 5,6 cari işlemler açığı / GSYH oranı 1995'te % 8,0 ve 1996'da % 7,9 olarak gerçekleşmiştir.). Burada asıl sorun şudur ki; Tayland'ın bu dengesizliği düzeltmesine yönelik beklentiler olumsuzdur. Çünkü ülkenin endüstriyel yapısı, hızlı ekonomik büyümenin yol açtığı işgücü maliyetlerindeki artışı emmek için yeterince hızlı bir şekilde ayarlamaya uygun değildir. Diğer taraftan, sermaye mallarının yerli üretimi de yeterince gelişmemiştir. Ayrıca Tayland'ın ihracatı, Çin ve diğer az gelişmiş ülkelerden gelen rekabet nedeniyle giderek daha fazla tehdit edilir olmuştur. Giderek daha kötümser bir görünüm kazanan ekonominin büyüme oranı, 1996 yılından itibaren azalmaya başlamıştır.

Ocak 1997'de, büyük bir Koreli Chaebol¹¹ olan Hanbo Çelik, 6 milyar dolarlık borç altında çökmüştür. Bu durum, önde gelen bir Kore holdinginin on yıllardır ilk kez iflas etmesidir. 5 Şubat 1997'de Taylandlı Samprasong şirketi, dış borç ödemelerini yapamamıştır. 1997 Mart'ının başlarında Japon yetkililer, değer kaybeden yen nedeniyle faiz oranlarının yükselebileceğini duyurmuşlardır. Bu hiçbir zaman gerçekleşme de, duyuru Asya Krizinin ilk işaretlerinden biri olmuştur. 10 Mart'ta Tayland hükümeti,

¹¹ Güney Kore merkezli iş konglomeratları olarak tanımlanan Chaebollar, genellikle küresel çok uluslu şirketler olup, tüm işletmeler üzerinde gücü olan bir yönetim kurulu başkanı tarafından yönetilmektedirler.

finansal kurumlardan 3,9 milyar dolarlık kötü emlak borcu alacağını beyan etmiş, ancak sözünü çok sonra tutabilmiştir. 28 Martta Malezya Merkez Bankası, emlak kredilerini ve krizi atlatmak için hisse senetlerini kısıtlamıştır (Blaszkievicz, 2000: 6).

Bütün bu olumsuzluklar aysbergin suda görünen kısmıdır, yüzeyin altında işler daha da kırılgandır. Dolaylı olarak finanse edilen cari işlemler açığı borçlanmasının büyük bir kısmı döviz cinsinden ve nispeten kısa vadeli. Döviz kurları sabit olması ve likiditenin kısa vadeli krediler üzerinden kullanılabildiği sürece bu herhangi bir sorun yaratmamıştır. Ne var ki, döviz kurlarının değer kaybetmesi veya likidite musluğunun kesilmesiyle işler tersine dönmeye başlamıştır.

Aslında, 1996 yılı sonuna kadar Avrupa ve Japonya'ya göre daha yüksek olan faiz oranlarından yararlanmak üzere bölgeye kaynak sağlayan yabancı kreditörler, Asya ülkelerine yoğun bir şekilde sermaye akıtmış, ancak 1997 yılına gelindiğinde artan riskler nedeniyle kısa vadeli borçları çevirmede isteksiz davranmışlardır. Bu da döviz kurlarının yükselmesi ve borsanın düşmesi yönünde baskıya neden olmuştur. Yabancı yatırımcıların ve yerli aktörlerin döviz pozisyonu almaları devalüasyon baskısını iyiden iyiye artırmıştır. Sermaye çıkışlarını önlemek için faiz oranları artırılmış, ancak başarılı olunamamıştır. Sermaye çıkışlarının hızlanmasıyla birlikte Tayland'ın Temmuz 1997'de yaptığı devalüasyon, Asya krizinin fitilini de ateşlemiştir. Sermaye çıkışları 1997'de 30,9 milyar dolar, 1998'de ise 66,2 milyar dolar seviyelerine ulaşmıştır (IMF, 2001).

Bu krizi tetikleyen anahtar faktör, finansal piyasalardaki asimetrik bilgidir. 1997'de, Güneydoğu Asya'daki finansal piyasa çalkantıları finansal krize yol açmış, kriz beklentilerin ötesinde ekonomik gerilemeye neden olmuştur. Özellikle Kore, Malezya ve Tayland'da ekonomik aktivitede keskin bir düşüş gözlemlenmiştir (IMF, 1998b). Ayrıca, 1997'den önce %5'i aşan bu ülkelerdeki büyüme oranları, 1998'de keskin bir şekilde düşerek negatife dönmüştür. Tayvan'da bu kriz görece olarak sınırlı kalırken, bu kriz Güney Kore'yi adeta sarsmıştır.

2.3.2. Krizin Nedenleri

Asya krizinin nedenlerinin açıklanmasında farklı görüşler söz konusudur. Krizin oluşumunda özel kesimin ve kamu kesiminin ayrı ayrı rolleri bulunmaktadır.

Özel kesim kaynaklı kriz nedenleri olarak kurumsal ve yapısal zayıflıklar gösterilebilmektedir. Ekonomik yapıdaki ahbap-çavuş ilişkileri, şirket yönetimlerinin şeffaf olmaması, piyasa düzenlemelerine bağlı olarak ortaya çıkan piyasa başarısızlıkları, uluslararası finans piyasalarının aşırı likit olması gibi nedenler, kurumsal ve yapısal zayıflıklara neden olmuştur (Parasız, 2002: 320). Diğer taraftan, yanlış izlenmiş finansal serbestleşme ve düzenlemelerin iç mali piyasaların kırılganlığını artırmasıyla istikrarsızlaşan ve büyüyen sermaye akımlarının krizin sorumlusu olduğu söylenebilmektedir.

Diğer taraftan, büyüme açısından büyük bir performans gösteren bölge ülkelerinin mikro ve makro düzeyde bu gelişmeye ayak uyduramamış olması, ekonomide dengesizlik ve zayıflıklara neden olmuştur. Krizde belirleyici olan makroekonomik etkenler şöyle sıralanabilir (Parasız, 2002: 321-323):

- **Finansal Kesimin Liberalizasyonu:** Mali piyasalarda giriş engellerinin ortadan kaldırılmasıyla yabancı sermaye akınına uğrayan bölge ülkeleri finansal serbestleşmenin olumlu etkilerinden faydalanırken, sermaye girişlerinin süreceğini sanan finansal araçlar kredi kalitesinden ödün vermiş ve kredi geri dönüşlerinde sıkıntılar yaşamışlardır. Finansal serbestleşme adına düzenlemelere gidilmemesi sorunlara da kaynaklık teşkil etmiştir.

- **Cari İşlemler Açıklarında Artışlar:** Cari işlemler dengesinin GSYH'ye oranındaki artışlarda kriz kaynaklarından bir diğeridir. Bu bozulmalarda Çin'in yaptığı devalüasyonunda ayrı bir payı bulunmaktadır.

- **Sermaye Hareketlerinin Yapısındaki Değişim:** Bölge ülkelerine gelen sermaye akımlarının büyük bir kısmı portföy yatırımları olmakla birlikte doğrudan yabancı sermaye girişleri de azımsanamayacak boyutlardadır. Finansal serbestleşme ile birlikte bu ülkelere sermaye daha hızlı akmış, bu da bölge ülkelerinin dış borç stokunun yükselmesine neden olmuştur. Daha tehlikeli olan durum ise borç kompozisyonunda kısa vadeli borç / toplam borç oranının giderek yükselmesidir. Kısa vadeli borçların oransal yüksekliği bir panik anında sermaye çıkışlarının yaratacağı olumsuz durumu ortaya koymaktadır.

- **Finansal Kesimde Var Olan Zayıflıklar:** Bu ülkelerin zayıf finansal sistemi krizin önemli bir nedenidir. Yabancı fonlarla kredileri finanse eden bankacılık sistemi

güç durumunda kalarak dış yükümlülüklerini yerine getiremez olmuştur. Bu durum yine güvenin azalmasına ve bu ülkelerden sermaye kaçışına yol açmıştır.

- Yabancı Yatırımcıların Payı: Krizin derinleşmesinde yabancı kreditorlerin payı yadsınamaz. Tayland'da yapılan 1997 Temmuz devalüasyonundan sonra, yalnızca bu ülkeden değil bütün Güney Doğu Asya ülkelerinden çekilmeleri, krizi çok kısa sürede bölgeselleştirmiştir.

Asya krizine neden olan etkenler ile ilgili diğer bazı görüşler şöyledir:

Özbek, Asya krizini doğuran ve geliştiren temel etkenlerin; yatırımların verimli alanlara yönlendirilmesinde yaşanan sorunlar, kısa vadeli borç miktarındaki artışlar, spekülatif sermaye hareketleri, gerçekçi olmayan döviz kuru politikaları ve finans sektörünün yapısal zayıflıkları olarak belirtmektedir (Özbek, 1999: 154-155; Bayraktutan, 2000: 16).

Asya Krizinin nedenlerini Dalyancı ise, reel sektör ve finansal sektör bilançolarındaki bozulmalara yol açan asimetrik bilgi sorunu, finansal serbestleşmeye bağlı kontrolsüz sermaye hareketleri, yine finansal serbestleşmeye bağlı olarak yüksek riskli bir şekilde artan kredi genişlemesi ve kredi hacmindeki aşırı riskli kredi oranının yükselmesi olarak sıralamıştır (Dalyancı, 2010: 69-78).

Stanley Fisher tarafından Doğu Asya'da krize yol açan faktörler, önemli miktardaki dış açıklar, gayrimenkul ve hisse senedi piyasasında aşırı fiyat yükselmeleri, dış borçlanmayı teşvik eden ve aşırı döviz riski yüklenimlerine neden olan sabit döviz kuru sisteminin uzun süre devam ettirilmesi olarak özetlenmektedir (Fisher, 1998).

Kaminsky, Asya krizinin sağlam bir finansal sistemin varlığı ile makroekonomik istikrar arasındaki ilişkinin ne kadar önemli olduğunu gösterdiğini vurgulamış, kriz il ilgili çıkarımlarını beş başlık altında toplamıştır. Bunlar (Kaminsky, 1999: 33):

- 1980'li yılların sonundan itibaren yaşanan hızlı finansal serbestleşme süreci, bir taraftan yurtiçi finansal sistemin çok hızlı genişlemesine izin verirken diğer yandan spekülatif ataklara karşı savunmasız kılmaktadır,
- Açık ve/veya gizli mevduat sigortası ile yetersiz denetim ve gözetimin neden olduğu ahlaki tehlike ve yolsuzluklar ile birlikte gelen aşırı yatırımlar,

- Ulusal paranın reel olarak aşırı değerlenmesi sonucu sürdürülemez boyutlara ulaşan cari açıklar ve/veya makroekonomik dengelerle uyumsuz kur politikaları,
- İdari ve yasal düzenleme yetersizlikleri, kısa vadeli yabancı sermayeye bağlı ve kur riskine karşı korunmamış büyük miktarlardaki dış borçlanmanın neden olduğu, banka bilançolarında ve kredi portföy kalitesinde bozulmaya izin veren zayıf bir finansal sistem,
- Spekülatif saldırılar ile şekillenen finansal paniktir.

Krizin ortaya çıkış sürecindeki ana etken olan ekonomilerde borçların geri ödenememesi olgusu, 1997 yılının Şubat ayında Tayland'da sinyal vererek başlayan kriz, yaz aylarından itibaren Güneydoğu Asya ülke ekonomilerinde hızla yayılmıştır.

Tablo 2.17 ve 2.18'de, Doğu Asya'da yaşanan 1997-1998 mali krizinin bölge ülkeleri ve dünya üzerindeki etkileri görülmektedir. Tablo 2.17, reel GSYİH büyüme oranındaki negatif veya keskin düşüşü gösterirken, Tablo 2.18 ise 1997-1998 yıllarında hisse senedi piyasalarındaki düşüşü ve para birimindeki değer kaybını göstermektedir.

Tablo 2.17 Reel GSYİH Büyümesi, 1995-1998.

BÖLGE/ÜLKE	1995	1996	1997	1998
Asya				
Tayland	8,8	5,5	-1,3	-9,4
Kore	8,9	6,8	5,0	-5,8
Endonezya	8,2	8,0	4,7	-13,7
Malezya	9,4	8,6	7,7	-6,7
Filipinler	4,7	5,8	5,2	-0,5
Hong Kong	3,9	4,5	5,3	-5,1
Singapur	8,2	7,5	9,0	0,3
Tayvan	6,0	5,7	6,8	4,9
Çin Halk Cumhuriyeti	10,5	9,6	8,8	7,8
Hindistan	8,0	7,4	5,5	5,8
Afrika	3,0	5,9	3,1	3,4
Orta/Doğu Avrupa	1,6	1,6	3,0	2,2
Rusya	-4,4	1,6	2,5	2,2
Orta Doğu	3,7	4,7	4,5	3,2
Batı yarımküre	1,5	3,6	5,3	2,2
Gelişmiş ekonomiler	2,6	3,2	3,2	2,2
DÜNYA	3,8	4,3	4,2	2,5

Kaynak: IMF, World Economic Outlook (Ekim, 1999).

Tablolardan krizin en ciddi ve derin olarak Tayland, Kore, Endonezya, Malezya ve Filipinler'de yaşandığı görülmektedir. Hong Kong, Singapur ve Tayvan çok daha az etkilenmiş (her ne kadar Hong Kong'un reel GSYH'si 1998'de bir düşüş yaşamış olsa da) ve Çin ve Hindistan çok daha da az etkilenmiştir.

Tablo 2.18 Asya Ekonomilerinde Hisse Senedi Fiyatlarındaki Yüzde Değişim ve Para Birimi Değer Kaybı, 1997-1998.

	Hisse Senedi Fiyatlarındaki % Değişim (ABD Doları) 1 Mayıs 1997- 1 Mayıs 1998	Yerel Paranın ABD Dolarına Göre Değer Kaybı (%) 22 Nisan 1997 - 22 Nisan 1998
Tayland	-55,6	51,1
Kore	-54,9	54,3
Endonezya	-76,7	229,1
Malezya	-62,5	51,4
Filipinler	-44,3	45,2
Hong Kong	-26,2	0,4
Singapur	-30,0	10,3
Tayvan	-16,7	20,3
Çin Halk Cumhuriyeti	MD	11,2
Hindistan	MD	0,4

Kaynak: IMF, World Economic Outlook (Ekim, 1999) ve IMF, International Financial Statistics (Haziran, 1998-99). (MD: Veri Mevcut Değil)

Bu son beş ekonomideki kriz, iç ekonomik nedenler ve finansal kötü yönetim ile aşırılıklardan ziyade, çoğunlukla önceki beş ülkeden (Tayland, Kore, Endonezya, Malezya ve Filipinler) bulaşma etkisinden kaynaklanmıştır.

2.4. 1998 RUSYA (RUBLE) KRİZİ

Sovyetler Birliği'nin 25 Aralık 1991'de dağılmasından sonra kurulan Rusya Federasyonunda, pazar ekonomisine geçiş ve özelleştirme çalışmaları hızlandırılmıştır. 1992 ile 1998 yılları arasındaki dönemde, yurtiçi fiyatlar serbest bırakılmış, dış ticaret liberalizasyonu gerçekleştirilmiş, Rus rublesinin değeri serbest piyasada belirlenmeye başlanmış ve devlete ait işletmelerin büyük bir kısmı özel sektöre devredilmiştir (Mustafaoğlu, 20 Ağustos 2019).

Hükümet pazar ekonomisine geçişin ilk adımı olarak 1992’de fiyat denetimini kaldırarak fiyatları serbest bırakmış, takip eden aylarda hızlı ve yoğun bir özelleştirme programı başlatmıştır. Fiyat kontrollerinin kaldırılması ve dış ticaretin serbestleştirilmesi, enflasyonun hızla yükselmesine neden olmuş, üstüne merkez bankasının para basması da eklenince enflasyon oranı 1991 yılında %100’ün üzerine çıkmış, 1992 yılında %2526’ya yükselmiştir (Özel, 2005: 84).

Dış ticaretin liberalizasyonu ile birlikte ithalat artmış, ihtiyaç duyulan birçok mal yurtdışından getirilmeye başlanmıştır. İthalat iç fiyatları düşürerek yaşanmakta olan enflasyonu baskılamış, 1992 yılında %2000 seviyelerini gören enflasyon oranı, 1993’te %131’e, 1996’da %22’ye, 1997’de %11’e gerilemiştir (Aras ve Öztürk, 2015: 243).

Hükümet piyasa ekonomisine geçmek için ikinci politika olarak devlet elindeki fabrikaların özelleştirilmesini benimsemiştir. Özelleştirmede genellikle işyerlerinin mülkiyeti hisselerle bölünüp işletmenin yöneticilerine ve işçilerine devredilmiş, karşılığında bu hisseleri alanlar biçilen değere göre devlete borçlanmışlardır (Bulutoğlu, 2002: 191). 1992-1995 yılları arasında tarım, hizmet ve sanayi sektörlerindeki küçük ve orta ölçekli işletmeler özel girişimcilere devredilirken, bütçe açıklarını finanse etmek amacıyla 1996 yılından itibaren devlet kontrolündeki bazı büyük ve karlı işletmelerin yönetimleri, alınan kredilerin karşılığı olarak (loan-for-share) bankalara satılmıştır. Hızlı bir özelleştirme programı ile piyasadaki özel işletmelerin toplam üretim içindeki payı 1994 yılı sonunda %78,5’e ulaşmıştır (Kotz, 2000: 212-214).

Ancak, bürokrasi fabrikaların özelleştirilmesini daha fazla hızlandıramamıştır. Çünkü bunları alacak yeterli yerli sermaye bulunmamakta, ayrıca hükümet gizli işsizleri açık işsize çevirmek istememektedir. Özelleştirilen işyerlerinin ise birçoğu işçilerine aylarca para ödememiş, bu yüzden üretimde sıkıntılar yaşanmıştır. 1992 başında 1 dolar 125 ruble iken 1995’te 5130 ruble olmuştur (Bulutoğlu, 2002: 191).

Diğer taraftan yapılan özelleştirme ihalelerinde siyasi çıkar gözlenmesi ve bu yolla değerinden çok düşük bedelle satışların yapılması, hem ülkenin önemli bir gelir kaynağından mahrum kalmasına hem de belirli gruplara maddi çıkar sağlanarak sosyal dengesizliklere neden olmuştur (Aras ve Öztürk, 2015: 253).

Pazar ekonomisine geçişte yaşanan sancılı bu döneme birde 1998 yılında ham petrol fiyatlarının son yıllardaki en düşük seviyeye inmesinin eklenmesi, büyük ölçüde ham petrol, doğal gaz ve maden ihracatçısı olan Rusya'nın döviz gelirlerinin düşmesine yol açmıştır.

Pazar ekonomisine geçişin 5. yılında Rusya'nın milli geliri 1991'e göre %40 oranında azalmıştır. Chubais'in, 1996 yılındaki seçimlerle Rusya'nın başına gelmesiyle birlikte, özelleştirme programlarında hızlı adımlar atılmıştır. Ancak, Başbakan Chubais döneminde hükümet, yabancı sermaye girişini özendirecek ve yabancı sermayeye güven verecek kurumsal düzenlemeyi yapamamıştır. Bu yüzden Rusya'ya yabancı sermaye girişi çok zayıf kalmıştır (Bulutoğlu, 2002: 191).

Tablo 2.19 Rusya'ya Yapılan Net Sermaye Girişleri (Milyar Dolar)

	1990-94 (ortalama)	1995	1996	1997	1998
Özel	-1,1	7,5	18,8	36,6	7,2
Sabit Sermaye	0,4	1,8	2,2	2,6	1,4
Portföy Yatırımı	0,0	0,3	0,9	1,0	0,6
Banka Kredileri	-3,3	4,3	7,1	9,9	-2,2
Diğer Krediler	1,8	1,1	8,7	23,2	7,3
Resmi (IMF vs.)	8,7	6,3	9,5	5,1	8,1
Toplam	7,6	14,8	26,1	41,7	15,3

Kaynak: Özel, 2005: 92.

1990'dan 1994'e kadar Rusya'ya giren yabancı sermaye miktarı yalnızca 7,6 milyar dolar civarındayken, 1995 yılından itibaren ülkeye yoğun bir sermaye girişi yaşanmış, 1997 yılındaki döviz girişi 41,7 milyar dolara ulaşmıştır. Tablo 2.19'da da görüleceği üzere sermaye girişleri, uzun vadeli sabit sermaye yatırımlarından ziyade banka kredileri ve diğer kredilerden oluşmaktadır.

Tablo 2.20 Rusya'nın Büyüme, Enflasyon ve İşsizlik Oranları, 1994-1998

	1994	1995	1996	1997	1998
Cari GSYH, (Milyar \$)	277	357	440	450	434
Reel GSYH % Büyümesi	-12.6	-4.0	-2.8	0.8	-1.0
Enflasyon	219.4	131.3	21.8	11.1	84.5
İşsizlik Oranı	7.0	8.8	9.1	9.3	9.0

Kaynak: IMF, 1998c; Deutsche Bank Research.

1992 yılından itibaren uygulanan politikaların şüphesiz en önemli başarısı, 1992 yılı başında fiyatların serbest bırakılmasıyla %2500'lere kadar yükselen yıllık enflasyon oranlarının düşürülebilmesi olmuştur. 1996 yılından itibaren ekonomide yaşanan iyileşmelere paralel olarak enflasyon oranları ile beraber faiz oranları düşürülerek, borçlar geri ödenmeye başlanmıştır.

Dış ticaretin serbestleştirilmesi ve uygulanan diğer ekonomik politikalarıyla yıllık ortalama enflasyon oranı 1995 yılında % 131'e, 1996 yılında % 22'ye ve 1997 yılında ise % 11'lere kadar düşürülmüştür. Reel GSYH ise 1991 yılından sonra ilk kez 1997 yılında % 0,8 civarında bir artış göstermiştir.

Tablo 2.21 Rusya Federasyonu Bütçe Dengesi (GSYH'ye Oranı, %)

	1994	1995	1996	1997	1998 (T)
Genişletilmiş Bütçe					
Gelirler	37.1	33.5	32.0	31.8	30.9
Harcamalar	46.8	39.5	41.0	40.0	35.9
Toplam Denge	-9.7	-6.0	-9.0	-8.2	-5.0
Faiz dışı Denge	-8.8	-2.3	-3.0	-3.4	0.2
Federal Bütçe					
Gelirler	14.1	13.7	12.5	12.1	10.7
Harcamalar	24.0	19.3	19.2	19.0	14.9
Toplam Denge	-9.8	-5.6	-7.7	-6.9	-4.2

Kaynak: IMF, 1998c (T: Tahmin).

Bütçe açığı ise Rusya Federasyonu için sürekli olarak önemli bir sorun kaynağı olmuştur. Sovyetler Birliği'nin dağılmasından itibaren aşılamayan ve kronik bir sorun haline gelen bütçe açığı, ülkeye özgü siyasal ve ekonomik olguların bir sonucu olarak ekonomiyi açmaza sürükleyen temel etkenlerden birisidir (Bush, 1997: 7).

Bütçenin harcama kalemlerinde yapılan ciddi kısıtlamalara rağmen finansman açığı devam etmiştir. Bütçe gelirlerinin GSYH'ye oranı % 12, bütçe dışı fonlar, mahalli idareler ve sosyal güvenlik sisteminin de dahil edildiği genişletilmiş bütçe gelirlerinin GSYH'ye oranı %31-32 civarında, sadece vergi gelirlerin oranı ise %12'ler seviyesindedir. Buna karşın yerel ve merkezi anlamda toplam kamu harcamalarının GSYH'ye oranı ise %40-41'dir. Dolayısıyla GSYH, %8-9'luk bir bütçe açığı vermektedir (Aras ve Öztürk, 2015: 247).

Sermaye hareketlerinin serbest olması ve ülkede uygulanmakta olan sabit kur politikalarının verdiği cesaretle ülkeye akın eden yabancı sermaye, 1997'nin ortalarında patlak veren Doğu Asya krizi ve petrol fiyatlarının düşmesi gibi gelişmeler sonucunda Rusya'nın ödemeler dengesinin bozulmasıyla birlikte ülkeyi terk etmeye başlamıştır. Bütün bu olumsuz gelişmeler sonucunda, Rus Hükümeti özel dış borç ödemeleri için 90 günlük moratoryum ilan etmiştir (Yay, vd, 2001: 40-41).

Diğer taraftan, Rusya'da başlayan krizde kamu açıklarının finansmanının kısa vadeli borçlanma ile karşılanmaya çalışılmasının etkisi büyük olmuştur. Bu amaçla çıkartılan hükümet bonolarının önemli bir bölümünü, Rusya'ya yatırım yaparken ülkenin *"iflas etmeyecek kadar büyük"* (too big to fail) bir ülke olduğunu düşünen yabancı yatırımcılar tarafından satın almış, ancak hükümetin aşırı boyutlara ulaşan kısa vadeli borçların ödenmesini erteleme kararı alması krizin fitilini ateşlemiştir (Seyidoğlu, 2001: 586).

Moratoryum ilan edilmesiyle IMF' den yardım alınması konusu gündeme gelmiş ve 1998 yılı Temmuz ayında Rus Hükümeti IMF ile bir Stand-by anlaşması imzalayarak, 12.5 milyar doları 1998 yılında olmak üzere, 1999 yılı sonuna kadar toplam 15.1 milyar dolarlık finansman imkanı sağlamıştır. Ayrıca Dünya Bankası ve Japon Hükümetinin yardımlarıyla birlikte Rus Hükümeti, 1999 yılı sonuna kadar 22.6 milyar dolarlık finansman imkanına kavuşmuştur.

Sağlanan yeni dış kredi imkanlarının da desteğiyle Rus Merkez Bankası her ne kadar rublenin değerini değiştirmeyeceğini açıklamış olsa da devalüasyon beklentilerini azaltamamıştır. Bunun üzerine hükümet piyasaları yatıştırmak üzere 17 Ağustos 1998

tarihinde yapılan mini bir devalüasyonla 5.27 - 7.13 olan ruble koridorunu 1998 yılı sonuna kadar 6.0 - 9.5 olarak belirlendiğini açıklamıştır.

Yapılan bu devalüasyonla birlikte kriz sürecine giren ülkede şu olumsuz gelişmeler yaşanmıştır (Aras ve Öztürk, 2015: 262-263):

- Öncelikle enflasyon oranları hızla artmaya başlamıştır. 1997'de %11'lere düşürülen enflasyon oranı, 1998'de tekrar %84,5 olarak gerçekleşmiştir.
- Bankaların borç ödeme gücünü kaybetmesi sonucu birçok banka batmıştır.
- Ülke ekonomisine güven sarsılmış, ciddi miktarlarda yabancı sermaye ülkeyi terk etmiştir.
- Rusya'nın borçları daha da artmış, dış borçların GSYH'ye oranı 1997'de %42,6 iken 1998'de %70'e yükselmiştir.
- Devlet ve hükümet başkanının siyasi gücü zayıflamıştır.
- Krizin ağır sosyal bedelleri de olmuş, kişi başına milli gelir 1997'de 2713 dolar iken 1998'de 1835 dolara düşmüştür.
- İlk defa 1997'de pozitif büyüme kaydeden ülke ekonomisi 1998'de %5,3 küçülmüştür.
- Döviz rezervleri ciddi oranda azalmıştır. Ülkenin döviz rezervleri, rubleyi korumak amacıyla 21 milyar dolardan Haziran-1998'de 11,2 milyar dolara gerilemiştir.
- Yaşanan krizden başta SSCB'nin dağılmasının ardından bağımsızlıklarına kavuşan Orta Asya ülkeleri olmak üzere, gelişmekte olan ülkeler ile dünya ekonomisi ve finans piyasaları da olumsuz etkilenmiştir.
- Dış ticaret daralmıştır. Gerek ham petrol fiyatlarının süratli düşüşü, gerekse altın fiyatlarındaki azalma ve Asya Krizi ile bağlantılı olarak ihracatta daralmıştır. 1998 yılında petrol ve hammadde ihracatı 1997'ye göre %83 düşmüştür. İthalat ise %15,1 azalmıştır.

Yaşanan kriz nedeniyle Rusya ekonomisi 1998 yılında %5,3 küçülmüş, ancak krizden sonra petrol fiyatlarının yükselmesiyle birlikte ülke hızlı bir büyüme sürecine girmiştir. 1998 yılında % 85 düzeylerinde olan enflasyon oranı, Vladimir Putin'in başkan olduğu 2000 yılında % 20'lere gerilemiştir (Engin, 2007: 47).

Rusya’da yaşanan krizin önemli bir sonucu yabancı yatırımcıların gelişmekte olan ülke yatırımlarını artık çok riskli olarak kabul etmeleri ve yatırım portföylerinden bu ülkelere ait menkul kıymetleri satmaya başlamaları ile yeni yatırım yapmaktan kaçınmalarıdır. Özetle Rusya krizi ile birlikte az gelişmiş ülkelerin yabancı piyasalardan borçlanması güçleşmiş ve dış borçlanmanın maliyeti yükselmiştir (Seyidoğlu, 2001: 586; Aras ve Öztürk, 2015: 243).

2.5. 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZ (SUBPRİME MORTGAGE KRİZİ)

2007 yılının ortalarında ABD’de konut piyasasında oluşan balonun patlamasıyla başlayan ve kısa sürede finansal ve reel kesimlere sıçrayan kriz, 2008 ve 2009 yıllarında tüm dünyayı etkisi altına alarak eşi benzeri olmayan global bir finansal ve ekonomik krize dönüşmüştür. 2008 yılının son çeyreğinde yoğun olarak yaşanan kriz, dünya ekonomisinin 1929 Büyük Buhran’dan sonra gördüğü en büyük ekonomik felaket olmuştur.

ABD’de konut sektöründeki sorunlarla başlayıp, 2008’in son çeyreğinden itibaren kendisini dünya çapında hissettiren ve 2009’un ilk çeyreğinde dibi görerek ikinci çeyrekte dipten dönüş sergileyen küresel kriz, tüm ülkeler için önemli ölçüde üretim ve refah kayıplarına neden olmuştur (Dalyancı, 2010: 146).

2008 Küresel Finans Krizi, altında emlak fiyatlarının şişkinliğinin yattığı, yüksek orandaki türev ürünler bileşimi ile kişi ve kurumlara yüksek miktarlarda verilmiş olan mortgage kredilerinin neden olduğu bir krizdir (Eğilmez, 2009: 68). Mortgage; Fransızca “taşınmaz” anlamına gelen “Mort” kelimesi ile Almanca “Depozit” anlamına gelen “Gage” sözcüklerinin birleşiminden oluşmuş bir kelime olup, bir taşınmazın alınan kredi karşılığında rehin olarak verilmesi olarak tanımlanabilmektedir (Önal, 2010: 4).

Krizin temelinde gelir seviyesi düşük ve kredi profili zayıf sahip olan hane halklarına verilen yüksek riskli subprime¹² ipotekli konut kredileri (subprime mortgage loan) yatmaktadır (Hevner, 2009: 135; Kutlu ve Demirci, 2011: 123). Krizin ortaya çıkış süreci şu şekilde özetlenebilmektedir.

¹² Dilimize “eşik altı” olarak girmiş olan sözcük, ABD’de alt gelir grubuna kullandırılan ve geri ödenmeme riski yüksek kredileri tanımlamak için kullanılan bir kelimedir.

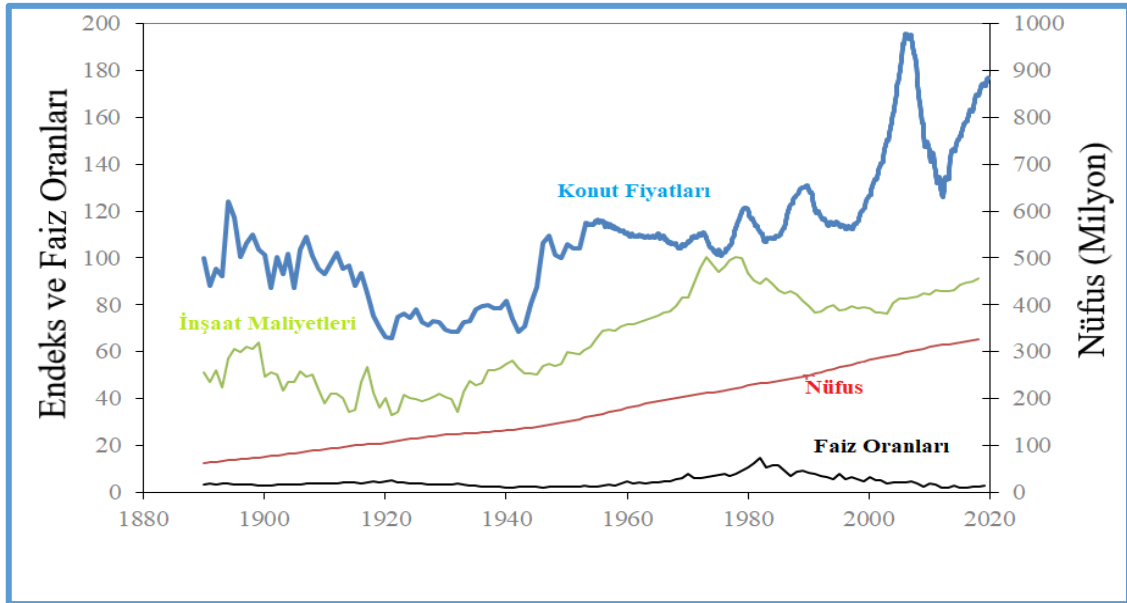
Küresel finans krizinin kökeni 2000’li yıllara kadar gitmektedir. 2000’li yılların başında uluslararası finansal alanda yaşanan gelişmelerin en belirgin özelliklerinden birisi, küresel likidite koşullarındaki genişlemedir. Özellikle 1997 Asya krizinin ardından başta Çin olmak üzere Asya ülkelerinin merkez bankalarının döviz rezervleri önemli ölçüde artmıştır. Bu durum ülkelerin artan döviz rezervlerini ABD gibi riskin düşük olduğu kabul edilen gelişmiş ülkelerde değerlendirmelerine, dolayısıyla likiditenin de genişlemesinde etkili olmuştur. Ayrıca, bu dönemde yaşanan verimlilik artışları ile petrol ve diğer mal fiyatlarındaki hareketlilik, likidite bolluğuna katkı sağlayan diğer unsurlar olmuştur. Likiditede yaşanan bolluğun sonucu olarak faiz oranları çok düşük seviyelere gerilemiş, kredilere ulaşmak kolaylaşmış, buna bağlı olarak başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerde harcamalar aşırı oranlarda genişlemiştir.

2000 yılında ABD’de ki yüksek teknoloji şirketlerinin hisse senetlerinden oluşan balonun patlamasının ve ardından 11 Eylül 2001’deki saldırıların bir sonucu olarak ABD ekonomisinde 2001 ve 2002 yıllarında ekonomik durgunluk yaşanmış, yaşanan bu durgunluğu önlemek ve ekonomiyi tekrar canlandırmak amacıyla ABD Merkez Bankası (Federal Reserve-FED), 2001’de %6,5 olan kısa vadeli faiz oranlarını 2003 yılına kadar %1 seviyesine kadar indirmiştir. Kısa vadeli faiz oranlarının düşürülmesiyle birlikte bankaların kullandıkları tercihli faiz oranı (prime interest rate) ile değişken faizli ipotekli konut kredilerinde uygulanan faiz oranları da düşmüştür. 2002 yılı Ocak ayında %1,14 olarak gerçekleşen enflasyon oranı ise ülke tarihinin en düşük oranlarından biri olmuştur (Kutlu ve Demirci, 2011: 122). Yapılan faiz indirimleri konut kredilerine olan talebi artırarak konut sektörünü canlandırmış, kârlarını artırmak isteyen bazı bankalar düşük gelirli kişilere de ipotekli konut kredileri kullandırmıştır (Ünal ve Kaya, 2009: 3).

Faiz oranları ve enflasyon oranının düşük seviyelerde olması konut satın alma maliyetlerini de düşürmüştü, buna bağlı olarak konut kredilerine olan talep de artmıştır. 2000 yılından itibaren sermayenin konut sektörüne kaymaya başlamasıyla birlikte konut fiyatları artmaya başlamış, faiz oranlarının düşük olması nedeniyle konut talebinin de artmasıyla fiyat artışları giderek daha da hızlanmıştır (Kutlu ve Demirci, 2011: 122).

İpotekli konut kredisi sektöründeki sorunlar 2003 yılından itibaren ortaya çıkmaya başlamıştır. Para hacminin yüksek olması nedeniyle ABD’de ki bazı finansal kuruluşların, 2003 yılından itibaren kredibilitesi düşük olan kişilere mortgage kredisi

vermeleri, ülkede geri dönüşü oldukça riskli olan bir mali yapıya yol açmıştır. Bankalarca herhangi bir işi, geliri veya varlığı bulunmayan kişilere dahi kredi verilmesiyle, toplam konut kredileri içinde düşük gelirli kişilere verilen kredi miktarının giderek artmıştır. Kamuoyunda alt gelir ve ya NINJA¹³ kredileri olarak adlandırılan bu uygulamalar konut fiyatlarının çok hızlı bir biçimde artmasına sebep olmuştur (Oskay ve Kubar, 2010: 71).



Şekil 2.14 ABD’de Konut Piyasası Reel Fiyatları (1890-2019)

Kaynak: Robert J. Schiller Online Data, <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

Şekil 2.14’de ABD’de konut fiyatlarının 1890’dan günümüze kadar olan dönemdeki reel değerleri ile inşaat maliyetlerindeki değişimler ve ABD’nin nüfus artışı ve faiz oranları görülmektedir. Konut fiyatları reel olup enflasyondan arındırılmış olarak şekilde yer almaktadır. ABD’de konut fiyatlarının 2000’li yıllara kadar çok fazla dalgalı bir seyir izlemediği, ancak 1998 yılından itibaren hızlı bir şekilde arttığı görülmektedir.

2001 – 2006 yılları arasında kullanılan subprime ipotekli konut kredisi miktarında önemli artışlar meydana gelmiştir. Buna bağlı olarak, konut fiyatları da reel olarak %125 oranında artmıştır. Bu dönemde kullanılan kredilerin toplamında 7 kat artış olmuş, 94 milyar dolardan 685 milyar dolara yükselmiştir. 2001 yılı içerisinde 154.000

¹³ No income, no job, no asset kelimelerinin baş harflerinden oluşturulan NİNJA kelimesi; geliri, işi ve varlığı olmayan kişiler için kullanılmaktadır.

kişiyeye subprime ipotekli konut kredisi kullanılırken, 2006'da 753.000 kişi kredi kullanmıştır. Belirtilen yıllar arasında yaklaşık 5 milyon konut, subprime ipotekli konut kredileri ile finanse edilerek satın alınmıştır (Jaffee, 2008: 10-11; Kutlu ve Demirci, 2011: 123).

Bu süreçte, riskli subprime ipotekli konut kredilerinin boyutu artmıştır. Faiz oranlarının düşük olmasının geleneksel yatırım araçlarındaki getiriyi sınırlandırması, yatırımcıların getirisi daha yüksek, ancak çok daha riskli yatırım araçlarına yönelmesine neden olmuştur (Boeri ve Guiso, 2007: 39). Bu bağlamda, bu yüksek riskli subprime ipotekli konut kredilerden doğan alacakların önemli bir bölümü de “menkul kıymetleştirilme (seküritizasyon)¹⁴” yoluyla emlak kredileri, uluslararası piyasalara ihraç edilmiştir.

Subprime ipotekli konut kredilerinden doğan alacakların seküritizasyonu ile; 2001'de 87,1, 2002'de 122,7, 2003'te 195, 2004'te 362,63, 2005'te 465 ve 2006'da 448,6 milyar dolarlık ipoteğe dayalı menkul kıymet (mortgage backed security-MBS) ihraç edilmiştir. 2001 yılında kullanılan subprime konut kredisi tutarının %46'sı kadar seküritizasyon yapılmışken, bu oran giderek artarak 2006'da %75'e ulaşmıştır (Ashcraft ve Schuermann, 2008: 2, Polat, 2018: 179).

Böylece, yoğun menkul kıymetleştirme nedeniyle kredi riskleri bütün mali kesime yayılarak, bu durumun merkezinde inşaat sektörünün ve finansal piyasaların bulunduğu ve küresel piyasalar tarafından fonlanan talebin tetiklediği ekonomik bir balona dönüşmüştür (Birdal, 2009: 1).

2006 yılının ikinci yarısından itibaren, FED enflasyonun artacağı endişesiyle faiz oranını yükseltmeye başlamış ve kısa vadeli faiz oranlarını % 5,25 seviyesine çıkarmıştır. Faizlerin yükselmesi ile birlikte konut satış fiyatları ve kira gelirleri de piyasa seviyesinin altına inmiş, bu nedenle krediyi kullanan düşük gelirli subprime kredi borçlusu gruplar aldıkları kredileri düzenli olarak ödeyememeye başlamışlardır (Arıkan, 2008: 40).

¹⁴ Menkul kıymetleştirme geleneksel olarak likit olmayan banka kredilerinin piyasalarda kolayca pazarlanabilir senetlere dönüştürülme işlemidir. Menkul kıymetleştirme kredi riskinin transfer edilmesine izin vermektedir (Parasız, 2009: 65).

Sözleşmeye bağlı, vadesi henüz gelmemiş ipotekli konut kredisi, araç kredisi, kredi kartı borcu benzeri çeşitli borçların bir havuzda toplanarak menkul değer olarak satılması şeklindeki finansal uygulamalardır (Roubini ve Mihm, 2012: 69).

FED'in bu müdahalesi konut piyasasında oluşan balonun patlamasına yol açarak şekil 21'de de görüleceği üzere 2006 yılında zirve yapan konut fiyatlarının düşmeye başlamasına sebep olmuştur. Diğer taraftan faiz oranlarının yükselmesi ve konut fiyatlarının düşmesi nedeniyle birçok hane halkının borcu konutlarının değerini aşmıştır (Hedlund ve Kahn, 2009: 5; Bianco, 2008: 5).

Konut kredilerinde geri ödeme problemlerinin başlamasıyla banka portföylerindeki hacizli konut sayısı artmış, bankaların bu konutları tekrar piyasaya arz etmesiyle de konut fiyatları daha fazla düşmeye devam etmiştir (Özcan, vd, 2009: 233).

Buna ilave olarak, konut kredileri için gereken finansmanı yatırım bankalarının ihraç ettikleri tahviller ile borçlanarak sağlayan bankalar, bu dönemde kredi kullanacak bireylerin alacakları daire veya evlerin bedelinin tamamına, hatta konut değerinin %110'una varan tutarlarda kredi çekebilme imkanı tanınması, kredilerin geri dönüşünü zora sokmuştur.

Bu süreç içerisinde önemli sanayileşmiş ülkelerin merkez bankaları finansal piyasalarda oluşan baskıyı azaltmak amacıyla, 2008 yılı Ağustos ve Eylül aylarında piyasalara eşgüdümlü olarak yüklü miktarlarda likidite fonlamışlardır. Alınan bu önlemlere rağmen piyasalardaki endişelerin dindirilememesi sonucu, Kongre 7 Eylül 2008 tarihinde Fannie Mae¹⁵ ve Freddie Mac¹⁶'in yönetimini Federal Emlak Finansmanı Otoritesi'nin (Federal Housing Finance Agency-FHRA) devralmasına izin vermiş (Parasız, 2009: 115), devralma işlemi 187 milyar dolara mal olmuştur (thebalance.com, 17.01.2020).

Aslında 2007 yazının sonlarında Lehman Brothers'daki bir piyasa ekonomisti *"Bir mayın tarlasındayız. Mayınların nereye gömülü olduğunu kimse bilmiyor."* (Roubini ve Mihm, 2012: 96) diyerek malum sonu işaret etmiştir.

¹⁵ Fannie Mae: 1968 yılında kurulmuş olup, yarı kamu kuruluşu olan Federal Ulusal İpotek Birliği (Federal National Mortgage Association) için kullanılmaktadır. Fannie Mae, belirli kural ve prensipler çerçevesinde sözleşmeye dayalı mortgage konut kredisi satın almaktadır.

¹⁶ Freddie Mac:1970 yılında ABD Kongresi tarafından verilen yetkiyle kurulmuş olup, ABD'de faaliyet gösteren İpotekli Konut Kredisi Kuruluşu (Federal Home Loan Mortgage Corporation) için kullanılmaktadır (Parasız, 2009: 66).

Hükümet ve FED, Lehman Brothers'ı kurtaramayacaklarını açıklamışlar, Maliye Bakanlığı ise Lehman'ın batmasından kaynaklanacak sorunların çok ciddi olmayacağına karar vererek, karşı taraflar için hiçbir koruma sağlamaksızın şirketin batmasına göz yummuştur (Krugman, 2009: 163). Eylül ayında banka hisselerinde yaşanan büyük panik ve satışlardan sonra ABD hükümeti ve Hazine Bakanı Paulson'un imzasıyla, Amerika'nın 5. büyük bankası olan ve 158 yıllık tarihinde hiçbir çeyrekte bile zarar etmemiş olan Lehman Brothers'ın 15 Eylül 2008'de iflas etmesine izin verilmiş (Oskay ve Kubar, 2010: 73) ve kriz dünyanın en büyük yatırım bankalarından Lehman Brothers'ın iflasıyla patlak vermiştir (Erdem, 2013: 135). Lehman Brothers'ın batışı ihraç etmiş olduğu milyarlarca dolarlık kısa vadeli krediyi değersiz hale getirmiş, panik halindeki yabancı bankalara kısa vadeli kredi veren bankalar, faiz oranlarını 400 baz puanın üzerinde arttırmıştır.

Lehman'ın batışı, krizin bir nedeni olmakta ziyade, krizin ne kadar derin olduğunun bir göstergesidir. Lehman iflasını isteyeceğini ilan ettiğinde, zaten 10 aydır ciddi bir durgunluk içinde olan ABD ve diğer sanayileşmiş ülkeler, bir durgunluğa girmenin eşiğindeydi (Roubini ve Mihm, 2012: 115).

Lehman Brothers'ın iflas etmesini, Merrill Lynch ve American International Group (AIG) gibi Amerika'nın en büyük finans kurumlarının iflasları takip etmiştir. Lehman'ın iflasını ilanından sonra bütün rating kuruluşları AIG'nin kredi notunu düşürmüştür. Sigorta devinin yarım trilyon dolarlık AAA ratingli CDO (collateralized debt obligations)¹⁷ dilimlerine sağladığı garanti fiilen sorgulanır hale gelmiş (Roubini ve Mihm, 2012: 119), 16 Eylül 2008 tarihinde dünyanın en büyük sigorta şirketi olan AIG'in hisse senetlerinin % 60 değer kaybetmesi üzerine FED, AIG'i kurtarmak için 85 milyar dolar borç vermiştir (Parasız, 2009: 115). Ekim ve Kasım aylarında, FED ve Hazine kurtarmayı yeniden yapılandırarak toplam tutarı 182 milyar dolar gibi yüksek miktarda mali destek sağlamıştır. Diğer taraftan, iflas eden birçok banka ya başka bankalara satılmış ya da hükümet tarafından desteklenmek durumunda kalmıştır.

¹⁷ Collateralized Debt Obligations: Teminatlı Borç Senetleri.

Krizin Amerikan ekonomisine maliyeti zaman ilerledikçe makroekonomik göstergelerde kendini iyiden iyiye belli etmiştir. Eylül 2007’de 162 milyar dolar olan bütçe açığı, Eylül 2008’de rekor kırarak 455 milyar dolara çıkmıştır (Arıkan, 2008: 11).

2007’de %2,85 olan enflasyon oranı 2008’de %3,85’e yükselmiş, Mart 2007’de %4,4 olan işsizlik oranı ise Aralık 2009’da %10 seviyesine ulaşmıştır. 2008’in son çeyreğinde ekonomi %6,3 oranında daralmış, GSYH 2009’un ilk çeyreğinde %5,5, ikinci çeyreğinde ise %0,7 oranında küçülmüştür (Kutlu ve Demirci, 2011: 126).

Amerika’da eşik altı konut kredilerinde meydana gelen dalgalanma sadece ABD finans piyasalarını etkilememiş, dünya piyasaları üzerinde de yıkıcı sonuçları olmuştur. Özellikle, eşik altı konut kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi yoluyla uluslararası piyasalara arz edilmesi, bu kredilerin teminat olarak kabul edildiği sermaye piyasası araçlarının yaygınlığı ile beraber krizin çok hızlı bir biçimde uluslararası piyasalara yayılmasında etkili olmuştur. Şöyle ki, teminatlı borç senetlerinin ve değerlerini dayandırdıkları ipotēge dayalı menkul kıymetlerin yabancı yatırımcılara satılmış olması, dolaylı olarak krizin Amerika’dan dünyanın diğer yerlerine dağılmasına sebep olmuştur. Bunun yanında finansal piyasalardaki düzenleyici ve denetleyici uygulamalardaki aksaklıklar da eşik altı piyasalarda yaşanan riskli genişlemenin kontrol edilmesini engelleyerek krizin derinleşmesine katkı sağlamıştır.

Roubini ve Mihm (2012: 69-94), 1997-2006 döneminde konut sektöründe hızlı büyüme sonucunda oluşan balon ve reel konut fiyatlarının %100 artmasının arkasında yatan sebepleri şöyle sıralamaktadırlar:

- i. 2001 sonrasında FED’in faiz oranlarını çok düşük seviyede tutması,
- ii. Küresel tasarruf fazlası nedeniyle uzun vadeli faizlerin çok düşük seviyelere inmesi,
- iii. ABD’de geleneksel olarak uygulanmakta olan konut destekleme politikaları ve bu sektörde görülen kolaylaştırıcı vergi uygulamaları,
- iv. Eşik altı krediler dışında da gözlemlenen denetleme ve düzenleme eksikliğinin borç vermeyi kolaylaştırması,
- v. Seküritizasyon nedeniyle ortaya çıkan aşırı borç verme faaliyetleri ve kredi standartlarının düşüklüğü,

vi. Konut fiyatlarının artmaya devam edeceğine dair oluşan yanlış beklenti.

Kuttner ise 2008 Küresel Finansal Krizine neden olan 7 ölümcül hata işlendiğini ileri sürmekte ve bu hataları şöyle sıralamaktadır:

- i. Konut kredilerinin spekülasyon aracı haline gelmesine izin verilmesi,
- ii. Moody's ve Standart and Poors (SP) gibi regüle edilmemiş bazı kredi derecelendirme kuruluşlarının bono derecelendirmesi yapmasına izin verilmesi,
- iii. Eşik altı kredilerin denetlenmesinde zafiyet gösterilmesi,
- iv. Aşırı kaldıracı sınırlamada başarısızlık,
- v. Çıkar çatışmalarını gözetim altında tutmada başarısızlık,
- vi. Hedge fonları ve girişim sermayesinin regüle edilmesinde başarısızlık
- vii. Glass-Steagall Yasası'nın (GSA¹⁸) yürürlükten kaldırılması (Bocutoğlu, 2015: 299).

Claessens vd.'ne (2010) göre, 2008 krizi kendisinden önce yaşanan krizlerden dört noktada ayrılmaktadır:

1. Karmaşık ve saydam olmayan finansal araçların geniş boyutlu kullanımı,
2. ABD odaklı olup ulusal ve uluslararası düzeyde finansal piyasalar arasındaki karşılıklı bağımlılığın kısa dönemde artması,
3. Finansal kurumların kaldıraç etkisi şiddetinin hızlanması,
4. Hanehalkı kesiminin merkezi bir rol oynaması.

Özetlersek küresel finansal krizin nedenlerini 6 başlık altında toplayabiliriz:

- i. Bol likidite ve gayri ciddi kredilendirmeler,
- ii. Menkul kıymetleştirme,
- iii. Şeffaflık eksikliği,
- iv. Derecelendirme kuruluşlarının yetersizlikleri,
- v. Düzenleyici denetleyici kuruluşların esneklikleri,

¹⁸ GSA, ticari bankalar ile yatırım bankalarının birbirinden ayrılmasını öngörmektedir. Yatırım bankaları ile ticari bankalar iki ayrı kategori olarak nitelendiren GSA'ya göre birbirleri ile örgülü bir ilişki içinde bulunmamaları gerekmektedir. Ancak süreç içerisinde GSA'nın içi öyle boşaltılmıştır ki fiilen olmasa da pratik olarak uygulamadan kalmıştır (Bocutoğlu, 2015: 283).

vi. Konut fiyatlarında ve büyüme oranlarındaki düşüş, işsizlik oranındaki artışlar, enflasyonist baskı, regülasyonlar ve müdahaleci yaklaşımlar.

Genel olarak 2000’li yılların ikinci yarısından itibaren adım adım sinyal veren, ancak 2008’in son çeyreğinde kendisini hissettirerek küresel bir boyut kazanan kriz, öncelikle özel kesimin borçlanma mekanizmasından kaynaklanmaktadır. ABD, Japonya ve AB ülkeleri başta olmak üzere hane halklarının konut kredisi yükümlülüklerinin GSYH içerisindeki payı 2000’li yıllar boyunca giderek artmıştır. 2001 – 2010 yılları arasında yaklaşık olarak İngiltere’de bu oran %60’lardan %84’lere, ABD’de %52’lerden %72’lere, AB ülkelerinde %30’lardan %41’lere yükselmiştir. Borç krizi yaşayan özellikle gelişmiş ülkelerdeki hane halklarının toplam yükümlülüğü de ciddi bir oranda artmıştır.

Yaşanan tüm bu ekonomik olayların neticesinde 2009 yılında Dünya ekonomisi, Büyük Buhran’dan bu yana en büyük ekonomik daralmayı yaşamış, kriz nedeniyle tüm ülkelerin büyüme oranları negatif yönde etkilenmiştir. Küresel kriz öncesi dönemde ortalama büyüme oranları yüzde 4-5’lerde seyrederken, kriz sonrasında dünya ekonomisi yüzde 0,7 daralma göstermiştir. Kriz sonrasında hızlı bir toparlanma olmasına rağmen takip eden yıllarda ortalama büyüme yüzde 3,5 civarında gerçekleşmiştir (IMF, 2015).

2009 yılında krizin varlığını ağır bir şekilde hissettirmiş, ABD, Japonya ve AB üyesi ülkelerin büyük bir bölümü bu dönemde ağır bir yara almıştır. ABD ekonomisi 2009 yılında % 3,5 daralmış, işsizlik oranı %5’lerden %10’lara çıkmıştır. Fakat krizin arkasından ekonomi hızlı bir şekilde toparlanarak büyüme hızı %2-3 seviyelerine yerleşmiştir (Aslanoğlu, 2015: 324). Gelişmekte olan ülkelerde ise %8 seviyelerinde seyreden büyüme hızları, kriz sonrasında %2’nin altına düşmüş, gelişmiş ülkelerde ise büyüme hızları %2’lerden -%4 seviyesine kadar gerilemiştir. Dolayısıyla kriz sonrasında dünya çapında büyük bir refah kaybı yaşanmıştır.

Euro bölgesi ve Japonya ise krizden ABD’den daha fazla etkilenmişlerdir. Euro bölgesi 2009 yılında % 4,3 daralırken Japon ekonomisi kriz döneminde %6,3 oranında daralmıştır. Euro bölgesi cılız bir toparlamadan sonra 2012 ve 2013 yıllarında resesyon yaşamış, Japonya ise kriz sonrasında hızla toparlansa da yaşadığı tsunami ve depremin etkisi ile tekrar resesyona girmiştir.

Diğer taraftan Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin, 2000’li yıllardan itibaren 2008 krizine kadar dünya ekonomisinde büyümenin lokomotifi olmuşlardır. Ancak Rusya, hem Ukrayna kaynaklı yaptırımlar hem de petrol fiyatlarındaki düşüşün etkisiyle kriz sonrası dönemde resesyona girmiştir. Brezilya’da ise iç kamu kesimindeki sorunlara ilave olarak petrol fiyatlarındaki düşüşünde etkisiyle büyüme oranları çok düşük seviyelerde kalmıştır.

Tablo 2.22 2008 Krizi Öncesi ve Sonrası Dönemde Büyüme Oranları (2005-2014)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dünya	4,8	5,1	5,1	3,0	-0,7	5,3	4,0	3,5	3,3	3,3
ABD	3,1	2,8	2,0	0,4	-3,5	2,4	1,8	2,8	2,2	2,4
Euro Bölgesi	1,5	2,8	2,7	0,6	-4,3	2,0	1,4	-0,7	-0,5	0,8
Japonya	1,9	2,4	2,3	-1,2	-6,3	4,5	-0,6	1,4	1,6	0,1
Afrika	5,6	6,1	6,2	5,6	2,8	5,3	5,3	5,1	5,2	4,8
Orta Doğu	6,1	5,7	6,3	5,3	2,6	5,0	3,5	4,9	2,2	2,8
Brezilya	3,6	3,8	5,7	5,1	-0,6	7,5	2,7	1,0	2,5	0,1
Rusya	6,9	7,4	8,1	5,6	-7,8	4,3	4,3	3,4	1,3	0,6
Çin	10,4	11,6	13,0	9,6	9,2	10,4	9,3	7,7	7,8	7,4
Hindistan	9,0	9,8	9,4	6,4	6,8	10,1	7,7	4,7	5,0	5,8
Türkiye	8,4	6,9	4,7	0,9	-4,8	9,2	8,8	2,2	4,1	3,0

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, (Ekim 2015).

Krizle birlikte 2009 yılında %0,7 daralan dünya ekonomisi 2010 yılına gelindiğinde %5,3 gibi güçlü bir büyüme gerçekleştirmiştir. Bunun bir nedeni baz etkisi iken, bir diğer nedeni de ülkelerin krizi aşmak amacıyla devreye soktukları para ve maliye politikalarının desteğidir. Birçok ülke merkez bankası faizleri tarihsel olarak en düşük seviyelere çekerken, diğer taraftan da piyasaya yüksek oranda likidite sağlamışlardır. FED uyguladığı politika faizini %4’den %0’a çekerken, bilançosunun aktif büyüklüğünü 4,4 trilyon dolara çıkarmıştır. Ayrıca uyguladığı genişletici maliye politikası çerçevesinde 2009 başında yaklaşık 780 milyar dolarlık ek bir maliye politikası desteğini devreye sokmuştur (Aslanoğlu, 2015: 326).

Tablo 2.23 2008 Krizi Öncesi ve Sonrası Dönemde Ortalama Enflasyon Oranları (2006-2012)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Gelişmiş Ülkeler	2,4	2,2	3,4	0,1	1,5	2,7	2,0
Gelişmekte Olan Ülkeler	5,4	6,4	9,3	5,2	6,1	7,2	6,1
Türkiye	9,7	8,4	10,1	6,5	6,1	10,3	6,4

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, (Ekim 2015).

Krizin etkilerinin azaltılması amacıyla uygulanan genişletici para ve maliye politikalarının enflasyon oranları üzerinde genişletici bir etki yaratmadığı tablo 2.23’de görülmektedir. Gelişmiş ülkelerin enflasyonu kriz öncesinde %2-3 seviyelerinde gerçekleşirken 2011 sonrası dönemde tekrar gerileyerek %1’lere düşmüştür. Gelişmekte olan ülkelerde ise kriz sonrasında enflasyonda gerileme olmuş, gelişmekte olan ülkelerin ortalama enflasyon oranları %7’lerden %5’lere gerilemiştir.

Tablo 2.24’de gelişmiş ve gelişmekte olan bazı ülke merkez bankalarının küresel krizin çözümüne yönelik almış oldukları önlemlere yer verilmiştir.

Tablo 2.24 2008 Küresel Krizine Yönelik Çeşitli Ülkelerin Almış Oldukları Önlemler

	Geleneksel Para Politikası Araçları		Krizin Çözümüne Yönelik Araçlar						
	Likidite Enjeksiyonu	Faiz Oranı Değişimi	Özel Mevduatlara Garanti	Banka Kredilerine Garanti	Finansman Bonosu Satın Alma Fonları	Mortgage Bonolarının Satın Alımı	Açığa Satışların Yasaklanması	Sermaye Enjeksiyonu	Zehirli Aktiflerin Satın Alım Opsiyonu
ABD	✓	İndirim	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Japonya	✓	İndirim		✓			✓		
Almanya			✓	✓			✓	✓	✓
Fransa				✓			✓	✓	
Birleşik Krallık	✓	İndirim	✓	✓		✓	✓		
İspanya			✓	✓		✓	✓		
Yunanistan			✓	✓				✓	
Macaristan	✓	Artırım	✓	✓				✓	
Polonya	✓		✓						
Türkiye	✓	İndirim							

Kaynak: Parasız, 2009: 119.

3. BÖLÜM

TÜRKİYE'DE YAŞANAN EKONOMİK KRİZLER

Tarihsel süreç içerisinde ülke ekonomileri sürekli olarak belli bir trend izlemeyip, ekonomilerin genel görünümünde kısa veya uzun dönemli dalgalanmalar yön değiştirmeler yaşanmakta, küreselleşme ve finansal serbestleşme uygulamalarıyla birlikte söz konusu dalgalanmaların ülkeler arasındaki yayılımının hızlandığı görülmektedir.

Türkiye ekonomisinde de gerek yurtiçi, gerekse yurtdışı kaynaklı çok sayıda ekonomik kriz yaşanmıştır. Yaşanan krizlerin bazıları büyük dünya bunalımları ile iç içe geçerken, etkileri uzun süreli olmuş ve ekonomide derin izler bırakmıştır. Bazı krizler ise daha kısa sürede atlatılırken, önemli makroekonomik dönüşümler yaşanmamıştır. Özellikle finansal liberalleşme sürecinin tamamlanmasından sonraki süreçte neredeyse her 10 yılda bir finansal kriz patlak vermiştir.

Çalışmanın bu bölümünde öncelikle Türkiye'de 1990 öncesi dönemde yaşanan krizlere kısaca değinilmiş, ardından 1994, Kasım 2000, Şubat 2001 ve 2008 krizleri ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

3.1. TÜRKİYE'DE YAŞANAN EKONOMİK KRİZLERE GENEL BİR BAKIŞ VE 1990 ÖNCESİ DÖNEM KRİZLERİ

Türkiye ekonomisinde, ekonomiyi kökten sarsan ve ekonomi politikasında büyük dönüşümlere yol açan dördü çok ciddi kriz ve durgunluğun yanında (1929-1932, 1958-1961, 1978-1983, 1998-2001), görece olarak daha kısa süren ve etkileri daha sınırlı dalgalanmalar ya da krizler (1969-1970, 1988-1989, 1991, 1994 ve 2008-2009) yaşanmıştır. Şiddetli veya diğerlerine göre daha hafif atlatılan krizlerin kapsadığı yılların toplamı Cumhuriyet tarihinin neredeyse dörtte birini kapsamaktadır. Serbestleşme sürecinin yaşandığı 1980'li yıllardan sonra geçen sürenin yaklaşık %40'ı kriz yıllarına tekabül etmektedir (Kazgan, 2013: 1).

Özellikle İkinci Dünya Savaşı sonrasındaki dönemde her on yıllık dönemin sonuna doğru şiddetli veya hafif şiddetli bir kriz yaşanmış; yirmi yılda bir ise 8. yıllarda

(1958, 1978, 1998) aşırı şiddetli ve daha uzun süreli krizler patlak vermiştir. Yirmi yıllık bu periyodu aşan 1929 krizinin, tıpkı 1978 ve 1998 krizlerinde olduğu gibi güçlü küresel boyutları olmuş, 2008 krizi ise küresel boyutları olmakla birlikte aynı yıkıcılıkta olmamıştır (Kazgan, 2013: 2).

Türkiye'nin kriz tarihine bakıldığında bunlardan bir kısmının hiç küçümsenmeyecek uluslararası boyutları olduğu görülmektedir. 1929 Büyük Buhranı, 1973-1974 Petrol Krizi, 1994 Meksika Borç Krizi ve Latin Amerika Krizi, 1997 Asya, 1998 Rusya ve 2008 Küresel Finans Krizleri bu kapsamda değerlendirilebilir. Bir kısım krizler ise Türkiye'nin kendine özgü iç dinamiklerinden kaynaklanan, diğer bir ifadeyle kendi kendine çıkardığı krizlerdir. 1994 – 2000 ve 2001 krizleri, bu kapsamda yer alan krizlerdir. 1978 – 1979 ve 1980 krizlerinde ise bir miktar petrol krizinin etkisi olsa da en önemli neden Türkiye'nin uyguladığı ithal ikameci sanayileşme politikasıdır (Öztürk, 2015: 434).

Dünya ekonomisindeki istikrarsızlığın arttığı 1970'li yıllar, savaş sonrası çalkantıların sadece ilk adımları olup “serbestleşme” süreciyle de çalkantılar yavaş yavaş zirveye çıkmıştır. 1990'lı yıllar sonra Türkiye ve benzeri gelişmekte olan ülkeler, birinde başlayıp diğerine sirayet eden finansal krizler ile yaşar hale gelmişlerdir. Bu durumun temel nedeni sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi olup, artan risk algısı üzerine yoğun sermaye çıkışları, yaşanan krizleri tetiklemiştir (Kazgan, 2013: 3).

Dünyadaki krize neden olan etkenlerin Türkiye'ye intikal kanalları aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir:

i. *Dış ticaret hadlerindeki (DTH) şiddetli aleyhe dönüşler:* 1929 Büyük Buhranı, 1950 ile 1953 yılları arasında süren Kore savaşından sonrası 1954 yılını takip eden dönemdeki, 1958-1961 krizi ve 1978-1983 yılları arasında ihracatı artırmada yaşanan sıkıntılarla iç içe geçen krizlerde, tarım ürünlerinin DTH'deki şiddetli aleyhe dönüş başrol almıştır.

ii. *Petrol fiyatlarındaki keskin artışlar:* 1974 petrol krizi ile başlayan artış süreci, 1979-1980 ikinci petrol krizi, 1990-1991'deki Irak ambargosu ve Körfez Savaşıyla devam etmiş, 1999-2000'de ve 11 Eylül 2001 saldırılarının sonrasında da ani artışlar

devam etmiştir. Petrol fiyatlarında yaşanan bu ani artış dönemlerinin her birisi Türkiye’de yaşanan krizlerle çakışmaktadır.

iii. *İhraç mallarına rakip mallar satan ya da başlıca ihracat pazarları olan ülke paralarının devalüasyonu*: 1992-1993’te Avrupa’daki bazı ülke paralarının ve 1997’deki Asya krizini yaşayan ülkelerin paralarındaki devalüasyon, rakip mallar satan; önemli bir pazar olan 1998’deki Rusya devalüasyonu ise rakip mal satmayan, fakat önemli mal/hizmet ihraç pazarı olan ülke devalüasyonlarına örnek verilebilir. Söz konusu devalüasyonlar, Türkiye’deki 1994 ve 1998-1999 krizlerinden hemen önce gerçekleşmiş ve Türkiye’de sermaye kaçıyla beraber yüksek oranlı devalüasyona yol açan krizlere zemin hazırlamıştır.

iv. *Başlıca ihraç pazarlarındaki konjonktürel durgunluk ve/ve ya aleyhte ayrımcılık*: Türkiye’nin başlıca ihracat pazarları olan Almanya, ABD ve Rusya’da ki durgunluk ve ekonomik daralma ya da bu ülkelerce yapılan aleyhe ayrımcılık, Türkiye’de meydana gelecek bir krizin hazırlanmasında veya hazırlanmış kriz ortamında krizin tetiklenmesinde başrol oynamaktadır.

v. *Küresel ve ya bölgesel reel faiz oranlarındaki hızlı yükseliş*: Bunun en belirgin örneği dünya pazarında çok düşük hatta negatif seyreden reel faizlerin 1979-1980’lerden sonra çok yüksek reel pozitif değerlere (%15'lere) fırlamasıdır (Kazgan, 2013: 3-5).

Diğer taraftan, ekonomi politikaları dahil olmak üzere “iç etkenler”, ülkelerin ekonomik krizlere meyilli olmalarına neden olabileceği gibi, kriz patlak verdikten sonra bu sürecin hükümetler tarafından denetimini ve atlatılabilmesini de zorlaştıracı nitelikte olabilmektedir. Bu bağlamda Türkiye’de meydana gelen krizlere neden olan iç etkenler ise aşağıdaki gibi sıralanabilir:

1. *Gerçekleştirilmiş serbest piyasa ekonomisi*: Ekonominin yapısıyla tam olarak örtüşmeyen liberalizasyon politikaları son 30 yılda Türkiye’de yaşanan krizlerin temel nedeni olmuştur.

2. *Cari işlemler bilançosu (CİB) açıkları*: 1991, 1994 ve 2001 krizleri, sırasıyla 1990’da 2.6 milyar dolar, 1993’te 6.3 milyar dolar, 2000’de 9.8 milyar dolar ve 2008’de ise 42 milyar dolar tutarındaki CİB açıklarını izlemiştir. CİB açıklarının GSMH’ye

oranının %4-5'ine yaklaşması veya aşması kriz için tehlike sinyali olarak kabul edilmektedir.

3. *Kamu iç ve dış borç stoku:* Kamunun toplam borç stoğunun büyümesi, 1990'lı yıllardan itibaren hem yeni krizleri başlatan, hem de krizlerin giderek şiddetlenmesine neden olan bir etkidir. Bu bağlamda Türkiye ekonomisine en ağır mirası bırakan krizler; 1958, 1978 ve 2000'in son çeyreğinde başlayan krizler olarak sayılabilir.

4. *Bankaların ve şirketlerin kısa vadeli dış borç miktarları:* Krizleri hazırlayan süreçte, CİB açıklarıyla birlikte kısa vadeli dış borçların da hızla arttığı görülmektedir. Bu borçların bir kısmı kamudan kaynaklanmaktayken, büyük bir bölümü ise özel borçlar niteliğindedir. Yaşanılan krizler başta 1978 krizi buna örnektir. Türkiye'nin yaşadığı en büyük finansal kriz 22 adet bankanın çöktüğü 1999-2001 krizi de buna örnek verilebilmektedir.

5. *Makroekonomik istikrarsızlıklar:* Türkiye, mali piyasaları denetimli olduğu planlı ekonomi politikasının uygulandığı 1930'lu ve 1960'lı yıllar hariç makroekonomik istikrarı koruyamamıştır. Bunun en tipik göstergesi, 1980-2002 arası dönemde gündemi sürekli meşgul eden yüksek oranlı enflasyondur.

Tablo 3.1 ve Tablo 3.2'de, sırasıyla dış ve iç etkenler olarak değerlendirilen unsurlar ve hangi ögenin hangi krizde daha büyük bir rol üstlendiği gösterilmektedir.

Tablo 3.1 Dünya Olayları ve Türkiye'deki Krizler

	Pazarda Ekonomik Durgunluk ve/veya Savaş	DTH'de Aleyhe Gidiş	Pazarlarda ve/veya Rakiplerde Devalüasyon	Reel Faiz Haddi Artışları	Kısa Vadeli Sermaye Kaçışı ve/veya Çekilişi
1929-1931	xx	xx	xx	xx	xx
1958-1961	x	xx	x	x	xx
1978-1981	xx	xx	xx	xx	xx
1988-1989	x	0	x	xx	x
1991	xx	xx	x	xx	xx
1994	xx	0	xx	xx	xx
1998-2001	xx	xx	xx	xx	xx
2008-2009	xx	x	x	x	xx

Kaynak: Kazgan, 2013: 55 (Not: xx, x ve 0 işaretlerinin anlamlarına ek-1'de yer verilmiştir.)

Tablo 3.2 İç Etkenler ve Türkiye’deki Krizler

	Uygunsuz Ekonomi Politikaları	CİB Açıkları	Kamu İç/Dış Borç Stoku	Bankaların/ Şirketlerin Kısa Vadeli Dış Borçları	Makroekonomik İstikrarsızlık
1929-1932	xx	xx	x	xx	0
1958-1961	xx	xx	0	xx	xx
1978-1981	xx	xx	0	xx	xx
1988-1989	xx	xx	xx	xx	xx
1991	xx	xx	xx	xx	xx
1994	xx	xx	xx	xx	xx
1998-2001	xx	xx	xx	xx	xx
2008-2009	xx	x	0	x	x

Kaynak: Kazgan, 2013: 55 (Not: xx, x ve 0 işaretlerinin anlamlarına ek-1’de yer verilmiştir.)

Çalışmanın bu bölümünde Türkiye’de 1990 öncesinde yaşanan ekonomik krizlerin temel özelliklerine kısaca değinilmiştir.

3.1.1. 1929 Krizi

Cumhuriyetin kuruluşundan 1970’li yıllara kadar geçen yaklaşık yarım asırlık sürede Türkiye’de tarıma endeksli ekonomik bir yapı hakimdir. Bunun temel göstergesi, tarımın ulusal etkenlere bağlı olarak verim istikrarsızlığının yanı sıra, GSMH ve ihracattaki payının yüksekliğidir. Türkiye’de 1960’lı yıllara kadar geleneksel tarımdan ilerisine geçilememiş, tarımın GSMH içindeki payı %40-%50’lerin altına inmezken ihracattaki payı ise %80 seviyesinde seyretmiştir. İhracat gelirinin de neredeyse tamamı Avrupa’ya satılan tütün, pamuk, fındık, kuru üzüm ve kuru incir gibi tarım ürünlerinden oluşmaktadır.

Osmanlı İmparatorluğu’ndan devralınan ekonominin üretim yapısı zayıf, istikrarsız ve dışa bağımlıdır. 1923-1926 yılları arasında Aşırın kaldırılması ve görece olarak makul ürün fiyatlarının da etkisiyle tarım ürünlerinin üretimi hızla artmış olsa da, 1910’lardaki seviyesine ulaşamamıştır. İklim şartları, bitki ve hayvan hastalıkları ve süne böceği gibi zararlılar tahıl üretimini büyük sekteye uğratmakta, bu nedenle sık sık tahıl ithal edilmektedir. İhracatta ise toplam ihracatın %35-36’sını tütün, %32’sini de kuru meyveler oluşturmaktadır (Kazgan, 2013: 48).

Türkiye Cumhuriyeti, yalnızca uzun yıllar süren savaşların sonucunda oluşan yıkım ve ilkel üretim teknolojisini devralmamış, aynı zamanda uluslararası sermayenin dilediği gibi at oynattığı ve dışa bağımlılığın egemen olduğu ekonomik bir yapıyı da devralmıştır (Kepenek ve Yentürk, 2001: 509). Ekonominin bir sanayi temeli bulunmamakta, mevcut sanayinin %60'ını dokuma ve gıda sanayi oluşturmaktadır. Bu nedenle şekerden pamuğa, pamuktan ipliğe, yünlü dokumaya kadar ülke ithalat yapmak durumundadır. Tüketim mallarının yanı sıra demir-çelik, makine ve petrol gibi birçok ara ve yatırım malı ithal edilmektedir. İhracatın yapısı işlenmemiş veya yarı işlenmiş gıda maddeleri, tarımsal hammaddeler ve madenler gibi ilksel maddelerde aşırı yoğunlaşmış olması, izleyen dönemde dünyada yaşanan bunalımın Türkiye'ye intikalini kolaylaştırmıştır.

Diğer taraftan, Lozan Antlaşması'yla para-kambiyo sisteminin zayıf yapısı, yabancı etkenlere açık bir ekonominin oluşmasına neden olmuştur. Antlaşmaya göre, 1 Eylül 1916 tarihinden itibaren uygulamaya konulan spesifik gümrük vergilerinde belirlenen tarifelerin 1929 yılına kadar geçerli kılınmış, 1929'dan itibaren gümrük tarifesinin çok fazla artırılacağı beklentisi, ülkede sermayeyi yoğun bir şekilde elinde bulunduran yabancı şirketleri bol miktarda ithalat yapmaya teşvik etmiştir. Özetle, hükümet 1923-1927 yılları arasında ekonomik yapıda çok fazla bir değişiklik yapamadan, az gelişmiş, dışa açık bir yarı sömürge kapitalizmini sürdürmek durumunda kalmıştır (Kazgan, 2013: 50).

Düşük bir sermaye birikimi seviyesinde üretimi artırmaya çalışan ekonomi, 1926 sonundan itibaren etkisini gösteren bir takım olaylar dizisiyle, krize gidişi hazırlayan faktörler ortaya çıkmıştır: Öncelikli olarak, milli ekonomi yaratma girişimi nedeniyle ülkeden yüksek miktarlarda sermaye çıkışı, kambiyo ve kredi piyasasında baskıya neden olmuştur. Yabancı kısa vadeli kredilerin 1926 sonundan itibaren azalmaya başlaması TL'nin değer kaybetmesine, buna bağlı olarak ticaret kesiminde iflaslara ve TL ile büyüyen borçların ödenmesini güçleştirmiştir. Bunlara ilaveten tarım ürünlerinin dünya fiyatlarının düşmesi dış ticaret hadlerinin aleyhe dönmesine neden olmuş ve ihracat gelirleri de azalmaya başlamıştır. 1927 ve 1928'de ki olumsuz hava koşullarına bağlı olarak tarımsal üretim de düşmüş, Türkiye 1929 yılında büyük miktarda tahıl ithal etmek zorunda kalmıştır. Tüm bu faktörler, iç ve dış konjonktürün de etkisiyle, 1927 yılından

itibaren üretimin azalmasına, deflasyona ve para darlığına yol açmıştır (Kazgan, 2013: 51-52).

Bütün bu olumsuz gelişmeler, doğrudan 1929 Büyük Buhran'la ilişkili olmayan, ancak dolaylı bir şekilde ilişkili olan bir kambiyo krizine neden olmuştur. 1929 sonunda yaşanan bu kriz nedeniyle, Osmanlı İmparatorluğu'ndan intikal eden borçların ilk taksitinin ödenmesi yapılamayarak moratoryum ilan edilmiş ve ülkenin dış itibarı büyük yara almıştır.

Türkiye'nin kendi iç koşullarından kaynaklanan sıkıntılar 1929 kriziyle çakışınca, 1929-1933 yılları arasındaki dönemde ekonomide tüketim seviyeleri şiddetli bir düşüş kaydetmiştir. Tarımsal ürünlerin ve ham maddelerin fiyatı üçte biri kadar düşmüş, dış ticaret hadleri ülke aleyhine dönerken, ihracat gelirleri yarıya düşmüştür. İthalatçıların 1929'da spekülatif amaçlı yapmış oldukları ithalat, dünya fiyatlarının düşmesi nedeniyle iflaslara neden olmuştur.

Krizin etkilerini hafifletmeye yönelik hükümet bir dizi önlem almıştır. 1929 krizinin derinleştirdiği ekonomik sorunların çözümüyle ilgili olarak hükümet, 1930'lu yılların başından itibaren para politikasındaki pasif rolünü terk etmiştir. Ülke ekonomisinin geliştirilmesi ve sanayi faaliyetlerinin finanse edilebilmesi için istikrarlı bir para politikasına ve rasyonel kredi sistemine olan ihtiyacı açıkça görülmektedir. Bu ihtiyaç nedeniyle, 11.06.1930 tarihinde 1715 sayılı yasa ile T.C. Merkez Bankası kurularak, 3 Ekim 1932'de resmen faaliyete başlamıştır (Parasız, vd, 2016: 406).

Özetle; 1929 krizini izleyerek dışsal etkenlerin ve ekonominin iç dinamikleri ve ekonomi politikası uygulamalarındaki karşılıklı etkileşim sonucu olarak yaşanan ekonomik kriz, Türkiye Cumhuriyeti'nin ekonomi tarihinde önemli bir dönüm noktasını teşkil etmektedir. Ekonomiye yönelik dışsal etkenler, dünyadaki bunalımın dış ticaret hadlerini ve ihracat hacmiyle bileşimini olumsuz etkileyerek reel kayıplar yaratması ve iç piyasadaki verimsiz ürün yıllarıdır (Kazgan, 2013: 79). Bu süreçte krizin etkilerini hafifletmeye yönelik olarak; Merkez Bankası kurulmuş, yeni gümrük vergileri ihdas edilmiş ve 1567 sayılı kanunla döviz, nukut, esham ve tahvilat alım ve satımı ile memleketten ihracına yönelik düzenlemeler yapılmış ve Türk Lirası'nın kıymetini

korumaya yönelik esaslı önlemler alınmıştır. Dış borçların ödenmesi ertelenmiş ve ithalat kısılmak zorunda kalınmıştır.

1929 yılını izleyen yıllarda birçok ülke dış ticareti kısıtlayıcı önlemler almıştır. Bu önlemlerin doğal bir sonucu olarak Türkiye'nin dış ticaret hacmi yıllar içerisinde azalarak, 1929'daki 411,5 milyon liralık dış ticaret hacmi 1930'da 299 milyon liraya, 1931'de 253,9 milyon liraya, 1932'de de 187,2 milyon liraya gerilemiştir.

Ayrıca liberal iktisat politikalarından vazgeçilerek ağırlıklı olarak devletçi iktisat politikalarının hakim olduğu Karma Ekonomi anlayışı benimsenmiştir. Devlet, Kamu İktisadi Teşebbüsleri ile sınai üretimde önemli bir rol üstlenmiş (Parasız ve Eroğlu, 2017: 22-26), ürettiği hammaddeleri işleyerek temel tüketim maddeleri ile kâğıt, çimento ve demir-çelik gibi yaşamsal ara ürünleri üreten sanayii, devletçilik politikasıyla kurulmuştur (Kepenek ve Yentürk, 2001: 510).

3.1.2. 1946 Krizi ve 7 Eylül 1946 Kararları

Türkiye'de uygulanmakta olan ekonomi politikası içeride ekonominin *millileştirilmesi* ve sermaye birikimini artırma yoluyla sanayileşme amacı taşımaktadır. Ancak, ekonomi politikası uygulamalarına ilave olarak olumsuz dışsal etkenler birlikte, ülkede derin bir deflasyon ve bunalım yaratmış, Türkiye ekonomisi bu süreçten 1934'ten itibaren kurtulabilmiştir. Ülkedeki yeniden başlayan bu gelişme süreci ise yine dışsal bir unsur olan II. Dünya Savaşı'nın, var olan ekonomik koşullara ve uygulanan ekonomi politikasına, kötü ürün yıllarının da eklenmesi ile birlikte ekonomiyi olumsuz etkileyemeye başladığı 1940 yılına kadar sürmüştür (Kazgan, 2013: 79).

Savaş döneminde hükümet yetkilerini kullanarak özel kesim üzerindeki kontrollerini yoğunlaştırmıştır. Katı devletçilik ilkesi sürdürülerek, 1940 yılında Milli Korunma Kanunu yürürlüğe konulmuştur. Kanun, savaş ekonomisinin yol açtığı üretim ve ithalat şartlarında meydana gelen daralmanın ve enflasyonist baskıların önüne geçilebilmesinde, katı fiyat denetimleri ve tarım ürünlerine düşük fiyatla el konulması gibi yaklaşımların temel aracı olmuştur (İTO, 1989: 26).

Türkiye tarafsız bir politika izleyerek II. Dünya Savaşı'na girmemiş, ancak savaş ekonomisinin çetin koşullarını bütün ağırlığıyla yaşamıştır. Bu dönemde savunma

harcamaları önemli oranlarda artırılmış, çalışma yaşında olan gençler askere alınmış, silahaltında bulunanların besin ihtiyacı için hububat stoklamasına gidilmiş, özellikle Trakya’da bulunan tarım arazileri askeri yığınak nedeniyle üretim dışı kalmıştır (Parasız, vd, 2016: 408). Alınan bu önlemler, üretimin önemli miktarlarda düşürmüş, beraberinde büyüme hızı negatif değerlere gerilemiştir. Nitekim 1939 yılındaki GSMH düzeyine, ancak 1948 yılında yeniden ulaşılabilmiştir.

Böyle bir ortamda enflasyon oranları da yüksek seyretmiş, 1940, 1941, 1942 ve 1943 yıllarında sırasıyla %8.5, %19.6, %66.7 ve %45.8 olarak gerçekleşmiştir. Endüstriyel yatırımlarda da 1940’tan itibaren sürekli düşüşler meydana gelmiş, 1939’da 431 milyon lira olan toplam net yatırımlar, 1944 yılında 161.1 milyon liraya gerilemiştir (Parasız ve Eroğlu, 2017: 59).

Savaş süresince ihracat dalgalı bir trend izlemiş, 1940-1945 döneminde ihracattan elde edilen toplam 1 milyon liralık gelirin %30.5’i tütün ihracından elde edilmiş, toplam ihracat gelirin ise %56.6’lık kısmı tütün, üzüm, incir, pamuk ve maden ihracatından sağlanmıştır (Parasız ve Eroğlu, 2017: 67).

Özetle; 1940-1945 dönemi, genç nüfusun büyük bir bölümünün askere alınmasıyla milli gelirin azaldığı, devlet harcamalarının Merkez Bankası kaynaklarınca gerçekleştirilebildiği, arz ve talep koşullarındaki dengesizliğin enflasyonist baskıya neden olduğu ve ithalatın daraldığı bir dönem olmuştur. Bu dönem, savaşa girilmemesine rağmen hükümetin ağır savunma masraflarına giriştiği, ithalat olanaklarının geniş oranda daraldığı, özel sektör yatırımlarının verimli sektörlerden ziyade spekülâtif amaçlara yöneldiği devletin sanayi yatırımlarını yavaşlattığı ve bankacılık alanında hemen hemen hiçbir gelişmenin olmadığı bir dönemdir.

Diğer taraftan, 1945 yılında uluslararası gelişmeler açısından en önemli olaylardan birisi hiç şüphesiz Bretton Woods’ta kabul edilen planların 35 ülke tarafından onaylanarak yürürlüğe girmesidir. Bu kapsamda Türkiye 11 Mart 1947’de, o dönemde üye olan ülkeler arasında 41. ülke olarak IMF’ye üye olmuştur.

İkinci Dünya Savaşı’nın sonraki 1945-50 yılları arasındaki dönemde yaşanan diğer önemli bir gelişme de, 7 Eylül 1946’da Türk Lirası’nın devalüe edilmesi olmuştur.

Savaş yıllarında enflasyon oranları yüksek seviyelerde seyrederken, TL'nin değeri sabit tutulmuştur. Bu durumun Türk ihracatını olumsuz yönde etkileyeceği ihtimali güçlenmiştir. Bu duruma istinaden gerek ihracatın arttırılması, gerekse yüksek enflasyonu dindirebilmek için yapılan bu devalüasyonla 1 \$ = 130 kuruştan 282 kuruşa yükseltilmiştir (İTO, 1989: 27). 1943 yılındaki düşük oranlı devalüasyonun ardından yapılan bu ikinci devalüasyonla TL %50 oranında değer kaybetmiştir. 7 Eylül kararından önce doların primli değeri 186-192, sterlinin ise 749-895 kuruş olarak belirlenmiştir. 7 Eylül kararı ile prim sistemi terk edilmiştir (Parasız, vd, 2016: 410).

7 Eylül Kararlarıyla yalnızca devalüasyon yapılmamış, buna ilaveten dış ticaretin liberalizasyonuna yönelik önlemler de alınmıştır (Gülalp, 1987: 38). Bu kapsamda, 9 Eylül 1946'dan itibaren serbest dövizle ithal edilebilecek mallar listesi genişletilmiş, ithalat uygulanmakta olan kontenjan, tavan fiyat uygulamaları, miktar kısıtlamaları ve ithalatçı birlikleri gibi uygulamalar kaldırılmıştır. Bunlara ilave olarak, ulusal sanayinin korunması için gümrük vergileri yeniden düzenlenmiş, ticaretin serbestleştirilmesi yönünde önlemler alınmış, 510 sayılı Kararname ve fiyat denetleme kurulları kaldırılmıştır. Böylece Türkiye'de, 1946 yılından itibaren özel teşebbüsün öncülük ettiği, iç ve dış ticaretin liberalizasyonunu esas alan karma bir ekonomik sistemin uygulanmasına geçilmiştir (Doğan, 2015: 89).

7 Eylül kararlarının uygulanmasından sonra dış yardımlar, özel bankaların kuruluşu, yabancı sermayenin teşviki hususlarında bir takım gelişmeler yaşanmıştır. 1940'ların ikinci yarısından itibaren Türkiye, dış yardıma ve dış borçlanmaya açılmış, ilk kez 1948-1949 yıllarında Marshall Planı kapsamında ABD'den 50 milyon dolarlık bir dış yardım alınmıştır (Doğan, 2015: 89). Marshall Planı'nın uygulama süresi olan 4 yıl 3 ay içerisinde Türkiye ABD'den toplam 615 milyon dolar yardım istemiştir. Bu dönemde Türkiye'nin, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (OECD), Dünya Bankası ve IMF gibi uluslararası kuruluşlara üye olması, ekonomide liberalleşme eğilimlerini güçlendirmiştir (İTO, 1989: 29).

7 Eylül devalüasyonu ve buna ilaveten ithalatın serbest bırakılması ile meydana gelen olumsuzluklar şöyle sıralanabilir (Parasız ve Eroğlu, 2017: 74-75):

- Devalüasyonla birlikte iç fiyatlar hızlı bir şekilde artmıştır.

- Uluslararası ticaret hadleri ülke aleyhine dönmüştür.
- Savaş yılları içerisinde türlü zorluklarla toplanılabilen döviz ve altın stokunun yarıya yakını kaybetmiş, serbest ithalatın tüketim mallarına yönelmesi nedeniyle uluslararası satın alma gücü üretim artışına yönelik kullanılamamıştır.
- Sterlin stokunun azaltılmasına yönelik yapılan çabaların sonucu olarak döviz mevcudu azalmış, İngiliz lirası tahsisleri kısıldığı için sterlinin karaborsa fiyatı dünya piyasası seviyesinin üzerine çıkmıştır.

3.1.3. 1958 Kambiyo Krizi ve 4 Ağustos Devalüasyonu

Türkiye’de, İkinci Dünya Savaşı’ndan itibaren tarımsal üretimde büyük düşüşler yaşanmış ve ülke bu süreçte yoksullaşmıştır. Savaş süresince tarafsızlığını sürdüren Türkiye, savaşın son yılında Batı blokuna yönelmiş ve Batı blokunda yer alan yeni kurumlara üye olmuştur. Ekonomide liberal politikalara geçilirken, demokratik yönetim siyasi rejim olarak benimsenmiştir. 1951-1953 yılları arasında Kore Savaşı’na katılması ile NATO üyeliği garantilenmiştir.

1950’de Demokrat Parti Hükümeti’nin iktidara gelmesiyle beraber, özel sektör temelli, hafif sanayiye ve tarıma dayalı bir büyüme stratejisi benimsenmiştir. Bu dönemde, özellikle iklim koşullarının uygun gitmesi, Marshall Planı kapsamında sağlanan mali yardımlar, ekilen tarım alanlarının genişlemesi ve kredi koşullarının iyileşmesinin etkisiyle yüksek büyüme oranlarına ulaşılmıştır. Ancak, bütün bu olumlu gelişmelere rağmen, özellikle dış ticarete benimsenen liberalizasyona bağlı olarak, 1952 yılından itibaren dış ticaret açığı ciddi miktarda artmaya başlamış, 1954’ten itibaren ise ekonomideki daralma giderek artarak, 1958’te borç ödenemez duruma gelinmiştir (Kazgan, 2013: 84).

Bu dönemde özellikle 1954 yılı özel bir nitelik taşımaktadır. 1950-1953 yılları arasındaki dönemde ülke ekonomisinde yaşanan çok hızlı büyüme, Kore savaşının ihracat üzerinde yarattığı olumlu konjonktür etkisinin sona ermesiyle beraber, 1954 yılından itibaren Türkiye’de döviz darboğazı sorunu ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu arada ABD hükümeti 1953 yılında Türk hükümetinin talep ettiği 300 milyon dolar ek krediyi, izlenen ekonomi politikalarını endişe ile karşıladığı gerekçesi ile vermemiştir (Parasız ve Eroğlu, 2017: 94).

Diğer taraftan, bu yıl iklimin kötüye gitmesi nedeniyle tarımsal üretimde büyük azalış olması ve dış ticarete rejim değişikliği nedeniyle ithalatın yavaşlaması sonucunda reel gelirden önemli azalış meydana gelmiştir. 1954'te tarım üretimi 1953'e oranla %14 oranında düşmüş, dış ticaret hadlerindeki aleyhe gidişle birlikte ihracatta azalmıştır. GSMH %3 oranında reel olarak düşmüş, cari işlemler bilançosu açığı ve anapara ödemeleri 250 milyon dolara fırlamıştır. 1954-1958 yılları arasında tarım sektörünün yıllık ortalama büyüme hızı %4'e düşmüş, sanayideki hızlı gelişmeye rağmen GSMH'deki büyüme hızı yavaşlayarak, yıllık ortalama %5.1'e (1954'te %3.0, 1955'te %7.9, 1956'da %3.2, 1957'de %7.8 ve 1958'de %4.5 oranında büyümüştür) gerilemiştir (Kazgan, 2013: 92-93).

Türkiye ekonomisinin kötüye gittiğini göre ABD, ünlü iktisatçı Hollis CHENERY'yi ülkeye göndermiş, CHENERY, tedrici bir istikrar programının izlenmesini öngören bir paket hazırlamıştır. Ancak Türk Hükümeti yaklaşan seçimler nedeniyle geçici bir refah ortamı oluşturmak amacıyla, 1955 yılında izlenen istikrar programını terk ederek büyük ölçüde döviz bağımlılığı az olan verimsiz alt yapı yatırımlarını artırmış, böylece 1956 yılından itibaren enflasyonist baskılar şiddetlenmiştir (Parasız ve Eroğlu, 2017: 94).

Türkiye, 1956-1958 yılları arasında giderek dışa kapanmıştır. İstikrar programı uygulanması için baskı oluşturmak amacıyla, dışarıdan verilen program kredileri azaltılmıştır. Elde edilebildiği kadar dış yardım ve kısa vadeli kredilerle gün kurtarılmaya çalışılsa da, durum idare edilir gibi değildir. Diğer taraftan, 1950-1952 yılları arasında uygulanan liberalizasyon rejimi sonucunda Merkez Bankasının altın ve döviz rezervleri azalmış, dış ödemelerde sıkıntılar yaşanmaya başlanmış, enflasyonun iç ve dış fiyatlar arasında oluşturduğu fark ihracatı düşürerek dış ticaret açığını yükseltmiş ve TL'nin fiili dış değeri resmi değerin birkaç kat altına düşmüştür. Dış borç servisi ihracatın %30'unu aşmasına, devalüasyon beklentilerinin yol açtığı yurt dışına sermaye kaçışlarıyla birlikte, karaborsada döviz kuru 1 dolar 20 TL'ye kadar yükselmiştir.

Ayrıca, 1958'de Türkiye'nin vadesi geçmiş önemli miktarda ödenmemiş ve birikmiş dış borcu bulunuyordu. Bu nedenle Hükümet, geçmişteki ithalat liberalizasyonu ve buna bağlı olarak giderek kötüleşen dış ticaret hadleri, büyüyen kamu açıkları ve enflasyon gibi sorunlara yeni dış kaynak bulamadığından çözüm üretiliyordu.

Türkiye'nin içinde bulunduğu fiyat istikrarı ve dış ödemeler dengesi kaynaklı sorunlara çözüm maksadıyla, Hükümet 4 Ağustos 1958'de IMF güdümünde; enflasyonu durdurmak, piyasadaki mal kıtlığını gidermek ve sanayi üretimi ile yatırımları yeniden canlandırmak gibi amaçlarla bir istikrar programını uygulamayı kabul etmiştir. Bu kapsamda, Türkiye'nin 422 milyon dolar tutarında borcu ertelenmiş ve %3 faizle yeni bir ödeme planına bağlanmıştır. Program kapsamında 359 milyon dolar yeni kredi tahsis edilmiş, bunun 259 milyon doları ABD, 75 milyon doları OEEC¹⁹ ve 25 milyon doları da IMF tarafından sağlanmıştır (Kazgan, 2013: 102).

Temel amacı, iç fiyatların istikrarı ve ödemeler bilançosu dengesinin sağlanması olan 4 Ağustos kararları şunlardır:

- Öncelikli olarak Hükümetin 1956'dan itibaren uygulamakta olduğu iç fiyat kontrollerini kaldırılarak, Kamu İktisadi Teşebbüslerinin (KİT) ürün fiyatlarına zam yapılmıştır. Ayrıca, Merkez Bankası kredilerine tavan ve kredilere tahsis sınırı konulmuştur. Bu tavan çerçevesinde açılacak kredilerin kamu kesimi ve bankalar arasında dağılımı kotalarla belirlenmiştir. Buna göre, Merkez Bankasından 01.07.1958 ile 31.12.1958 tarihleri arasında alınacak kredi 400 milyon TL'yi aşmayacaktır.

- Döviz kurları ile ilgili karara göre; 1 dolar, 281 kuruştan (2,81 TL) 900 kuruşa (9,0 TL) çıkarılarak fiili (de facto) devalüasyon (TL %320 oranında devalüe edilmiş) yapılmış ve katlı kur sistemine geçilmiştir. Türk Lirası'nın kıymetini korumak amacıyla Kambiyo Karşılık Fonu kurulmuş, her türlü döviz satışlarında 1 dolar için 620 kuruş döviz satış primi alınmasına karar verilmiştir.

- Afyon, tütün, bakır, kron ihracatından elden edilen her bir dolar için 210 kuruş, üzüm, incir ve fındık ihracatından elden edilen her bir dolar için 280 kuruş prim verilmesi kararlaştırılmıştır.

- Alınan sıkı para politikası önlemleriyle emisyon hacmi kısıtlanmış, Temmuz 1958'de 3.8 milyar TL olan emisyon hacmi Mart 1959'da 3.3 milyar TL'ye gerilemiştir.

¹⁹ Avrupa Ekonomik İşbirliği Teşkilatı (OEEC - The Organisation for European Economic Cooperation) 16 Nisan 1948'de; Marshall Planı yardımını tahsis etmek ve dağıtmak, Batı Avrupa ülkeleri için bir Avrupa Kurtarma Programı (ERP) planlamak ve uygulamak amaçlarıyla kurulmuş, Eylül 1961'de OEEC'in yerini, daha uluslararası bir görünüme sahip olan Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) almıştır.

Özetle, 1950’li yılların ikinci yarısından itibaren ağırlaşan dış ödeme güçlükleri, piyasa dengesizlikleri ve buna bağlı fiyatlar genel seviyesindeki artışlar, devalüasyon yapılmasını ve IMF’nin dayadığı istikrar önlemlerinin uygulanmasını zorunlu kılmıştır. Alınan kararlar temel özelliği açık finansman ve para arzındaki artışların frenlenerek enflasyonla mücadele edilmesi amacını taşımaktadır. Ancak, KİT ürünleri fiyatlarındaki artışların yanı sıra, gerçekleştirilen devalüasyon ekonomide maliyet enflasyonuna yol açmış ve bu amacın gerçekleştirilmesine büyük ölçüde ket vurmuştur.

1953 yılından itibaren uygulanan katlı veya çoklu kur politikasına (ihracat ve turizmde primli kur, ithalatta ve sermaye çıkışlarında farklı ve tarifeli kur ayarlamaları) 1958-1960 yıllar arasında da devam edilmiştir. Bu dönemde uygulanan kur politikasıyla resmi döviz kuru sabit tutularak, prim ve tarife gibi uygulamalarla katlı ve ayrımcı bir kur politikası izlenmektedir. Her ne kadar 1 dolar = 9 TL olarak saptanmış olsa da, karaborsa döviz fiyatı 1 dolar = 14 TL olmuştur. 1958 yılındaki fiili devalüasyon ve katlı kur uygulamasına 20 Ağustos 1960 tarihinde IMF tarafından devalüasyonun uygulanması (de jure) ile tek kur sistemine geçilerek son verilmiştir (Aydın, 1984: 18-20).

Diğer taraftan, 1958 krizi ve izleyen durgunluk döneminde tarım ve sanayide yavaşlama olsa da üretimde mutlak düşüş yaşanmamış olmasının yanı sıra, ücretli çalışanların ve tarım çalışanlarının refah düzeylerinde ciddi gerilemelerde yaşanmamıştır. Tarımda ise 1959-1961’i kapsayan üç yıl boyunca üretim neredeyse durmuş, dış ticaret hadleri hızla gerilerken, IMF istikrar programı şiddetli bir daralma getirmişken, iç ticaret hadlerinde ciddi bir gerileme olmamış, üretici üretimden kaybetse bile fiyat farkından, uygulanan politikalar sayesinde bir kayba uğramamıştır (Kazgan, 2013: 104).

3.1.4. 10 Ağustos 1970 İstikrar Programı

1970’li yıllara girerken Türkiye ekonomisi, 1930’lu ve 1950’li yıllardan oldukça farklı bir noktaya gelmiştir. Sanayileşmede bir hayli yol alınmış, tarımın GSMH’deki yeri %20-25’lere gerilemiştir. Ancak, ihracatın hala %62-63 kadarının tarım kaynaklı olması, tarımdaki dış ticaret hadleri değişmelerine duyarlılığının sürmesine neden oluyordu. Bununla birlikte, işçi dövizlerinin giderek artışı, tarıma dayalı sınai mamullerinin ihracat kalemleri arasına girmesi, dış gelirlerde artış beklentisine yol açmıştı (Kazgan, 2013: 116).

1963-1968 yılları arasında uygulanması planlanan Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı kapsamında, dış ticaret ve kur politikasında önemli değişiklik olmamış, sabit döviz politikasına ve ihracatta farklı prim ve vergi iadeleri uygulamalarına devam edilmiştir. Bunun sonucu olarak, nominal döviz kuru ile resmi kur arasındaki fark büyümüş, resmi döviz kuru giderek düşmüştür. 1960 yılında 1 dolar = 7,69 TL olan resmi kur 1969 yılında 1 dolar = 5,45 TL'ye düşmüştür (Aydın, 1984: 22-23).

Bu dönemde para politikasının amaçları kalkınma planı hedeflerine uygun olacak şekilde saptanmaya çalışılarak para arzındaki artış, milli gelir artışıyla ekonominin monetizasyonunu karşılayacak bir oranda tutulmuştur. 1963-1967 yılları arasında amaçlandığı gibi emisyon hacminin yıllık ortalama artış oranı %13.7, reel GSMH'nin yıllık ortalama artış oranı %6.56 ve toptan eşya fiyatlarında yıllık ortalama artış oranı %5.2 hedefiyle fiyat istikrarı sağlanmıştır. GSMH bu dönemde 1964'de %4.1, 1965'te %3.1, 1966'da %12 ve 1967'de %4.2 oranında büyümüştür (Parasız, vd, 2016: 416).

1967 yılında yürürlüğe konulan İkinci Beş Yıllık Planın temel gelişme hedefi, GSMH'nin 1968 -1972 yılları arasında % 40.3 oranında artırılması olarak belirlenmiştir. İkinci Planda, ekonominin yılda ortalama %7 oranında gelişmesi öngörüldürken, bu gelişmenin sağlanabilmesi ve devam ettirilebilmesi için köklü bir yapısal değişimin meydana getirilmesi de hedef olarak belirlenmiştir. Ayrıca, Plana göre dışa bağımlılığın azaltılması, yatırım harcamaları artırılarak %19,9'dan %24,3'e yükseltilmesi hedeflenmiştir.

Ancak, 12 Ekim 1969 tarihinde seçime gidilmesi ve popülist politikalar nedeniyle ekonomi giderek kötüleşmeye başlamış ve kamu harcamalarının artan bütçe açıklarıyla finanse edilmesinin baskısıyla da toplam talep toplam arzı aşmıştır. Böyle bir durumda, fiyatlar genel seviyesindeki artışın hızlanması, çalışanlar ve memur maaşlarının yarattığı maliyet ve gelir etkisi, ödemeler dengesi açığı ve bütçe açıklarının artması, para arzında ve banka kredilerindeki artışlar gibi sebepler, enflasyonun şiddetlenme eğilimine girmesine neden olmuştur (Parasız ve Eroğlu, 2017: 178).

Diğer taraftan ithal ikameci sanayileşme stratejisinin uygulandığı bu dönemde, 1964 yılından başlayarak enflasyonist gelişmeyle beraber Türk Lirası aşırı değerlenmiş olmasına rağmen, kur ayarlamasına gidilmemiş, bunun yerine miktar kısıtlamalarına,

liberalizasyonun zaman zaman kısılmasına, ihracatta vergi iadesi uygulamasına gidilmiş, işçi dövizleri ile turist dövizlerine prim ödenmiştir (Uludağ ve Serin, 1987: 64, Şanlı, 2011: 189).

Türk ekonomisi, 1970’li yıllara yüksek bir talep baskısı ve özellikle kamu sektöründe önemli bir tasarruf açığı ve ödemeler dengesi sorunuyla girmiştir. Aşırı değerlenmiş döviz kuru ve katlı kur politikasına devam edilen dönemde alınan tedbirlere rağmen, 1970 yılının başlarındaki ödemeler dengesi bunalımının başlaması önlenememiştir. Bu sorunlar karşısında TL’nin değerinin düşürülmesine neden olan 10 Ağustos 1970 kararları alınmıştır. 10 Ağustos kararları şöyle sıralanabilir (Parasız, vd, 2016: 418-419):

- 10 Ağustos 1970’den geçerli olmak üzere TL %66.6 oranında devalüe edilmiş ve 1 dolar = 15 TL olarak belirlenmiştir.
- İhracatta katlı kur uygulamaları kapsamında doların fiyatı devletçe düzenlenen sekiz geleneksel ihraç mallarında (pamuk, tütün, fındık, kuru üzüm, kuru incir, zeytinyağı, küspe, melas) 1 dolar= 12 TL, diğer ihraç mallarında da 1 dolar= 14.85 TL olarak belirlenmiştir.
- Para politikası ile ilgili olarak mevduat ve kredi faiz oranları yükseltilmiş, reeskont oranları da %7.6’dan %9 çıkarılmıştır.
- Kamu gelirlerini artırmak amacıyla, 1318 sayılı Finansman Yasası ile işletme vergisi, taşıt alım vergisi, spor toto vergisi, gayrimenkul kıymet artış vergisi gibi vergiler uygulamaya konulmuştur.

Ancak yapılan nominal devalüasyona karşılık, dış ülkelere oranla yurtiçi fiyatlardaki artış oranı yüksek kalmış, bu nedenle TL’nin gerçekte değeri düşmemiş aksine yükselmeye devam etmiştir (Çiller, 1983: 114; Şanlı, 2011: 190).

3.1.5. Dünya Petrol Krizleri ve Türkiye’de 1978 Krizi

Türkiye’de bir yandan 1960 yıllarda olduğu gibi 1970’li yıllarda da sanayileşme stratejisi olarak ithal ikamesi politikası sürdürülürken, diğer taraftan 1970-1973 yılları

arasında ticaretin ve mali piyasaların serbestleştirilmesi sürecine girilmiştir. Ne var ki Aralık 1973'te dünya ekonomisi, petrol fiyatlarında yaşanan yaklaşık %400'lük artışla birinci petrol şokuyla sarsılarak dünya piyasası "stagflasyon" olarak adlandırılan çok derin bir durgunluk dönemine girilmiştir.

1973 sonunda yaşanan bu şok dalgası Türkiye'nin de dış ticaret hadlerinin bozulmasına neden olmuştur. Bu süreçte hükümet petrol fiyatlarındaki artış karşısında herhangi bir ciddi önlem almamış, bunun sonucunda cari hesap dengesi hızla bozulmuştur. Dış ticaret gelirlerine göre harcamaların fazlalığı döviz rezervlerinin hızla azalmasına ve dış borçların artmasına neden olmuştur (Parasız ve Eroğlu, 2017: 211). Ancak, Türkiye 1960'lı yılların sonunda uygulamaya koyduğu *Döviz Çevrilebilir Mevduat* aracı sayesinde ödemeler bilançosunda yaşanacak sorunları aşmanın bir yolunu bulmuş ve 1973 Dünya Petrol Krizinin olası stagflasyonist etkilerinden bir iki yıl kendini koruyabilmiştir (Parasız, vd, 2016: 419).

Petrol fiyatlarındaki artış dünya ekonomisini bunalıma sürüklerken, bu dönemde Türkiye ekonomisinde petrol ithalatı için büyük bir baskı bulunmaktadır. 1970-1973 arasındaki dönemde otomotiv sanayii büyük bir gelişme göstermiş; 1970'te 7.900 adet olan traktör üretimi 1973'te 32.800'e, kamyon üretimi 6.100 adetten 11.700'e, binek araba üretimi ise 3.700 adetten 46.900'e fırlamıştır. Bu yıllarda toplam enerji tüketimi %11.9 oranında artarken, petrol ve ürünlerinin payı ise %34.4'ten %44.8'e çıkmıştır (Kazgan, 2013: 151).

Tüm dünyada petrol tüketimi kısılmaya çalışılırken, devletin petrol fiyatına sübvansiyonu ile Türkiye'de petrol tüketimi giderek artmıştır. Petrol tüketiminde meydana gelen bu artışa düşük faizli dış kredilerle yatırımların artırılması cazibesi eklenmiştir. Ayrıca, bu dönemde iç piyasada faiz hadleri düşük tutulmuştur. Oysa enflasyon hızı 1973'te %20.5'ten 1974'te %29.9 yükselmiş, reel faizler negatife dönmüştür. Düşük faiz oranları ve iç ve dış kaynakların bol olmasının verdiği ivmeyle yatırımlar artmış, buna bağlı olarak ithalat talebi artmış ve GSYH artış hızının yükselmesi ile birlikte TL'nin aşırı değerlenmesine neden olmuştur.

Öte yandan hükümet döviz kurlarını ayarlamaya gitmemiş, aynı şekilde petrol fiyatlarını da yükseltmemiştir. Bütün bu olumsuz gelişmeler dış ticaret hadlerinin aleyhe

dönmesine neden olmuş, Batılı ülkelerdeki korumacılık uygulamalarının artması, uygulanan kambiyo rejimi ve döviz kuru politikası ihracatı artırmaya bir teşvik getirmemiştir. Bu durumda ihracat gelirlerinin artışında bir düşüş yaşanırken, ithalat talebindeki artış durdurulamamıştır (Parasız ve Eroğlu, 2017: 212). Bu olumsuz ekonomik gelişmelere ek olarak 1974 Kıbrıs Barış Harekâtı'nın sonucunda ABD'nin Türkiye'ye uyguladığı ekonomik ambargo ve siyasi tehditler eklenmiştir.

Tüm bu olumsuz gelişmelere rağmen Türkiye ekonomisinde, borçlanmayla büyümesini sürdüren birçok GOÜ gibi, hızlı bir büyüme süreci yaşamıştır. 1974-1976 yılları arasında GSYH'nin yıllık ortalama artış hızı %8.6 oranında gerçekleşmiş, %19.8 olan yatırımların GSMH'deki payı 1977'de %25.2'ye yükselmiştir. Bu dönemde tasarruf oranı %17.5'te kalmış, buna bağlı olarak kaynak dengesindeki açık giderek artarak GSMH'nin %7'si gibi oldukça büyük bir orana yükselmiştir. Cari işlemler açığı 1975'te 1.6 milyar dolardan 1977'de 3.1 milyar dolara yükselmiştir. Bu gelişmelerle beraber enflasyon da fırlamış, 1974'te %30 olan TEFİ artış hızı, 1975 ve 1976'da daha ılımlı olmasına rağmen sırasıyla %10 ve %15.6 olarak gerçekleşmiştir (Kazgan, 2013: 159).

1977'de ivme ters yöne dönmüş, ekonomide darlıklar ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu yıl tarım üretiminde de artış olmamış, sanayi üretiminin artış hızı da yavaşlamıştır. Diğer taraftan 1977 yılından itibaren Türkiye'de giderek artan bir talep enflasyonu yaşanmaya başlamış, ödemeler dengesi açıklarıyla ekonominin makro dengeleri bozulmaya başlamıştır. Ayrıca, 1974'ü izleyen yıllarda dış borçların tutarında büyük artışların yanında, borçların vade ve mülkiyet yapısında da önemli değişimler olmuştur. 1975-1978 arasında kısa vadeli borçların toplamı 1.16 milyar dolardan 7.2 milyar dolara yükselerek, 6.5 kat artış gösteren kısa vadeli borçların %73.9'u özel kesime aittir. Bu iki temel olgu nedeniyle 1977'de ülke borç ödeyemez duruma gelmiş ve 1978'de IMF kontrolünde istikrar politikası yürütmek zorunda kalmıştır (Kazgan, 2013: 162).

Petrol krizinden itibaren IMF'nin ekonomik bir istikrar paketi için ısrar etmesine rağmen, ilk başlarda istikrar zorunluluğu kısa vadeli borçlarla atlatılmıştır. Ancak, 1978 yılının başında dış finans kurumlarının Türkiye'ye borç vermeleri oldukça riskli bir hal alması nedeniyle, yeniden borç bulmak bir yana dış borç servisi bile yapılamaz olmuştur. Böyle bir durum bir yandan ithalatın hızla gerilemesine neden olurken, diğer taraftan

sanayide hammadde kıtlığı üretimi düşürmüş, tüketim mallarında da stoklama, karaborsa ve kuyruklar dönemi başlamıştır (Parasız, 2002: 330).

Bu durumda hükümetin IMF'nin acı reçetesini içmekten başka çaresi kalmamıştır. Yine de hükümet bir süre daha devalüasyon kararı almaktan ve istikrar programını kabul etmekten kaçınmanın yollarını aramıştır. Başlangıçta hükümet IMF'ye karşı kendi isteklerini kabul ettirmeye çalışmış olsa da IMF'nin kabul etmemesi üzerine, Türkiye Mart 1979'daki anlaşmayı imzalayınca kadar dış kaynaktan mahrum kalmıştır. Mart 1979'da IMF ile imzalanan istikrar programıyla (Kazgan, 2013: 164-165);

- TL yaklaşık %30 oranında devalüe edilerek, 1\$=19.5 TL'den, 1\$=25.25 TL'ye düşürülmüştür.
- % 9 olan Merkez Bankası reeskont oranı % 10'a yükseltilmiştir.
- Bazı KİT'lerin fiyatları yükseltilmiş, vergi iadeleri düşürülmüş ve bütçe harcamalarında kısıtlamaya gidilmiştir.
- İthalatta damga resimleri % 9-10'dan % 22,5'e çıkarılmıştır.
- Kaçak altın ticaretini engelleyebilmek için altına dayalı işlemler kayda tabi tutulmuş, turistik amaçlı çıkışlar iki yılda bire, döviz tahsisi ise 500 dolara indirilmiştir.
- Almanya'daki Türk işçilerin tasarruflarını ülkeye çekmek için bir program yürürlüğe konulmuştur.

Alınan devalüasyon kararına rağmen TL'nin hala aşırı değerli olduğu yönünde genel bir kanı bulunmaktadır. Öyle ki 1979 yılının Mart ve Haziran aylarında olmak üzere TL iki kez daha devalüe edilerek, 1 dolar 47 TL olmuştur. Alınan devalüasyon kararlarına rağmen hükümetin iç talebi daraltıcı herhangi bir önlem almaması sonucunda enflasyon giderek yükselmiştir. Büyük bir kriz yaşayan Türkiye ekonomisi büyük bir durgunluğa girmiştir. GSMH ve GSYH büyüme oranları 1979 ve 1980 yıllarında sırasıyla % -0.6, % -0.5 ve % -0.4, % -1.1 olmuştur. Enflasyon oranı da 1977'den itibaren tırmanmaya başlamış ve 1977'de %24.5, 1978'de %437, 1979'da %71.1 ve 1980'de %108.7

olmuştur. Öte yandan 1976'da %22.5 olan iç tasarruf oranı, 1980'de %16'ya gerilemiştir (Parasız, 2002: 329-330).

Özetlersek Türkiye; 1970'li yılların ortalarından itibaren birçok iç ve dış nedene bağlı olarak sarsıntıya uğramış, buna bağlı olarak da ağır bir bunalıma sürüklenmiştir. Özellikle II. Dünya Savaşı'ndan sonra ABD'nin egemenliğinde oluşan ekonomik sistemin yıkılmasıyla birlikte, uluslararası para sisteminden uluslararası finansman kuruluşlarına kadar bütün kurumsal yapılarda değişikliğin ortaya çıkması gibi dış etkenlerin yanı sıra, Türkiye'nin yoğun ekonomik ilişkide bulunduğu ülkelerde yaşanmaya başlanan durgunluk, enflasyon ve işsizliğin birlikte görüldüğü bunalım dönemine birde 1973 yılından itibaren ham petrol fiyatlarının hızla artırılması ve Kıbrıs Barış Harekâtının eklenmesiyle birlikte, Türkiye'nin artık sürekli dış açık vererek sanayileşme stratejisini sürdürebilmesine imkan kalmamıştır (Kepenek ve Yentürk, 2001: 512-513).

Bu dönemde, Türkiye'de döviz kurlarının olabildiğince sabit tutulmasına çaba gösterilip, geciktirilerek yapılan yüksek oranlı devalüasyonlar, zaman zaman önemli boyutlarda mal ve döviz stoklarına ve karaborsaya yol açmış ve bu durum enflasyonu daha da körüklemiştir (İTO, 1989: 43).

1970'li yılların sonunda uygulamaya konulan istikrar programlarının başarısızlığa uğradığı, bu ekonomik ve siyasi kriz ortamından bir an önce çıkabilmek için Türkiye yeni bir istikrar programına yönelmek zorunda kalmış (Şanlı, 2011: 191), IMF'nin istikrar önerilerinin yeterli olmaması, yoğunlaşan siyasi bunalımla birlikte dış ödeme yaşanan güçlükler ve yüksek enflasyon süreci 1980 askeri darbesiyle sonuçlanmıştır.

3.1.6. 1980 Krizi ve 24 Ocak 1980 Kararları

1980'li yıllar, dünya ile beraber Türkiye'de de gerek finansal piyasaların gerekse enstrümanların hızla geliştiği bir dönem olmuştur. Türkiye, 24 Ocak 1980 istikrar kararları ile serbest piyasa ekonomisine dayalı dışa açık bir kalkınma stratejisi benimsemiş, 1980'lerin ikinci yarısından itibaren finansal liberalizasyon süreci hız kazanmıştır. 24 Ocak kararları genel olarak değerlendirildiğinde bu kararlar ile ithal ikameci sanayileşme politikasının terk edilerek ihracata dayalı bir sanayileşme

politikasının benimsendiği görülmektedir. 24 Ocak kararları bu yönüyle daha önceki yıllarda uygulamaya konulan istikrar tedbirlerinden farklılık göstermektedir.

24 Ocak kararları, esasında IMF'nin dayattığı Ortodoks tipi istikrar kararlarıdır. Politikanın temel amacı, para ve kambiyo piyasalarında yıllarca süren çift fiyat uygulamalarına son verilerek, fiyatların serbest piyasa koşullarına göre oluşmasını sağlamaktır (Parasız, 2016: 420).

İstikrar kararları ile hayata geçirilen kalkınma stratejinin en önemli hedeflerinden birisi piyasalarda fiyat mekanizmasını hakim kılmaktır. Bu kapsamda, mal, faktör ve finans piyasalarının serbestleştirilmesi ve fiyatların piyasada arz ve talep koşullarına göre belirlenmesi, piyasalara devlet müdahalesinin azaltılması hususları esas alınmıştır. Diğer yandan, faiz hadlerinin serbest piyasada belirlenmesi, döviz piyasasının serbestleştirilerek döviz kurunun da yine serbest piyasa koşullarında belirlenmesi gibi kararlar alınmıştır (Öztürk, 2015: 435).

Bu kararlar ile kısa vadede temel makroekonomik göstergelerdeki dengesizliklerin giderilmesi amaçlanırken, uzun vadede ise Türkiye ekonomisinde temel yapısal dönüşümün gerçekleştirilmesi amaçlanmıştır. Bu amaçlara ulaşabilmek için programda temel strateji olarak serbest piyasa mekanizmasının uygulanması benimsenmiştir.

Uygulamaya konulan programın temel hatları şu şekildedir (Susam, 198):

- 24 Ocak 1980'den itibaren 1 Mayıs 1981 tarihine kadar olan dönemde %2-4 oranında mini devalüasyonlar yapılarak Türk Lirası toplamda %32,7 oranında devalüe edilmiştir (1 dolar = 47,1 TL'den, 1 Dolar = 70 TL olmuştur). Kurların günlük olarak tespit ve ilan edilmesi konusunda Merkez Bankasına yetki verilmiş, kurların Maliye Bakanlığı'na belirlenmesi uygulamasına da son verilmiştir.

- Devletin ekonomideki payını küçültme önlemleri alınmıştır.
- Kamu sektörünün küçültülmesi ve açıklarının azaltılması için özelleştirme politikası gündeme alınmış, bu kapsamda KİT'lerin kar-zarar durumları iyileştirildikten sonra satılmaları kararlaştırılmıştır (Pamuk, 2014: 268). KİT'lerdeki uygulamaya paralel

olarak tarım ürünleri destekleme alımları sınırlandırılmış; gübre, enerji ve ulaştırma alımları hariç sübvansiyonlar kaldırılmıştır.

- Dış ticaretin serbestleştirilmesiyle birlikte yabancı sermaye yatırımları da teşvik edilmiş ve kar transferlerine kolaylık sağlanmıştır. Bu kapsamda, 50 milyon dolara kadar olan yabancı sermaye girişleri için Başbakanlığa bağlı Yabancı Sermaye Dairesi görevlendirilmiştir.

- Ödemeler dengesi açıklarının azaltılması için ithalat kısılarak, ihracatın desteklenmesi benimsenmiştir.

- İhracatın teşvik edilmesi amacıyla, ithalat alınan teminatların %50'lik kısmıyla oluşturulan Destekleme ve Fiyat İstikrar Fonundan yapılan aktarmalarla MB nezdinde ihracat teşvik fonu kurulmuştur. Bu teşvik sistemiyle ihracat gelirlerinin GSYH'ye oranı 1979'da %2,6 iken, 1990 yılında %8,6'ya çıkmıştır.

- Ayrıca ihracatta; vergi iadesi, düşük faizli kredi imkanı, imalatçı ihracatçılara ithal girdilerde gümrük muafiyeti, sektörler göre farklılaşan teşvik sistemi gibi teşvik uygulamaları getirilmiştir. İthalat kademeli olarak serbestleştirilmiştir.

- Döviz alım ve satımı serbest bırakılarak, döviz piyasasındaki kontroller kaldırılmıştır.

- Faiz oranları serbestleştirilerek reel faiz politikası izlenmiş, en önemlisi fiyat kontrol ve sınırlamaları kaldırılarak piyasa kurallarının geçerliliği hedef alınmıştır.

Tablo 3.3 24 Ocak Kararları Öncesi ve Sonrası Temel Makroekonomik Göstergeler (%)

	1979	1980	1981	1982
Büyüme Oranı	-0,5	-2,8	4,8	3,1
TÜFE	62	101,4	34	28,4
Bütçe Açığı/GSMH	-3,15	-3,13	-1,54	-1,48
İhracat/İthalat	44,6	36,8	52,6	64,9
Cari İşlemler Dengesi/GSMH	-1,73	-4,98	-2,71	-1,48

Kaynak: TÜİK

24 Ocak kararları neticesinde (Karluk, 1999: 406-407);

- İhracat hızla gelişerek, özellikle sanayi mallarının payı artmıştır. 1980'de 2.9 milyar dolar olan ihracat rakamları 1983'te 5.9 milyar dolara çıkmıştır.

- Ödemeler dengesi açıkları azalmış, döviz darboğazı aşılmıştır.
- Yabancı sermaye girişleri, işçi gelirleri ve turizm gelirleri artmıştır.
- 1981’de ki liberalizasyondan sonra ithalatta hızla artmış, buna bağlı olarak dış ticaret açığı da büyümüştür.
- Kısa dönemde yokluklar, kara borsa ve kuyruklar ortadan kalkmıştır.
- Enerji sıkıntı giderilmiş, ekonomide kapasite kullanım oranları artmıştır.
- Enflasyon 1981’den itibaren hızla düşerek, 1981-1987 arasındaki dönemde yıllık ortalama %30’lar seviyesinde seyretmiştir.
- Faiz oranlarının yükseltilmesi ile birlikte banka mevduatları yükselmiştir.
- 1981’den itibaren ekonomi büyümeye başlamış, 1980-1983 döneminde GSMH yıllık ortalama %4 oranında büyümüştür.
- KİT ürünleri zamlanarak zararları kapatılmış ve hazinenin yükü azaltılmıştır.
- Maaş ve ücretlere enflasyonun altında zam yapılmıştır. Bu durum çiftçilerin ve çalışanların milli gelirden aldıkları payın azalmasına neden olarak, gelir dağılımının bozulmasına yol açmıştır.

Türkiye, 24 Ocak Kararları çerçevesinde liberalleşme sürecinde, kuramsal yapıya uygun bir sıra ile yapısal dönüşümünü tamamlamıştır. İlk aşamada yurtiçi üretim, ikinci aşamada dış ticaret ve son aşamada ise finansal sektör liberalleştirilmiştir (Susam, 223).

24 Ocak kararlarıyla birlikte ekonomide bir yandan liberal politikalar uygulanmaya konulurken, diğer yandan da liberal kapitalizme özgü kuruluşlarda kurulmaya başlanmıştır. Kronolojik sıraya göre uygulamaya konulan uygulamalar ve kurulan kuruluşlar şöyledir (Mangır, 2006: 463-464):

- 1980: Hisse senedi piyasası üzerindeki fiyat kontrolleri kaldırılmıştır.
- 1980: Faiz oranlarındaki kısıtlamalar kaldırılmıştır.
- 1981: İthal ikameci büyüme politikaları sona ermiştir.
- 1982: Sermaye piyasası kurulmuştur.
- 1984: Döviz kuru işlemlerine izin verilmiştir.
- 1985: Banka kanunu yürürlüğe girmiş, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) kurulmuştur.

- 1985: İlk özel finans kurumları olan Albaraka Türk ve Faisal Finans faaliyete geçmiştir (Coşkun, 2004: 54).
- 1985: Serbest bölgeler kanunu ile yabancı sermaye yatırımlarının arttırılmasına yönelik yeni olanaklar sağlanmıştır.
- 1986: İnterbank para kurulu açılmıştır.
- 1987: Açık piyasa işlemleri başlamıştır.
- 1988: Efektif döviz piyasası kurulmuştur.
- 1989: Altın piyasası kurulmuştur.
- 1989: Sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamalar kaldırmıştır.
- 1989: 32 sayılı, Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında karar kabul edilmiştir.

3.2. 1994 KRİZİ VE 5 NİSAN KARARLARI

1994 krizi dünya konjonktüründen kaynaklanmayan, Türkiye'nin kendi kendine çıkardığı özel krizlerden birisidir. 1993 sonlarında gitgide artan bütçe açıkları ve yüksek fiyatların neden olduğu iç dengesizlikler, ithalat artışı ve ağır dış borç ödeme koşulları nedeniyle bozulan dış denge, 1994 yılındaki ekonomik gelişmelerin temel sebebi olmuştur. 5 Nisan Kararlarının nedenleri; bir yandan orta ve uzun dönemde izlenen ekonomi politikaları, diğer yandan 1993 yılına kadar ve 1994 yılı başlarında izlenen yanlış para politikalarının olduğu söylenebilir.

3.2.1. Kriz Öncesi Dönem ve Yapısal Dönüşümler

1994 yılında yaşanan krizin daha iyi analiz edilebilmesi için, öncelikle kriz öncesi dönemde yaşanan önemli politika değişikliklerinin incelenmesi gerekmektedir. Kriz öncesi bu süreç, kısaca şöyle özetlenebilmektedir.

1980'li yıllarda Neo-liberal iktisat görüşleri çerçevesinde dışa açılan Türkiye'de, yapısal reformlar ile birlikte 1983-1987 yılları arasında makroekonomik değişkenlerde bir iyileşme olurken, ihracatın on yıl boyunca ciddi bir şekilde artmasıyla birlikte hızlı bir ekonomik büyüme yaşanmış ve 1987 yılında büyüme hızı yüzde 9,8 olarak gerçekleşmiştir. Fakat 1980'lerin sonuna gelindiğinde ise ekonomik büyüme ivmesini

kaybetmiş ve ekonomi bir tıkanma içine girerek, büyüme hızı 1988 yılında yüzde 2,1'e gerilemiştir (Susam, 201).

1981'den 1987'ye kadar enflasyon oranı ortalama %38 artarken, 1988-1990 arasında da ortalama %66 artmıştır. Bu dönemde enflasyonun temel nedeni bütçe açıklarının monetizasyonla²⁰ finanse edilmemesidir. Bütçe açıklarının kısılmasının politik olarak güçlülüğü ve seçim dönemlerinde popülist politikalar, Türkiye'de sürekli yüksek enflasyonun fitilini ateşlemiştir. Diğer yandan, Türk Lirası aşırı değerlenmiş, ihracata yönelik teşviklerde de gerilemeler yaşanmıştır (Parasız, 2002: 373).

1987 yılında enflasyonist baskılar yeniden artmaya başlamıştır. 1987 yılında MB'nin açık piyasa işlemlerine başlaması, ekonomik büyümeyi hızlandırmak için izlenen arz politikaları, bütçe açığı, KİT ürünlerine zam yapılması enflasyonist baskıları artırmıştır.

Faiz oranları düşürüldüğü için, enflasyonist baskılardan korunmak isteyen kişiler dövize yönelmiştir. Döviz talebinin artmasıyla resmi kur ile gayri resmi kur arasındaki fark giderek yükselmiş ve spekülasyon artmıştır. Bu süreçte, enflasyonu ve giderek artan enflasyonist beklenti nedeniyle oluşan suni döviz darboğazını önlemeye yönelik 4 Şubat kararları alınarak, faizler yükseltilmiştir. Bu kararlar reel olarak negatif olan mevduat faizleri münzam karşılık oranları %16'ya ve disponibilite oranları %27'ye çıkarılmıştır (Parasız, 2016: 423).

TL'den kaçışı önleyerek, faizi karlı yatırım alternatifi haline getirmek ve döviz talebini kısmak amaçlanmıştır. Ayrıca, faizlerin yükseltilmesiyle ekonomiden para çekilerek enflasyonist baskı kırılacaktı. Diğer taraftan 4 Şubat kararları ile uzun bir dönem -6 milyon dolar olan döviz rezervleri -1 milyon dolara artmıştır.

1980'li yılların başından itibaren yürütülen kambiyo rejimini liberalleştirme çabaları kapsamında, Türk parasını konvertibl bir para durumuna getirmeyi amaçlayan, "32 Sayılı Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında Karar" 11.08.1989 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiş ve bu karar ile kambiyo düzenlemelerinin içerdiği kısıtlamaları büyük ölçüde yumuşatmıştır.

²⁰ Monetizasyon, para basılarak iç borçların ödenmesidir.

Alınan karar ile bankalar ve finans kurumları Türkiye’de oturan kişilere 3000 ABD dolarına kadar döviz satabilecekti. Ayrıca bankaların yapabilecekleri günlük işlem hacmi alt sınırı 50 bin dolardan 10 bin dolara düşürülmüştür.

Sermaye hareketlerinin serbest bırakılması sonucunda, MB bilançosundaki döviz varlıkları artmıştır. İzlenen borç politikaları nedeniyle yurtiçi faiz oranlarının yükseltilmesi, finans piyasalarında uluslararası kısa vadeli sıcak para hareketlerine yol açmıştır. Ülkeye gelen sıcak paranın kaçışının önlenmesi amacıyla yüksek reel faiz oranlarına ve TL’nin reel olarak değer kazanmasına izin verilmiştir. TL’nin aşırı değerlenmesinin sonucunda artan cari işlemler açığı, yüksek reel faiz nedeniyle ülkeye giren kısa vadeli sermaye akışları ile finanse edilmiştir (Kazgan, 2017: 149).

1989 yılında Türkiye ekonomisinde yaşanan değişim süreciyle beraber, dış dünyada da pek çok değişim gerçekleşmiştir. 9 Kasım 1989’da “Utanç duvarı” (Schandmauer) olarak da anılan Berlin Duvarı yıkılmış, 1990 yılında Irak Savaşı, yani Körfez Krizi çıkmış, Mihail Gorbaçov’un 25 Aralık 1991 tarihinde ise Sovyetler Birliği Devlet Başkanı görevinden istifa etmesinin ardından SSCB dağılarak tarihe karışmıştır.

Körfez Savaşının Türkiye sınırlarında cereyan etmesi bir yandan turizmi baltalayıp turizm gelirlerinin düşmesine, diğer taraftan ülkeden sermayenin hızla kaçmasına neden olmuştur. Bu dönemde ülkeyi terk eden 2,6 milyar dolarlık sermaye ülkeyi durgunluğa sokmuştur. Yaşanan tüm bu olumsuz gelişmeler Türkiye’yi derinden etkilemiş, 1991 yılında ekonominin büyüme hızı olumsuz etkilenmiştir.

1992 yılında ekonomide yeniden başlayan toparlanma, her ne kadar dış ticaret ve kamu kesimi açıklarının büyümesiyle beraber gerçekleşmiş olsa da, 1993 yılında GSMH’deki artış % 7,6 gibi yüksek bir seviyede gerçekleşmiştir.

1994 yılının başına gelindiğinde, Cumhuriyet tarihinin en büyük cari işlemler açığı ve kamu açığı ile karşı karşıya kalınmıştır. Orta ve uzun vadede sürdürülemeyecek olan bu ekonomik yapı, Nisan ayında patlak veren ağır iktisadi krizin oluşumuna yol açmıştır.

3.2.2. Kriz Dönemi ve Krizin Ortaya Çıkış Süreci

Türkiye’de özellikle 1990 yılından itibaren kamu kesimi açıklarının hızla artması, vergi gelirlerinin iç borç servisini bile karşılayamaması ve devletin nakit açığını iç borçlanma ile finanse eder bir duruma gelmesi gibi nedenler, bu açıkları finanse etmek için yeni bir istikrar programının yürürlüğe konulmasını zorunlu kılmıştır.

1990’lı yıllar, Dünya ekonomisi genelinde kamu kesimi genel dengesinin hızla bozulduğu, bütçe açıklarının, borçlanmanın ve sıcak para akımlarının yoğun olarak yaşandığı ve bir kriz daha bitmeden yeni bir krizin başladığı bir dönem olmuştur. Dünya ekonomisi üzerindeki kara bulutlar, Türkiye ekonomisi üzerine de çökmüş, bu dönemde yoğun bir şekilde yaşanan sıcak para akımları ülkeyi doğrudan etkileyen faktör olmuştur. Bu dönemde, Türkiye’yi etkileyen diğer bir olumsuz gelişmede Körfez Savaşı’nın başlaması olmuş ve savaş nedeniyle büyük miktarda sıcak para çıkışının gerçekleşmesi, Türkiye ekonomisinin durgunluk dönemine girmesine neden olmuştur.

1993 yılının sonundan itibaren giderek artan bütçe açıkları ve yüksek fiyatların yol açtığı iç dengesizlikler, ithalattaki artış ve ağır dış borç ödeme koşulları sonucu bozulan dış denge, 1994 yılında yaşanan ekonomik krizin temel sebepleridir. Kısa süreli, ancak oldukça şiddetli yaşanan kriz, sinyallerini 1993 sonlarında vermiş, 1994 Nisan’ında patlamıştır. 5 Nisan Kararlarının nedenlerini bir yandan orta ve uzun dönemde izlenen yanlış ekonomi politikalarında, diğer yandan bu dönemde yaşanan iç ve dış gelişmelerde aramak gerekmektedir. Özetle Türkiye’yi krize götüren etkenler şunlardır:

- 1990 yılında patlak veren I. Körfez Savaşı’nın etkisiyle bankalardan yoğun bir şekilde mevduatların çekilmesi ve yoğun sermaye çıkışı,
- 1991 yılındaki erken seçim öncesinde başlayan ve ardından gelen iktidarın da mali ve parasal disiplini sağlayamaması nedeniyle kamu finansmanında ciddi sıkıntıların yaşanması,
- 1994 yılındaki yerel seçimlerin kamu harcamalarını artırıcı etkisi,
- Bu dönemde dünya ekonomisindeki genel durgunluk,
- 1994 yılında uluslararası derecelendirme kuruluşlarının Türkiye’nin kredi notunu düşürmeleri, Türkiye’de yaşanan krize ortam oluşmuştur.

Türkiye ekonomisini krize götüren mekanizma başlıklar halinde aşağıda ele alınmıştır.

3.2.2.1. Para Politikasında Uygulama Değişikliği

Türkiye’de ekonomi politikaları belirlenirken nasıl bir yol izleneceği konusunda, 1989 yılının ortasında MB’nin ilan ettiği programa kadar önceden ilan edilmesi gibi bir uygulama bulunmaktadır. Bu dönemden itibaren MB parasal program uygulamalarını açık olarak ilan ederek uygulamaya başlamıştır. Bu program, Monetarist iktisatçıların önerdikleri kurala göre para politikası ile örtüşmekteydi.

1994 yılında yaşanan krizin en önemli kuramsal nedeninin Monetarist içerikli kurala göre uygulanan politikalardan, Keynesgil içerikli duruma göre uygulanan politikalara dönüş yapılması olarak görülmektedir. Türkiye’de para, döviz ve sermaye piyasalarının oluşmadığı, sadece mal piyasası ile ilgili kararların ekonomiyi büyük ölçüde yönlendirdiği dönemlerde, duruma göre politikaların uygulanması oldukça kolay olması nedeniyle politika yapıcılar az ya da çok bir başarı sağlamışlardır (Parasız, 2002: 376).

3.2.2.2. Finansal Piyasaların Küreselleşmesi ve Sermaye Hareketlerinin Erken Serbestleştirilmesi

1980’li yıllarda dünya ekonomisinde ve Türkiye’de gerek finansal piyasaların gerek kurumların gerekse finansal enstrümanların hızla geliştiği yıllar olmuştur. 1990’lı yıllara doğru Avrupa’da başlayan endüstriyel yapılanma, önemli miktarda finans gereksinimi ortaya koymuş ve firmalar, Avrupa dışından da fon sağlama yoluna gitmişlerdir. Bu kapsamda 1990’lı yılların hemen başında ABD’de tahvil piyasalarının küreselleşmesine olanak sağlayan SEC 144 A yasası çıkarılmış, benzer bir gelişme ise 1990 yılı başında Japonya’da yaşanmış, finansal piyasalara yabancı yatırımcıların girişini yasaklayan 65 sayılı yasa yürürlükten kaldırılarak uluslararası piyasalardan borçlanma olanakları artırılmıştır (Parasız, 2002: 376).

Türkiye ekonomisinde de ihtiyaç duyulan dış kaynağı temin etmek üzere sermaye hareketleri, Ağustos 1989’da 32 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile tam olarak serbestleştirilmiş, TL konvertibl hale getirilerek popülist bir yaklaşım içinde uygulamaya konulmuştur. Bu karar ile 1990’ların başından itibaren dış kaynak akışı hızlanmış, hisse

senedi piyasası gelişmeye başlamış, devlet kağıtlarının ikinci el piyasası oluşmuş, kamu harcamaları için hükümetlerin daha rahat iç borçlanma yapmalarının önü açılmıştır (Öztürk, 2015: 447).

Kararın uygulanmaya konulması ile birlikte Türkiye'ye yüksek miktarda sermaye girişi yaşanmış, artan sermaye parasal tabanın genişlemesine yol açmıştır. Parasal tabandaki genişleme MB tarafından sterilize edilmesi yerine, büyük oranda hazinenin kağıtlarıyla likiditenin kamu harcamaları için kaynak olarak kullanılmasının dışında bir amaçla kullanılamamıştır (Yentürk, 2003: 115).

3.2.2.3. Yurt İçi Tasarruf Oranının Düşmesi ve Faiz Oranları

Türk ekonomisinde 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren tasarrufların GSMH içindeki payı hızlı bir şekilde düşmüştür. Bu oran 1988'de %26,2 iken 1990'da %23,7'ye, 1991'de 522,4'e ve 1992'de %20'ye düşmüştür. Aynı dönemde özel tasarrufların GSMH'ye oranı 1988'de %8,8 iken, 1990'da %3,9'a, 1991'de %0,7'ye ve 1992'de - %0,4'e düşmüştür.

1992 yılından itibaren yurtdışından sağlanan kısa vadeli fonların gelişini devam ettirebilmek amacıyla faiz oranları artırılmıştır. Böylece, TL'deki değer kaybı enflasyon oranına yaklaştırılmış, 1 yıllık hazine bonoları 1988'de %67,7, 1989'da %50,8, 1990'da %58,9, 1991'de %72,9, 1992'de %77,8 ve 1993'te %89,2 faiz getirmeye başlamıştır. TEFE oranları 1991'de %55,5, 1992'de %62,1 ve 1993'te %59,5 olduğu göz önüne alınırsa, son yıllarda reel faiz oranlarının oldukça yüksek düzeylerde tutulduğu görülmektedir (Parasız, 2002: 387).

Ayrıca 1990'lı yıllarda bireysel bankacılık faaliyetleri çerçevesinde tüketici kredilerinin artması, ülkede tüketimi teşvik edici bir rol oynamıştır. Özellikle Türk bankacılık sisteminin Euro piyasasından sağladığı düşük faizli fonların dayanıklı tüketim mallarına yönelik tüketici kredisi şeklinde kullanılması, bankaların açık pozisyonlarının oluşmasına zemin hazırlayarak, 1994 krizinin derinleşmesinin önemli bir nedeni olmuştur (Parasız, 2002: 378).

3.2.2.4. Para İkamesi Olgusu ve Senyoraj Gelirlerinin Azalması

32 sayılı Karar ile birlikte halka döviz tutma serbestisinin verilmesi ile birlikte para ikamesi olgusu Türkiye’de de yaşanmaya başlamıştır. Vatandaşların ve kurumların serbestçe döviz tutabilme olanağının sağlanması enflasyon, faiz haddi ve döviz kurunun nispi değişim marjlarına göre, ulusal paradan dövize kaçıışı ve bir ikameyi gündeme getirmektedir (Berksoy, 1993: 37).

Para ikamesi veya yabancı terim olarak ifadesiyle dolarizasyon, bir portföy farklılaştırma biçimi olarak tanımlanmakta olup, halkın portföyünde hem kendi para birimlerinin hem de başka bir ülkenin para birimini tutmasıdır. Türkiye’de döviz tevdiat hesaplarının toplam mevduat içindeki payı 1989’da %32,8, 1990’da %35,2, 1991’de %51,7, 1992’de %67,6, 1993’te %82,4 olmuştur (Parasız, 2002: 378).

Tablo 3.4 Türkiye’de Para İkamesi (1989-1994)

Göstergeler	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Döviz Tevdiat Hesabı	10.996	18.717	45.532	105.669	238.574	410.442
M2	46.393	68.765	111.015	179.160	268.063	450.336
M2Y	57.358	87.481	156.547	284.296	506.637	860.778
M2/M2Y	%80,1	%78,6	%71	%63	%52,9	%52,3
DTH/M2Y	%19,1	%21,4	%29,1	%37,1	%46,7	%48

Kaynak: TCMB, Aylık İstatistik Bülteni, Kasım 1993.

Kuşkusuz yüksek enflasyona karşı korunmanın bir yolu da para ikamesi olgusudur. 1990 yılların başından itibaren Türkiye’de para ikamesi olgusu büyük boyutlara ulaşmıştır. Tablo 3.4, 1989-1993 yılları arasında Türkiye’de para ikamesinin boyutlarını göstermektedir. Tablodan da görüleceği üzere M2Y’nin döviz tevdiat hesapları içindeki payı 1989’da %19,1 iken 1993’te %46,7’ye çıkmıştır. Buna karşılık M2 para arzının M2Y içindeki payı 1989’da %80,1 iken 1993’te %52,9’a düşmüştür. Bu rakamlardan çıkan sonuç şöyledir: Türkiye’de para ikamesi zaman içerisinde enflasyona karşı koruma boyutunu aşarak, TL’nin parasal işlevleri olan değer saklama ve hatta daha ileri boyutta işlem işlevini görmeye de başlamıştır (Parasız, 2002: 379).

Para ikamesi olgusunun diğer bir olumsuz getirisi ise hükümetlerin para basma hakkını kullanması dolayısıyla elde ettiği senyoraj gelirlerini sınırlandırmasıdır. Öte

yandan, enflasyon vergisi yoluyla elde edilmesi beklenen enflasyon vergisi gelirlerini azaltmaktadır. Böyle bir durumda hükümet bütçe açıklarının finansmanında MB kaynaklarını yeteri kadar kullanamamakta ve bunun yerine borç politikasına yönelmektedir. Bu durum faiz oranlarının yükselmesine neden olarak, ülkeye sıcak para girişini artırmıştır.

3.2.2.5. Kamu Kesimi Borç Yönetimi Politikasının Sürdürülememesi

1980’li yılların ikinci yarısından itibaren finans sektöründeki baş döndürücü gelişmeler yaşanmış ve yeni finansal araçlar piyasalara sunulmuştur. Bu yeni finansal araçların halka yüksek getiri sağlaması, borç yönetimi politikasının Türkiye’de yerleşmesine imkan tanımış ve 1985’ten itibaren haftalık ihalelerle Devlet İç Borçlanma Senetleri halka arz edilmeye başlanmıştır.

Tablo 3.5 Dış Borç Stoku (1989-1993)

Göstergeler	1989		1990		1991		1992		1993	
	Milyar \$	%	Milyar \$	%	Milyar \$	%	Milyar \$	%	Milyar \$	%
Dış Borç Stoku	41.751	100	49.035	100	50.489	100	55.592	100	59.381	100
Orta/Uzun Vadeli	36.006	84,2	39.535	86,2	41.372	91,8	42.932	81,9	44.896	75,6
Kısa Vadeli	5.745	15,2	9.500	13,8	9.117	8,2	12.660	18,2	14.985	14,4

Kaynak: Parasız, 2002: 381.

Borç politikasının ön plana çıkması ve devlet tahvili ve hazine bonoları gibi finansal araçların yüksek getiri sağlaması yabancı fonları Türkiye’ye gelmesine katkıda bulunmuştur. Tablo 3.5’de görüldüğü üzere, toplam dış borç stoku 1989’da 41.751 milyar dolar iken 1993’te 59.381 milyar dolara, yine aynı dönemde kısa vadeli dış borçlar 5.745 milyar dolardan 14.985 milyar dolar çıkmıştır.

1994 krizinin temel nedenlerinden birisi olan yüksek kamu açıklarının en önemli nedenlerinden birisi KİT açıklarıydı. KİT açıklarının finansmanında öncelik MB kaynakları yerine borçlanma politikası tercih ediliyordu. 1989 yılından itibaren kamu kesimi borçlanma gereği, personel giderlerindeki ve KİT borçlanma gereğindeki artışlar nedeniyle yükselmiştir. 1991 yılında konsolide bütçe açığının hızla büyümesi sonucunda

kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ye oranı artarak 1990'da %10,2'ye, 1991'de %14,5'e, 1992'de %14,9'a ve 1993'te %16,3'e yükselmiştir (Parasız, 2002: 382).

Türkiye'de 1984, 1989 ve 1992'de KİT borçları hazine borçları haline getirilerek tahkim edilmiştir. 1992'de tahkim edilen borç büyüklüğü iç borç stokunun yarısından fazladır. 1993 Temmuz'unda yapılan borç silme işlemi sonucunda iç borç stoku %11 oranında artmış, bu işlemin sonuçları birkaç ay sonra yaşanan krizle görülmüştür (Özyıldız, 2009: 205).

1990'lı yıllarda kamu açıklarına neden olan faktörlerden bir diğeri de sosyal güvenlik kurumlarının açıklarıdır. Sigortalıya bağımlı sayısının yüksek olması, erken yaşta emeklilik, prim karşılığı olmayan ödemeler yapılması, prim tavanının düşük tutulması, prim tahsilat oranlarının düşük olması gibi nedenlerle kurumların finansal yapısı olumsuz etkilenmiş, mevcut sosyal güvenlik sistemi sürdürülemez duruma gelmiştir (Sevindirici, 2001: 37; Öztürk, 2015: 444).

Kamu açıklarının diğeri bir nedeni de popülist kamu harcamalarıdır. Özellikle 1991 yılında Özal'ın cumhurbaşkanı olmasından sonra hükümet erken seçim öncesinde genişletici politikalara yönelmiş, bu dönemde kamuda ücretler %28 oranında artırılmıştır. Ayrıca tarımsal destekleme ve kamu yatırımları, yani kamu borçlanma gereğini artıracak her türlü uygulamaya hız verilmiştir.

3.2.2.6. TL'nin Aşırı Değerlenmesi ve Enflasyonun Kronikleşmesi

1989 yılında sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla Türkiye'ye yönelik kurdaki değişmelerle faiz oranı arasındaki farktan yararlanmak için yoğun sermaye girişi yaşanmış, bu durum ister istemez TL'nin aşırı değerlenmesine neden olmuştur. Diğer taraftan, enflasyonu belirli bir seviyede tutabilmek için çeşitli parasal büyüklüklerdeki artışlar, yabancı dövizlerle emme politikası izlenmiştir. Böyle bir politikanın sonucu olarak, döviz piyasasında arz artmış ve TL karşısında yabancı paraların kurları düşük kalmıştır.

Aşırı değerlenmiş TL olgusu sonucu makine ve teçhizatın yanı sıra hammadde ve nihai mal ithalatının da artması, hızlı ekonomik büyüme dönemlerine ve Körfez Krizi gibi krizli yıllara rağmen enflasyonun %60-70'ler civarında kronikleşmesine sebep olmuştur.

3.2.2.7. Yüksek Cari Açık

Türkiye’de 1984 yılında dış ticaretin liberalleşmesi, 1989’da sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle birlikte ithalatta ciddi artışlar yaşanmış, bu durum dövize olan talebi de artırmıştır.

Tablo 3.6 1989-1994 Döneminde Cari İşlemler Dengesi (Milyon \$)

Göstergeler	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Cari İşlemler Hesabı	938	-2.625	250	-974	-6.433	2.631
A-Dış Ticaret Dengesi	-4.190	-9.448	-7.290	-8.076	-14.081	-4.167
İhracat	11.625	12.959	13.593	14.715	15.345	18.106
İthalat	15.815	22.407	20.883	22.791	29.426	22.273

Kaynak: TCMB, EVDS.

Türkiye’de dış ticaret dengesi sürekli olarak açık vermektedir. 1993 yılında 14 milyar dolara kadar çıkan dış ticaret açığı, 1994 yılında 4 milyar dolara inmiştir. Bunun temel nedeni özellikle hammadde, ara mal ve ticari mala olan yüksek bağımlılıktır. Bu durum Türkiye ekonomisini her zaman olumsuz etkilemiş, 1994 krizine giden süreçte cari açık temel sorunlardan bir diğeri olmuştur.

3.2.3. 1994 Krizi Sonrasında Uygulanan İstikrar Kararları: 5 Nisan Kararları

5 Nisan 1994 kararlarının genel olarak dünyada uygulamaya konulan istikrar önlemleri ile paralellik gösterdiği gözlenmektedir. Özellikle 1985 yılında İsrail’de uygulamaya konulan istikrar paketiyle oldukça benzerlikler içermektedir.

5 Nisan Kararları IMF ile işbirliği yapılarak hazırlanmamış, Türkiye IMF benzeri bir programı kendiliğinden yürürlüğe koymuş ve kararlardan 3 ay sonra Temmuz 1994’te IMF ile stand-by anlaşması imzalamıştır. Programın kısa vadede hedefi, döviz piyasasında ve dış dengede istikrarın sağlanmasıdır.

5 Nisan Kararları temelde Ortodoks, ancak ücret ve maaşların dondurulması gibi kararlar içerdiği için de Heterodoks unsurlar taşıyan bir istikrar politikasıdır. Kararlar ile öncelikle kamu harcamalarının kontrol altına alınması ve kamu gelirlerinin artırılmasına

yönelik tedbirlerle, ekonomide istikrar sağlayıcı düzenlemelere öncelik verilmiştir. Program kapsamında yapılan düzenlemeler şunlardır (Parasız vd, 2016: 425):

- TL devalüe edilerek değeri ciddi miktarda düşürülmüştür.
- Hazineye verilecek kısa vadeli avans oranları değiştirilmemiştir. Buna göre, MB her yıl cari yıl genel bütçe ödenekleri toplamının bir önceki mali yıl genel bütçe ödeneklerini aşan tutarın %12'sini geçmemek üzere Hazineye kısa vadeli avans açacaktır. Bu oran 1996 yılı için %10, 1997 yılı için %6, 1998 yılı ve daha sonraki yıllar için ise %3 olarak belirlenmiştir (Parasız, 2002: 398).
- KİT ürünlerinin fiyatları döviz kurundaki artışlar ve piyasa koşullarına göre yeniden belirlenerek yüksek oranda artırılmıştır.
- Ekonomik denge için ek vergiler konulmuştur. Gelir ve kurumlar vergisi mükellefleri 1994 yılında beyan etmiş oldukları matrahlar üzerinden ek vergi ödemiş, motorlu kara, deniz ve hava taşıtlarından belirli bir kasko değerini aşanlardan bir defaya mahsus olmak üzere ek bir motorlu taşıtlar vergisi alınmıştır.
- Bütçe açıklarının çabuk bir şekilde kapanması için akaryakıt tüketim vergisinden bütçeye aktarılan pay %50'den %70'e, akaryakıt fiyat istikrar fonu kesintisi ise %10'dan %25'e çıkarılmıştır.
- Kamunun cari ve yatırım harcamalarında önemli kısıtlamalara gidilmiştir. 1994 yılında kamu yatırım programına hiçbir şekilde yeni proje alınmamış, 1994 yılında bitecek olanlar hariç tüm kamu projelerinden ise %20 kesinti yapılmıştır.
- Savunma ve güvenlik harcamaları hariç olmak üzere cari harcamalarda %30 oranında kesinti yapılmış, kamuya personel alımları durdurulmuştur.
- Mali piyasalarda istikrar ortamını ve mali sisteme olan güveni tekrar sağlamak için kurumsal ve yasal düzenlemelere gidilmiştir.
- Hazinenin ve diğer kamu kuruluşlarının MB'den kredi kullanımlarına sınırlama getirilmiş, MB'nin daha özerk bir yapıya kavuşması yönünde önemli bir adım atılmıştır.
- Tarımsal desteklemelerin daha rasyonel bir yapıya kavuşturulması yönünde düzenlemeler yapılmıştır. Hububat, şeker pancarı ve tütün tarımsal destekleme alımı kapsamında tutulmuş, diğer ürünler kapsamdan çıkarılmıştır.

- Sosyal güvenlik kurumlarının kaynak sorunlarına yönelik düzenlemeler yapılmıştır. Sosyal Sigortalar Kurumu'na tabi sigortalıların emekliliğe hak kazanabilmeleri için prim ödeme gün sayısı kadın sigortalılar için 7200 gün, erkek sigortalılar için 9000 güne çıkarılmıştır.

- Özelleştirme çalışmalarına hız verilerek ilk aşamada Et ve Balık Kurumu ile Yem Sanayinin özelleştirme işlemleri en kısa sürede sonuçlandırılması amaçlanmaktadır. 1994 yılı sonuna kadar Erdemir, TÜPRAŞ, Petrol Ofisi, PETKİM, Turban, HAVAŞ, D.B. Deniz Nakliyat ve DİTAŞ kısmen veya tamamen özelleştirilecektir. Ayrıca, 1994 yılında TEK ve PTT'de özelleştirilmiştir (Parasız, 2002: 403).

5 Nisan kararlarının doğal sonucu olarak, 1994 yılında ekonomi %6,1 oranında daralmış, bu düşüş 1995 yılının ilk üç ayında -%0,3 olmuştur. Enflasyon oranları TÜFE'de %120,7, TEFE'de %106,3 olarak gerçekleşmiştir. 1995'in 2. Çeyreğinden itibaren ekonomik büyüme tekrar yükselişe geçse de, enflasyon oranı düşürülememiştir. Faiz oranları beklenen düzeylere düşmemiş, 1994'te Hazine borçlanmalarında o döneme kadarki en yüksek faiz oranları ile borçlanmak zorunda kalmıştır (Hazine bonolarında yıllık bileşik faiz %406'ya çıkmıştır).

Tablo 3.7 1992-1997 Dönemi Temel Makroekonomik Göstergeler

Göstergeler	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Büyüme Oranı (%)	6,4	8,1	-6,1	8,0	7,8	8,3
TÜFE (%)	62,1	58,4	120,7	88,5	79,4	85,0
TEFE (%)	70,1	66,1	106,3	93,6	74,6	81,0
Bütçe Açığı/GSMH	-4,3	-6,7	-3,9	-4,0	-8,2	-7,6
İhracat/İthalat	64,3	52,1	77,8	60,8	53,2	54,1
Cari İşlemler Dengesi/GSMH	-0,6	-3,5	2,0	-1,4	-1,3	-1,4

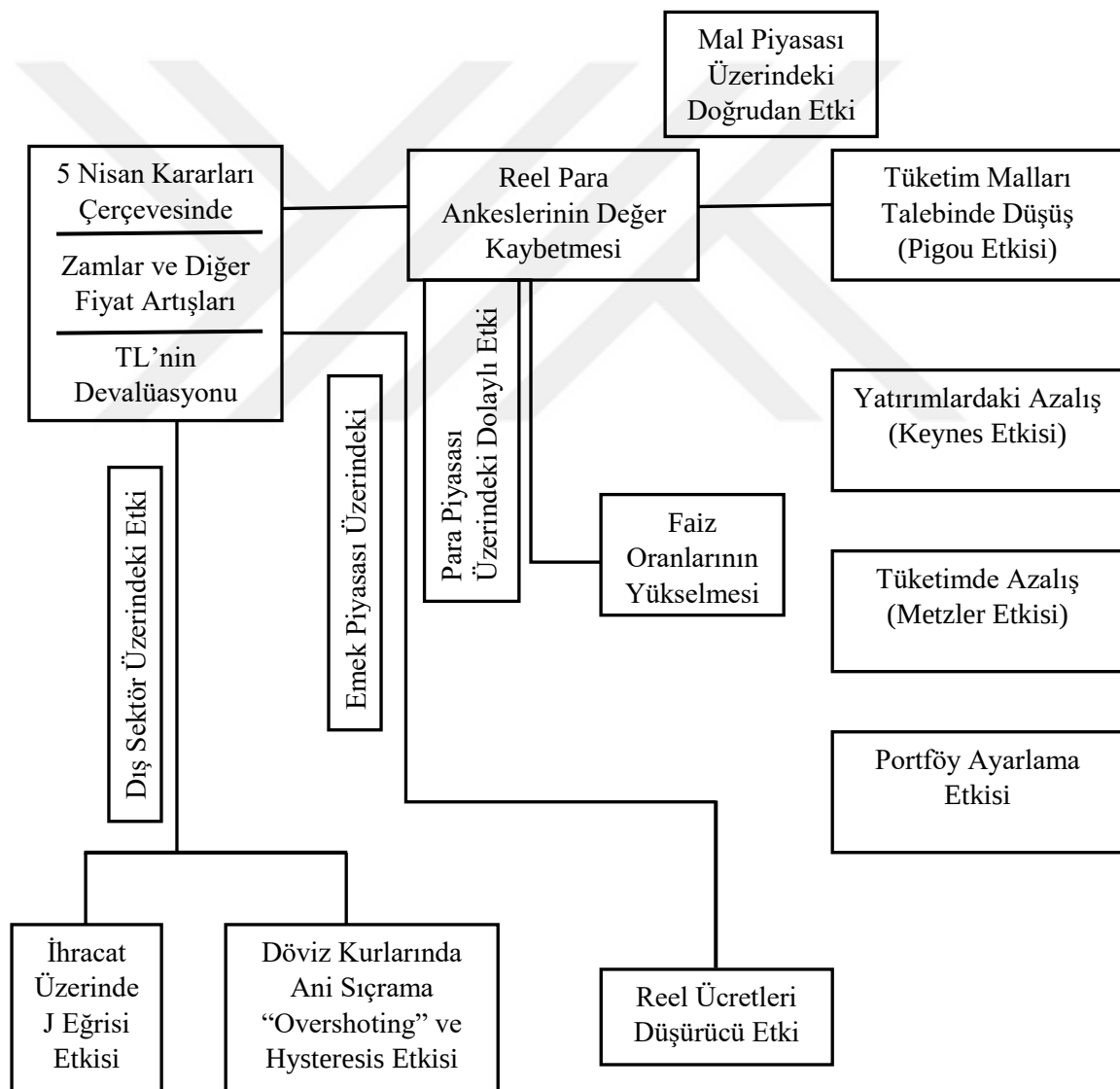
Kaynak: TÜİK.

5 Nisan Kararlarını izleyen dönemde fiyatlar genel düzeyi çok kısa sürede yaklaşık %50 oranında artarak reel para stokunu önemli ölçüde düşürmüştür. Reel para stokundaki bu düşüş şu etkileri yaratmıştır (Parasız, vd, 2016: 426):

- Tüketim harcamalarını azaltmıştır (Pigou Etkisi)
- Faiz oranlarının yükselmesine neden olarak yatırım harcamaları üzerinde olumsuz etki yaratmıştır (Keynes Etkisi)

- Faiz oranlarının yükselmesi tasarrufları artırıcı ve tüketimi azaltıcı bir etki yaratmıştır (Metzler Etkisi)
- Halkın malvarlığı kompozisyonunun fiziksel aktiflerden, tahvil, bono ve repo gibi mali aktiflere yönelmesine neden olmuştur (Portföy Etkisi)
- Reel ücretlerin düşmesine neden olmuştur.

5 Nisan Kararları sonucunda bazı etkiler kendiliğinden oluşmuştur. 5 Nisan Kararlarının Türkiye ekonomisi üzerindeki otomatik etkileri aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.



Şekil 3.1 5 Nisan Kararlarının Otomatik İstikrar Etkisi

Kaynak: Parasız, 2002: 420.

3.3. KASIM 2000 KRİZİ (22 KASIM – 5 ARALIK 2000)

1990'lı yılların sonlarında gelişmekte olan piyasalara özgü son kriz, Türkiye'nin bizzat yaşadığı bir krizdir. Türkiye, 1999'un sonunda çeyrek asırdır kronikleşen yüksek enflasyon sorununu çözmek ve özellikle 1990'lardan itibaren ivme kazanarak enflasyonist süreci besleyen sürdürülemez kamu iç borçlanma mekanizmasına son vermek amacıyla IMF ile bir stand-by anlaşması imzalayarak, ciddi ve iddialı bir dezenflasyon/stabilizasyon süreci başlatmıştır. Ancak, üç yılda tamamlanması planlanan bu sürecin henüz ilk yılında ekonomide beklenmedik krizler yaşanınca ilk program iptal edilmiş, 2001 yılının Mayıs ayında son şeklini alan "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" yürürlüğe konulmuştur. Aşağıda öncelikle Kasım 2000 krizinin, daha sonra ise Şubat 2001 krizinin nedenleri ve dinamikleri üzerinde durulmuştur.

3.3.1. Kasım 2000 Krizi Öncesi Dönemde Ekonomik Görünüm

Türkiye 2000'li yıllara, yaklaşık 25 yıldır devam eden iki haneli kronik enflasyonun; ekonomisinin istikrarsız dengeler üzerine oturduğu, kaynak dağılımının bozulduğu, sosyal gereksinimlerin arttığı ve belirsizlikler nedeniyle ileriye yönelik yatırım planlarının olumsuz etkilendiği ekonomik bir yapı ile girmiş, özellikle 2000 yılının başından itibaren artan likidite noksanlığı, yapısal sorunlar, spekülative hareketler ve siyasi ve ekonomik istikrarsızlık gibi faktörlerin etkisiyle yılsonunda ülke tarihindeki en büyük ekonomik krizlerden birine maruz kalarak, 1950 yılından sonraki en büyük ekonomik daralmayı yaşamıştır.

1990'lı yıllardan itibaren sık aralıklarla karşılaşılan ekonomik krizlerde dışsal etkenlerin rolünü de göz ardı etmemekle birlikte, krizlerin temel nedenleri arasında; (i) sürdürülemez bir iç borç dinamiği ve (ii) başta kamu bankaları olmak üzere mali sistemin sağlıklı yapısı ve diğer yapısal sorunların kalıcı bir çözüme kavuşturulamamış olması gelmektedir (Parasız, 2002: 443).

Ülkede bir yandan 1994 yılında yaşanan krizin izleri silinmeye çalışılırken, diğer yandan 1995 yılından itibaren Türkiye ekonomisi gerek yurtiçi gerekse yurtdışı kaynaklı birçok faktörün etkisi altına girmiştir. 1995-1999 döneminde ülkede siyasi istikrarsızlıkların artması nedeniyle, beş yılda 7 kez hükümet el değiştirmiştir. Siyasi

istikrarsızlıklar akabinde ekonomik belirsizlikleri getirmiş, uzun vadeli politikalar üretilmesi veya üretilen uzun vadeli politikaların uygulanması konusunda önemli problemler yaşanmıştır.

1990'lı yılların sonuna doğru Türkiye, ekonomik açıdan tamamen dünya ekonomisine entegre olmuş ve bu noktada Türkiye, dünya ekonomisindeki gidişatın olumlu ve ya olumsuz süreçlerinden aynı yönde etkilenmeye başlamıştır (Eroğlu ve Aydın, 2015: 466).

Bu bağlamda, Haziran 1997'de Güneydoğu Asya ülkelerinin paralarını %25-30 oranında devalüe etmesiyle başlayan krizin ardından, Ağustos 1998'de Rusya'nın ekonomik kriz yaşaması, Türkiye ekonomisinin slumpflasyona girmesine neden olmuştur. Bu krizler, Türkiye'ye 1998 yılının ortasında intikal etmiştir. Asya ülkelerinin paralarını ciddi oranlarda devalüe etmeleri, Türkiye'nin bu ülkeler karşısında üçüncü piyasalardaki rekabet gücünü düşürmüştü, diğer taraftan bu bölgeye satılan bazı hammadde ve ara malların ihracatı azalmıştır. 1998'de ki Rusya krizinde de bir yandan ihracat olumsuz etkilenirken, diğer yandan ülkeye gelen Rus turist sayısı neredeyse yarısına düşmüştür (Kazgan, 2013: 223).

Asya krizinin ardından Rusya'nın moratoryum ilan etmesi, Türkiye ekonomisinden 6 milyar dolar sıcak paranın çıkmasına yol açmıştır (Pamuk, 2014: 282). Kriz döneminde Türkiye'de özellikle kamu kesimi borçlanma gereğini düşürecek bir takım tedbirlere başvurulmuş olsa da, 1990'da %29 olan kamu kesimi toplam borç stoğunun GSMH'ya oranı, 1999 yılında %61'e çıkmıştır. İç borç stokundaki artış ise daha çarpıcı boyutlara ulaşmış, 1990 yılında %6 olan net iç borç stokunun GSMH'ya oranı 1999 yılında (kamu bankaları dahil) %42'ye ulaşmıştır (Parasız, 2002: 442).

Bütçe açıklarını finansa etmek amacıyla 1997 Temmuzundan itibaren başta petrol ve türevleri olmak üzere yapılan zam, özellikle imalat sanayi fiyatlarında şok bir artışa yol açarak, kamunun imalat sanayi fiyatlarındaki artışın %15,2'ye, özel sektör imalat sanayii fiyatlarındaki artış oranının %6,3'e yükselmesine neden olmuştur. Yapılan zamlar sonucunda 1997 yılında enflasyon oranı %101'e fırlamış, bu durum TL'nin aşırı değerlenmesine neden olarak ülke ekonomisini olumsuz yönde etkilemiştir.

Yaşanan bütün bu iç ve dış kaynaklı olumsuz gelişmeler, giderek sürdürülemez bir iç borç dinamiğinin oluşmasına ve Türkiye ile IMF arasında enflasyon hedeflerinin 1999 yılı öngörüsünü de içeren bir Yakın İzleme Anlaşması imzalanmaya götürmüştür. Uygulamaya konulan enflasyonu düşürme programını içeren yakın izleme anlaşmasının genel hatları şunlardır (Parasız, vd, 2016: 428):

- i. Bütçede faiz dışı dengenin, vergi gelirlerindeki artışlarla 1998 yılında GSYH'nin %4'ü oranında fazla vermesi,
- ii. Özelleştirmeden elde edilecek fonların enflasyonla mücadele amacıyla kullanılması,
- iii. Sosyal güvenlik açıklarının azaltılması ve emeklilik yaşının yükseltilmesi,
- iv. Bankacılık sektörünün daha etkin bir şekilde denetlenmesi, bankaların sermaye yapılarının güçlendirilmesi ve açık pozisyonlarının sınırlandırılması,
- v. Kamuda maaş artışlarının ve tarımsal destekleme fiyatlarının hedeflenen enflasyon oranında artırılması,
- vi. Döviz kuru politikasının enflasyonla insicamlı bir yol izlemesi, net iç varlıklardaki artışın MB'nin kamu sektörüne kredi açmasını sağlayacak bir oranda tutulması olarak belirlenmiştir.

Bu program ile enflasyon; 1998 yılında %50, 1999 yılında %20 ve 2000 yılı için tek haneli olarak öngörülmüş, ancak hedef tutturulamayarak TÜFE 1998 yılında %84,6, 1999 yılında %64,9 ve TEFİ 1998 yılında %71,8, 1999 yılında %53,1 oranında artmıştır. Bütçe açıklarının GSMH'ya oranı ise 1999'da son 5 yılın en yüksek düzeyine çıkarak -11,5'e ulaşmıştır. İç borç stoğunun GSMH'ye oranı 1990'larda %13 düzeyindeyken 1999'da %30'a çıkmıştır.

1998 yılında ekonominin gidişatı uygulanan programa, dünyada yayılmakta olan kriz ortamına rağmen görece olarak iyi sayılabilirdi. Artış oranı yüksek olmasa da GSMH büyümüş, CİB fazla vermiş, ne iç ne de dış borç stoklarında önemli bir artış yaşanmamıştır. Ancak, %50 olan enflasyon hedefi tutturulamamış, reel kurda 6 puanlık bir artış olmuştur. Sermaye girişleri azalmaya başlamış ve sermaye girişi/GSMH oranı neredeyse sıfırlanmıştır.

Tablo 3.8 1997-2003 Dönemi Makroekonomik Göstergeler

Yıl	GSMH	TEFE	TÜFE	Hazine Bonosu Faiz Oranı	Reel Kur	Sermaye Girişi/GSMH
1997	8,3	81,7	85,7	126,7	115,9	4,5
1998	3,9	71,8	84,6	123,1	120,9	0,2
1999	-6,1	53,1	64,9	131,5	127,3	2,5
2000	6,3	51,4	54,9	38,3	147,6	4,7
2001	-9,5	61,6	54,4	96,2	116,3	-9,7
2002	7,9	50,1	45,0	63,8	125,4	1,1

Kaynak: TÜİK, EVDS.

1999’da ekonomide yaşanan olumsuz gelişmelerde yürütülmekte olan enflasyonu düşürme programının yanında birçok iç ve dış etkeninde rolü bulunmaktadır. Yılın ilk yarısında A. Öcalan’ın yakalanması ile birlikte Avrupa’da Türkiye aleyhine bir kampanyanın başlaması, uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesiyle birlikte reel kurun daha fazla değerlenmesine neden olmuştur.

Bunlara ilaveten yıl içerisinde yaşanan şiddetli kuraklık ve ekonominin kalbinin attığı Marmara Bölgesi’nde yaşanan büyük yıkım yanında çok sayıda cana mal olan iki büyük deprem, ekonomi üzerindeki baskıyı artırmıştır. Özellikle TL’nin aşırı değerlenmesi ve artan reel faizler karşısında iç borç oranlarının çevrilebilirliği konusundaki endişeler, IMF ile yeni bir stand-by anlaşması yapmayı zorunlu kılmıştır.

Haziran 1999’da IMF ile yapılan görüşmede Yakın İzleme Anlaşmasının programa bağlı ve mali finans destekli bir stand-by anlaşmasına dönüştürülmesi benimsenerek, 2000-2002 döneminde uygulanacak makroekonomik politikaların genel hatları belirlenmiştir. 9 Aralık 1999 tarihinde Hükümet tarafından IMF’ye sunulan Niyet Mektubu, 22 Aralık 1999’da IMF İcra Kurulunca onaylanmıştır. Buna göre, enflasyonu düşürme programı üç yıllık bir ekonomik süreci kapsamakta ve maliye, para, kur ve gelir politikalarının yanı sıra, başta özelleştirme olmak üzere yapısal değişimleri de içermektedir (Parasız, 2002: 451).

1 Ocak 2000 tarihinde programa göre önceden ilan edilen mini devalüasyon oranlarına enflasyon oranının yaklaştırılmasını²¹ içeren “Enflasyonu Düşürme

²¹ Güney Amerika’da “tablita” adı verilmektedir.

Programı” yürürlüğe konulmuştur. Bu bağlamda yapılan programın temel amaçları olarak;

- i. Tüketici enflasyonunun, yapısal reformlarla desteklenerek, birbiriyle tutarlı ve süreklilik arz eden maliye, para ve kur politikalarının eş güdümlü olarak uygulanmasıyla ekonominin büyüme potansiyeli de düşürülmeden 2000 yılı sonunda %25’e, 2001 yılı sonunda %12’ye ve 2002 yılı sonunda ise %7 seviyelerine indirilmesi,
- ii. Reel faiz oranlarının daha düşük bir seviyeye indirilmesi,
- iii. Ekonominin büyüme potansiyelinin artırılması,
- iv. Kaynakların daha verimli kullanılması ile adil bir şekilde dağılımı öngörülmektedir (Parasız, 2002: 455).

Sıkı bir maliye politikası izlenerek yapısal reformların düzenlenmesi, faiz dışı fazlanın artırılması ve özelleştirme uygulamalarının hızlandırılması enflasyonu düşürme programının birinci temel unsurudur. Diğer taraftan, enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikası uygulanması ile enflasyon oranının ve reel faizlerin düşürülmesine katkı sağlamak ve uzun vadeli bir perspektif kazandırmak için enflasyonun düşürülmesine odaklanmış para ve kur politikası uygulanması programın diğer temel unsurlarıdır.

3.3.2. 17. Stand-By Anlaşmasının Detayları ve Kasım 2000 Krizi

2000 yılı başında uygulamaya konulan programın kusursuz bir şekilde işlediğini söylemek pek mümkün değildir. Programın tipi ve doğası gereği uygulama sürecinde bazı olumsuz gelişmelerin yaşanacağı başlangıçta bilinmekle birlikte, bu olumsuzlukların meydana gelmemesi için programa olan inancın yüksek tutulması, dolayısıyla programın kredibilitesinin yüksek tutulması gerekiyordu.

Program kapsamında IMF ile yapılan stand-by anlaşmasına göre, üç yıllık süre içerisinde 7.5 milyar doları ek rezerv kolaylığı, 2.9 milyar doları stand-by için olmak üzere toplam 10.4 milyar dolar kaynak sağlanacaktır. Programın bir boyutu makroekonomik istikrarın sağlanması amacıyla enflasyonun düşürülmesi, diğer boyutu ise yapısal reformlar olarak adlandırılan serbestleşmeye ilişkin dayatmalarla ilgilidir (Kazgan, 2013: 227).

Kur politikasında sürünen sabit kur uygulamasına gidilerek enflasyonu düşürebilmek için döviz kuru nominal çapa olarak kullanılmıştır. Bu uygulamaya göre, Ocak 2000 ile Haziran 2001 arasını içeren 18 aylık dönemde TL döviz kuru sepetine göre ilk üç ayda %2,1, ikinci üç ayda %1,7, üçüncü üç ayda %1,3 ve son çeyrekte %1 oranında; 2001 yılının ilk üç ayında %0,9, ikinci üç ayında %0,85 oranında Türk Lirası devalüe edilecektir (Parasız, 2002: 458).

Kademeli artış süreci, Haziran 2001 sonuna kadar devam ettirilecek, 30 Haziran 2001'de (01.07.2001 – 31.12.2002 tarihleri arasında) kurun bir band içinde dalgalanmasına izin verilecektir. Bandın genişliği 01.07.2001 – 31.12.2001 arasında %7,5, 01.01.2002 – 30.06.2002 arasında %15 ve 01.07.2002 – 31.12.2002 arasında %22,5 olarak belirlenmiştir (Parasız, vd, 2016: 429).

Programda genel olarak, enflasyonda şok nitelikli bir düşüş öngörülmekte ve 2002 yılsonuna kadar enflasyonun tek haneli bir rakama indirilmesi hedeflenmektedir. Para politikasında, para tabanının değişimi Net Dış Varlıkların (NDV) değişimine bağlanmıştır. Bu nedenle para tabanındaki genişleme, ancak TCMB'nin net dış varlıkları ile sınırlı tutulacak, net iç varlıkları Aralık 1999'deki düzeyinde dondurulacaktır. Böylelikle para talebindeki artışlar faiz oranlarını artırırken, sıcak para girişleri ise ülkenin likidite ihtiyacını karşılayabilecektir.

Net İç Varlıklar (NİV) tanımı 1998 yakın izleme anlaşmasındaki gibi ele alınırken, NDV'lar kaleminde küçük bir değişiklik yapılarak bankaların döviz mevduatı bu tanım içerisine alınmıştır.

TCMB bilançosunun temel büyüklüklerinden NİV kaleminin alabileceği maksimum değer -1.2 katrilyon lira olarak belirlenmiş, ancak, NİV'in bir önceki üç ayın sonundaki parasal tabanın en fazla $\pm\%5$ altında ya da üstünde olacağı ilan edilmiştir.

Böylece;

$$\text{Para tabanı} = \text{NİV}^{22} + \text{NDV}$$

Yani; $B = \text{NİV} + \text{NDV}$ olacaktı. $\text{NİV} = -1.2$ katrilyon Lira olacak şekilde TCMB bilançosu;

$\text{NİV} = \text{NDV} - B$ ya da -1.2 katrilyon Türk Lirası $= B - \text{NDV}$ olacaktı. Eşitlikte, para tabanındaki değişikliklerin net dış varlıklardaki değişikliklere bağlı olması için, net iç varlıkların alabileceği maksimum bir değer belirlenmiştir.

Tablo 3.9 İstikrar Programının Performans Kriterleri ve Hedefleri

	31.12.1999	31.03.2000	30.06.2000	30.09.2000	31.12.2000
Net İç Varlık (Trilyon TL)	-1.200	-1.200	-1.200	-1.200	-1.200
Net Uluslararası Rezervler (Milyon \$)	12.000	12.000	12.750	12.750	13.500
Kamu Kesimi Birincil Denge (Trilyon TL)	-	2.150	3.850	5.900	9.100
Toplam Dış Borçlanma (Milyon \$)	8.500	12.200	16.000	20.000	23.000

Kaynak: Yeldan, 2001: 169.

Tablo 3.9’da bazı önemli değişkenlerin program hedefleri verilmiştir. MB’nin net iç varlıklarda bu hedefi tutturmak için yaptığı para politikası araçlarının kullanımı şöyledir;

i. TCMB kamu mevduat ve kredilerdeki dalgalanmaları gidermeye yönelik açık piyasa işlemleri yapacaktır.

22

Net İç Varlıklar (1+2+3)
(1) Kamuya açılan net kredi (değerlendirme hesabı hariç)
(2) Açık piyasa işlemleri *
(3) Diğer **

* Kamuya açılan kredilerden kamunun bankada TL ve döviz mevduatları düşüldükten sonra elde edilen rakam.

** Fonlar, banka dışı kesim mevduatı, bankalara açılan nakit krediler, IMF yardım hesabı ve diğer kalemlerden oluşmaktadır.

ii. Bankaların daha etkin bir likidite yönetimi gerçekleştirmesine yönelik olarak zorunlu karşılık uygulamasında bankaların lehine esneklik getirilerek, 2000 yılından itibaren munzam karşılıklar %8'den %6'ya düşürülmüştür.

iii. Net iç varlıkların %5 dalgalanma çerçevesinde -1.2 katrilyon olarak sabit tutulması ile MB'nin döviz rezervlerini belli bir düzeyin üzerinde tutmasını sağlayacak otomatik bir mekanizma oluşturulmuştur. Dövizde olan talep otomatik bir şekilde azaltılarak, faiz oranlarının piyasada arz ve talep koşullarına göre belirlenmesi söz konusu olmuştur. Böylece, ekonominin değerinin sağlanmasında faiz ön plana çıkmaktadır.

iv. TCMB, 2000 yılı boyunca Net Uluslararası Rezervlerini her üç ay için sırasıyla 12.000 milyon dolar, 12.750 milyon dolar ve 13.500 milyon dolar olarak tutacaktır.

Programın kamu maliyesi bağlamında diğer bir şartı, faiz dışı bütçe fazlasını GSMH'nin %6,5'ine yükseltmek amacıyla kamu harcamalarını kıstmak, kamu gelirlerini artırmaktır. Böylece bütçe açıklarının düşmesi sağlanarak, kamu borçlanma gereği ve faiz oranları azaltılmış olacaktır. Diğer taraftan, kamuya kaynak sağlamak amacıyla büyük boyutlu KİT'ler ivedilikle özelleştirilecekti.

Programın diğer bir gelirler politikası ayağı, daha az ayrıntılı ve diğer politikaları destekleyici nitelikte saptanmış, genel olarak kamu çalışanlarının ücret ve maaş artışlarının, hedeflenen TÜFE oranında artırılması olarak belirlenmiştir. Özel sektör ücret ve fiyatları konusunda Ekonomik ve Sosyal Konseyi çalıştırma hedefi, 2. Ek Niyet mektubunda Haziran 2000 olarak belirtilmiş olsa da, uygulamanın hayata geçirilememesi nedeniyle özel sektördeki ücret ve fiyat artışları daha dalgalı bir seyir izlemiştir.

Programın yürürlüğe konulmasıyla beraber yılın ilk 8 ayı olumlu bir havada geçmiştir. Ülkeye 10 milyar dolardan fazla sıcak para girişi olmuş, CİB açığı da 7 milyar dolara yaklaşmıştır. 2000 yılı başında %66,7 olan enflasyon, 3. çeyrekte %48,4'e düşmüş, ancak bu sınırlı düşüş, TL'nin aşırı değerlenmesine neden olarak CİB açığından anlaşıldığı üzere denetlenemez bir hale gelmiştir (Kazgan, 2013: 228).

IMF programı, kur çapasının CİB açıklarını büyütürken, açıkların finansmanının ticari banka sistemi yükümlülükleri üzerine getireceği yük hesaba katılmamıştır. Açıklar büyürken, bir yandan da bankaların açık pozisyonları ve kısa vadeli dış borçlar tehlikeli

boyutlara varmış, yılsonu itibariyle açıkların TCMB net uluslararası rezervlerine oranı %81'e ulaşmıştır.

Tablo 3.10 Toplam ve Kısa Vadeli Borçlar ve Bunların Toplam Dış Borçlar ile Net Uluslararası Rezervlere Oranı (%)

	Dış Borç (Milyar \$)		Kısa Vadeli Borcun Oranı (%)	
	Kısa Vadeli	Toplam	Toplam Borçta	Uluslararası Rezervlerde
1997	17,7	84,2	21,0	65,0
1998	20,8	96,4	22,0	70,5
1999	22,9	103,0	22,0	67,2
2000	28,3	118,7	23,8	81,3
2001	16,2	113,8	14,2	54,0
2002	15,2	131,3	11,8	39,9

Kaynak: Kazgan, 2013: 229.

2000 yılı Ekim ayının sonunda yılsonu hesapları ve bilanço görüntüsü sebebiyle açık pozisyonlarını minimize etme telaşına giren bankaların, likiditeye olan ihtiyacının ve faiz oranlarının bir miktar artmasına neden olmuştur. Kasım ayının ilk günlerinde kriz çıkmasını gerektirecek herhangi bir sebep görünmemekteydi. Ancak faizlerde yaşanan yükseliş, hazine kağıdına sahip olan ve bunları repo işlemlerinde kullanan bankaların sonunu hazırlamıştır. Diğer taraftan bazı bankaların Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na aktarılacağı yönündeki söylentiler, bankaların birbirine olan kredilerini iptal etmelerine ya da azaltmalarına, dolayısıyla likiditenin daha fazla daralmasına neden olmuştur. Yaşanan süreç, bankaları daha yüksek faizle borçlanmaya mecbur etmiştir (Akdiş, 2011: 479-481).

Faiz oranlarındaki aşırı yükselme nedeniyle hazine kağıtlarının ikinci el piyasasındaki işlem hacminin hızla düşmesine ve faizlerin daha da yükselmesine sebep olmuştur. Buna bağlı olarak Ağustos ayında ortalama %35 olan İnterbank piyasasında gecelik ortalama faiz oranları Kasım ayında %80,5'e, en yüksek oran olarak da %316'ya yükselmiştir. Bankaların borçlarını kapatmak için TL'den sonra hızlı döviz alımları, TCMB'nin net uluslararası rezervlerini iki ayda 5.5 milyar dolar azaltmıştır (Kazgan, 2013: 229).

Bankaların sürekli artan likidite ihtiyaçları nedeniyle yüksek faiz oranlarından likidite arayışı içine girmeleri döviz taleplerini artarken, yabancı bankalar ise hazine kağıtlarını satmak suretiyle Türkiye’den çıkmaya başlamıştır. Bankacılık kesiminin problemlerinin yanı sıra 17. stand-by anlaşması kapsamında yürürlüğe konulan istikrar programının istenilen hedefleri yakalayamaması programa olan güveni sarmış ve Kasım krizine giden süreci hızlandırmıştır (Bahar ve Erdoğan, 2011: 12).

Enflasyonla mücadele programının sürdürülebilirliğine olan inanç, cari işlemler dengesindeki bozulma, yapısal reformlardaki gecikmelerin (Telekom satışının gecikmesi, kamu bankalarının özelleştirilememesi, bankacılık sektörüne yönelik düzenlemelerin gecikmesi vb.) etkisiyle azalmış, piyasalardaki devalüasyon beklentisine karşılık bulunmayınca yabancı sermayenin ülkeyi terk etmeye başlaması gibi nedenlerle, IMF ile varılan stand-by anlaşması çerçevesinde uygulanan program Kasım 2000’de çok şiddetli bir sarsıntı geçirmiştir.

Krizin ilk iki gününde (27 – 28 Kasım) MB’den 3 milyar dolar çekilmiştir. Piyasada TL sıkıntısı yaşanmasına bağlı olarak bankalararası Para Piyasasında gecelik repo faizi %200’e yükselmiştir. Döviz kurlarında herhangi bir dalgalanma görülmemiş, ancak MB’nin kriz başlangıcından sonra sattığı döviz miktarı 6 milyar dolara ulaşmıştır. Hazine bonusu faiz oranları %200’e, gecelik faiz oranları ise %1000 ile 2000 seviyelerine çıkmış, repo faizleri 1994 krizinde gerçekleşen oranları aşmıştır. Aralık 2000’de Demirbank Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) kapsamına alınmış ve Park Yatırım Finansman Bankası’nın faaliyet izni kaldırılmıştır. Açıklanan kararlarda yabancı kredilerin devlet güvencesine alınacağı bildirilerek yeni bir döviz krizinin önüne geçilmeye çalışılmıştır (Erdoğan, 2002: 131-132).

Bankacılık kesiminin kötü işleyişi ve zayıf yapısından dolayı kriz daha da ağırlaşarak Aralık ayının başına kadar gelinmiştir. Bu gelişmeler üzerine IMF istikrar programına destek kredisi vereceğini beyan etmiş, bu durum piyasada olumlu bir havanın hakim olmasını sağlamıştır. IMF’ye verilen 3. Ek Niyet Mektubu krizin büyük ölçüde aşıldığını ortaya koymuştur (Eroğlu ve Aydın, 2015: 473). 62 maddeden oluşan ek niyet mektubunda; gelirler, harcamalar, para piyasaları ile özelleştirmeleri içeren, yapısal reformlara ilişkin yeni önlemler bulunmaktadır.

Dornbusch bir makalesinde bir makalesinde Kasım krizini şöyle özetlemektedir (Kazgan, 2013: 232);

“Eğer bankacılık sistemi kısa dönemli fonlanıyorsa, kriz hızla ilerler. Aralık 2000 Türkiye krizi mükemmel bir örnektir. Çok sayıda kötü bankanın bulunduğu bir ortamda, kredilerdeki bir geri çekilme bankacılık krizini başlattı... Kötü bir Türk bankasının Romen²³ yan kuruluşunun batması ile birkaç gün içinde durum para krizine dönüştü...”

3.3.3. Programın Başarısını Engelleyen Temel Olgular

Uygulamaya konulan Enflasyonu Düşürme Programının başarısını azaltıcı temel bazı olgular bulunmaktadır. Bunlar (Özmen, 2003: 39; Eroğlu ve Aydın, 2015: 471);

- Türkiye ile IMF arasında yapılan 16 anlaşmanın başarısızlıkla sonuçlanması, yapılan anlaşmaya olan inancı zayıflatmaktadır. Ayrıca, programın kredibilitesi açısından içeriği, tipi, olası sonuçları gibi etkenler yeteri kadar tartışılmadan yürürlüğe konulmuştur.
- 1990’lı yıllarda Brezilya, Meksika, Rusya ve Tayland gibi ülkelerde de dövizci çıpa yapan benzer programlar uygulanmış ve programlar olumsuz sonuçlanmıştır.
- Kur sepeti oluşturulurken bir yandan ABD ekonomi uygulamalarının dolar üzerindeki olası sonuçları, diğer yandan Türkiye – Avrupa Birliği ilişkileri göz ardı edilerek, kur sepeti 1 Dolar + 0,77 Avro olarak belirlenmiştir. Oysa kur sepeti 1 Avro + 0,77 Dolar olarak belirlenmiş olsa, daha gerçekçi bir sepet oluşturulabilirdi.
- Sağlıklı ve etkin çalışan bir bankacılık sistemi programın başarısı açısından son derece önemliydi. Ancak, Türk bankacılık sektörünün sorunları programdan önce çözülmesi gerekirken, programın uygulanması sırasında çözülmeye çalışılmıştır.
- Programın enflasyonu düşürmek isterken büyümenin artacağını öngörmesinin tutarlı bir durum olmaması,
- Parasal tabanın TCMB’nin net dış varlıklarına göre belirlenmesi,
- Tablita sisteminin doğal sonucu olarak TL’nin aşırı değerleneceğinin bilinmesine rağmen, başlangıçta bu değerlemeyi biraz olsun azaltmak için %4-5 oranında mini bir devalüasyonun yapılmaması,

²³ Dornbusch’un kastettiği Bayındırbank’ın Romen ortaklığıdır. Türkiye’de pek önemsenmeyen bu durum, yabancı alacaklıları çok etkilemesinin nedeni, bankadan bavulla para kaçırmanın yakalanmasıyla başlaması ve güvenin sarsılmasıdır.

- İzlenen tablita sistemi sonucu cari işlemler açığının yaratacağı olumsuz bekleyişleri kırmak için IMF'den ek rezerv talep edilmemesi,
- Güney Doğu Asya ülkelerinin 1997 Haziranında yaptığı %25-30 oranlı devalüasyon etkilerinin göz ardı edilmesi, özellikle Türk imalat sanayinde önemli paya sahip olan tekstil-giyim ve demir-çelik ürünleri ihracatı üzerindeki olumsuz etkinin göz ardı edilmesi,
- 2000 yılında kamu fiyatlarını da çapa olarak kullanmak amacıyla 1999'un sonlarında %30'a varan zamların yapılması şeklinde sıralanabilir.

3.3.4. Kasım 2000 Krizinin Nedenleri

Türkiye ekonomisindeki 2000 yılı öncesi krizler, özellikle likidite yetersizliğinden kaynaklanmıştır. Krizi önleyebilmek için öncelikle rezervler kullanılmış, fakat daha sonra IMF'ye verilen Niyet Mektubu'nda bulunmadığı için bu uygulamadan vazgeçilmiştir. Sonuçta artan likidite talebi karşılanamadığı için faiz oranlarının ve kurların artışı hızlanmış ve mali piyasada krizin derinleşmesine yol açmıştır (Kibritçioğlu, 2001: 174).

Genel olarak Kasım krizinin doğuş sebebi, piyasanın TL'ye ve dövize olan talebin artması ve artan bu likidite talebinin piyasa tarafından karşılanmaması sonucu faiz ve kurların artış trendine girmesidir. Bu süreçte MB'nin piyasaya TL ve döviz vermede geç kalması, faiz ve kurların ani bir şekilde yükselmesine neden olmuştur. Piyasanın artan likidite talebi IMF'den sağlanarak, faiz ve kur artışının önüne bir nebze geçilebilmiştir. Aslında önlenemeyen ve sadece üstü örtülen kriz devam etmiş, yalnızca daha da derinleşmesi önlenmiştir (Karluk, 2001: 1009-1010).

2000 likidite krizinin; Türkiye'de büyük birkaç bankanın bazı küçük bankaları köşeye sıkıştırması, Türk Telekom ve Türk Hava Yolları'nın özelleştirilmesinde yaşanan gecikmeler, istikrar programı hedeflerinin zamanında gerçekleştirilemeyeceği endişesi ile programa olan güvenin sarsılması ve bunun sonucunda iki yabancı bankanın (bir Alman ve bir ABD bankası) bir gecede 7 milyar doları aşan bir tutarı Türkiye'den çekmeleri nedeniyle kaynaklandığı ileri sürülmektedir. Diğer taraftan, özelleştirme programında belirlenen 7,6 milyar dolarlık hedefin tutturulamaması sonucunda IMF'nin taahhüt ettiği kredi dilimlerini zamanında serbest bırakmamış olması, likidite krizinin ortaya çıkmasında etkili olan diğer bir unsurdur. Ayrıca kriz döneminde TMSF kapsamına alınan

holding bankasının Hazineye getirmiş olduğu yükün 10 milyar doları aşarak, Kasım krizini derinleştirmiştir.

OECD'nin Şubat 2001 raporuna göre Kasım 2000 krizine yol açan faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Özmen, 2003: 41; Parasız ve Eroğlu, 2017: 316-317):

1. Ziraat ve Halk bankalarının 1999'da 19 milyar dolar olan görev zararlarının 2000'de 21 milyar dolara çıkması,
2. Kamu kesimi borç stokunun GSYH'ye oranının %45'den %62'ye yükselmesi,
3. Kamu bankalarının görev zararlarının GSYH'ye oranının %8.2'den %14'e yükselmesi,
4. Bankaların açık pozisyonlarının 18 milyar dolara ulaşması,
5. Niyet mektuplarıyla taahhüt edilen özelleştirmelerin zamanında yapılamaması sebebiyle 780 milyon dolarlık Dünya Bankası kredisinin askıya alınması,
6. 1999 yılında meydana gelen 2 büyük depremin devlete 12 – 15 milyar dolar bir ek yük getirmesi,
7. 2000 yılı boyunca TL'nin %20 dolayında aşırı değerlenmesi, petrol fiyatlarındaki artış ve Euro'nun değer kaybetmesinin Türkiye'nin ödemeler bilançosunu olumsuz etkilemesi,
8. Ocak – Ağustos döneminde faiz oranlarının hızla düşmesi sonucu, küçük ve orta ölçekli bankaların hazine kağıtlarını zararına satmaları bu bankaların karlılığını azaltarak, Kasım başından itibaren likidite kriziyle karşılaşmaları bu küçük bankaların işlemlerinin büyük bankalar tarafından devre dışı bırakılması likidite krizinin patlak vermesini hızlandırmıştır.

Yaşanan süreç özetlendiğinde Kasım 2000'de; bankaların likidite ihtiyaçlarının artması sonucu faiz oranları yükselmiş, döviz olan talep artmış ve bir panik havası oluşturmuştur. Ayrıca, bankalar arası piyasada çözülemeyen likidite sıkıntısına yönelik MB'nin yeterince tedbir almaması, bunalımın derinleşerek bazı bankaların (Demirbank vd.) iflasının hazineye getirmiş olduğu yük, bunun bir kriz haline gelmesini kaçınılmaz kılmıştır. Türkiye, Kasım 2000'de dövizle yönelen yoğun spekülasyon saldırısı; (a) çok yüksek faiz, (b) önemli döviz rezervi kaybı ve en önemlisi (c) 7.5 milyar dolar büyüklüğündeki ek IMF kredisi ile durdurabilmiş ve döviz kurunu çok yüksek bir

maliyetle savunabilmiştir. Ancak, daha sonra oluşabilecek benzer bir saldırıya karşı savunma gücünü büyük ölçüde kaybetmiştir (Uygur, 2001: 22).

3.4. ŞUBAT 2001 KRİZİ VE SONUÇLARI (19 ŞUBAT – 22 ŞUBAT 2001)

Para ve sermaye piyasalarında yaşanan Kasım 2000 krizi, Türkiye’ye 5 yılda gelen yabancı para portföyünün kaçmasına yol açmıştır. Krizin yaşandığı 2 haftalık süreçte yurtdışına çıkan yabancı portföy yatırım miktarı, 1992-1998 yılları arasındaki 5 yıllık sürede gelen yabancı portföy yatırımından daha yüksektir. Aslında Şubat 2001’de yaşanan kriz Kasım 2000 krizinin devamıdır. Kasım 2000 krizi buzdağının görünen kısmıdır.

Kasım krizi bankacılık kesiminde yarattığı sarsıntıyla birlikte, programın en sağlam ayağı olarak görülen para ve kur politikalarının karışmasına yol açmış ve programa olan güveni ciddi şekilde sarsmıştır. Bu dönemde, gerek hükümetin kararlı tutumu ve gerekse IMF’nin tahsis ettiği 10,4 milyar dolarlık parasal destekle piyasalar kısmen durulmuştur. Ancak, 19 Şubat 2001’de dönemin Cumhurbaşkanı ile Başbakanı arasında bir Milli Güvenlik Kurulu Toplantısında ortaya çıkan tartışmalarının etkisiyle zaten Kasım 2000 krizinin etkisiyle aşırı kırılgan olan piyasalarda çok daha büyük bir kriz patlak vermiş, “likidite krizine” ek olarak bir de kamu bankalarının “finansman krizi” ortaya çıkmıştır.

Şubat krizinin de altında ekonomik yapı bozukluğu vardır, ama fitili ateşleyen siyasilerdir. Gerginlik piyasalarda etkisini hemen göstermiş, 21 Şubat’ta bankalar arası para piyasasında gecelik faiz oranları %6200’e çıkmış ve ortalama %4018 olmuştur. 16 Şubat’ta 27.94 milyar dolar olan MB döviz rezervi bir hafta içerisinde 5.36 milyar dolar eriyerek 23 Şubat’ta 22.58 milyar dolara inmiştir (Korkmaz, 2013: 206).

Yatırımcılar daha büyük bir hükümet krizi beklentisi nedeniyle, TL pozisyonlarını likide çevirerek dövizle yönelmişlerdir. Artan yüksek döviz talebinin karşısında, uygulamadaki kur politikası ile daha fazla zarar edilmesinin önüne geçebilmek için 22 Şubat 2001 tarihinde kur politikasından vazgeçilmek zorunda kalınarak dalgalı kur sistemine dönmüştür.

19 Şubat'ta 686.500 TL olan doların satış kuru, 23 Şubat'ta 960.000 TL olmuş ve TL'nin reel kaybı 10 gün içerisinde %40'a ulaşmıştır. Yaşanan kriz bir döviz krizine dönüşmüş, faiz oranlarının çok yükseklerle çıkmasına rağmen döviz talebi engellenememiştir (Uygur, 2001: 23).

Sonuç olarak, bankacılık sektörü Kasım 2000 krizinde faiz riski, Şubat 2001 krizinde ise hem faiz hem de döviz riski sonucunda önemli kayıplar yaşamıştır. Kurların dalgalanmaya bırakılması ile birlikte para ve likidite krizi, bir bankacılık krizine dönüşmüştür (Yay, Yay ve Yılmaz, 2001: 49).

Tablo 3.11 1999-2002 Dönemi Makroekonomik Göstergeler

	1999	2000	2001	2002
GSMH Büyüme Oranı (%)	-6,1	6,3	-9,5	7,9
TEFE (%)	53,1	51,4	61,6	50,1
TÜFE (%)	64,9	54,9	54,4	45
Bütçe Dengesi/GSMH (%)	-11,7	-10,4	-16,3	-14,2
İthalatın İhracatı Karşılama Oranı (%)	65,4	51,0	75,7	69,9
Dış Ticaret Dengesi (Milyon \$)	-14.084	-26.727	-10.064	-15.494
Cari İşlemler Dengesi (Milyon \$)	-1.360	-9.819	3.396	-1.782

Kaynak: TÜİK

Kısa süre içerisinde şiddetli dalgalanmalara neden olan kriz, zaman içerisinde reel sektör üzerinde de etkisini hissettirmiştir. Gerek kamu tüketim harcamaları, gerekse özel tüketim harcamaları azalmış, buna bağlı olarak kapasite kullanım oranları düşmüş ve toplam yatırım harcamaları azalmıştır. Şubat krizinde ekonomi %9 daralmış, milli gelir 51 milyar dolar, kişi başına düşen gelir 725 dolar azalmış, 19 banka kapanmış, 1.5 milyon kişi işsiz kalmış, enflasyon oranı %70'i aşmış, Hazine'nin faiz ödemeleri %101 artmış ve iç borç stoku 2000 yılının 4 katına ulaşmıştır. Cumhuriyet tarihinin en derin ekonomik krizinin patlak verdiği 2001 yılında ülke ekonomisi, 2. Dünya Savaşı'ndaki daralmanın ardından en büyük küçülmeyi yaşamıştır (Karluk, 2015: 489).

21 Şubat 2001 tarihinde kurun dalgalanmaya bırakılması sonucu gerek dolar başta olmak üzere diğer yabancı paralar karşısında TL önemli ölçüde değer yitirmesi, gerekse ithalatın önemli bir şekilde pahalılaşması sonucu, Mart, Nisan ve Mayıs aylarında TEFE sırasıyla %10.1, %14.4 ve %6.3, TÜFE ise sırasıyla %6.1, %10.3 ve %5.1 oranında yükselmiştir (Parasız ve Eroğlu, 2017: 319). 2000 yılında TEFE bazında %51,4 olan enflasyon oranı 2001 yılında %61,6'ya yükselmiş, TÜFE'de ise yıllık bazda krizin daraltıcı etkileri sonucu önemli bir artış yaşanmamıştır.

Kriz döneminde artan borç yükünün etkisiyle kamu mali dengesinde bozulmalar meydana gelmiş, 2000 yılında %10,4 olan bütçe açığının milli gelir içindeki payı, 2001 yılında %16,3'e yükselmiştir. Yaşanan durgunluk dış ticaret hacmi üzerinde de etkili olarak ithalatın ciddi oranda azalmasına neden olmuş, 2000'de 54,5 milyar dolar olan ithalat rakamı 2001'de 41,4 milyar dolara düşmüştür. Ayrıca, TL'de meydana gelen değer kaybı ve iç talepteki daralmanın etkisiyle reel sektörün dış piyasalara yönelmesi ihracatın bir önceki yıla göre önemli miktarda artmasına neden olmuştur. Bu gelişmelerin etkisiyle dış ticaret açığı 2001 yılında 10 milyar dolar seviyesine gerilemiş, cari işlemler dengesi de 3,3 milyar dolar fazla vermiştir.

Nisan 2001'e gelindiğinde yeni Merkez Bankası Kanunu çıkarılarak MB'nin temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu açıklanmış, 14 Nisan ve 15 Mayıs tarihlerinde iki aşamada açıklanan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı yürürlüğe konulmuştur.

3.4.1. Washington Konsensüsü Benzeri Bir Yapısal Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin neden olduğu istikrarsızlığı süratle ortadan kaldırarak, ekonominin yeniden yapılandırılmasına yönelik altyapıyı oluşturmak amacıyla Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı uygulamaya konulmuştur. Program aslında 1980'li yılların sonunda şekillenen Washington Konsensüsü' nün Türkiye ekonomisine bir yorumu olarak adlandırılabilir.

Şubat 2001'de meydana gelen ekonomik krizin aşılmasına yardımcı olmak için Dünya Bankası'ndaki görevinden ayrılarak Türkiye'ye gelen ve ekonomiden sorumlu

devlet bakanı olan Kemal Derviş tarafından 14 Nisan 2001 tarihinde açıklanan program, IMF ve Dünya Bankası'nın ek destekleriyle yenilenerek *Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı* olarak son halini almıştır. Program kapsamında IMF ile 18. Stand-by düzenlemesi yapılmış ve fon ile 2002 yılından itibaren 3 yıllık bir anlaşmaya varılmıştır (Karluk, 2015: 483).

Uygulamaya konulan programın temel amacı; döviz kuru rejiminin terk edilmesiyle ortaya çıkan güven bunalımı ve istikrarsız ortamı hızlı bir şekilde ortadan kaldırmak, kamu yönetiminin ve ekonominin yeniden yapılandırılmasına yönelik altyapıyı oluşturmak, ekonomik etkinliği sağlayacak yapısal reformları gerçekleştirmek, makroekonomik politikaları enflasyonla mücadelede etkin bir şekilde kullanmak, büyümenin sürdürülebilirliğini sağlamak ve kişiler ve bölgeler arasındaki gelir eşitsizliklerini gidermek şeklinde tanımlanmıştır (Çolak, 2001: 21).

Bu temel ilkeler çerçevesinde oluşturulan programın alt hedefleri ise şu şekilde belirlenmiştir (BDDK, 2001a);

- i. Dalgalı kur sistemi içinde enflasyonla mücadelenin kesintisiz ve kararlı şekilde sürdürülmesi,
- ii. Bankacılık sektöründe başta kamu bankaları ve fon bünyesindeki bankalar olmak üzere hızlı ve kapsamlı bir yeniden yapılandırmanın gerçekleştirilmesi ve böylece bankacılık sektörü ile reel sektör arasında ilişkinin sağlıklı bir yapıya kavuşturulması,
- iii. Kamu finansman dengesinin kalıcı bir şekilde güçlendirilmesi,
- iv. Toplumsal uzlaşmaya dayalı, fedakarlığın tüm kesimlerce paylaşılmasını öngören gelirler politikasının, enflasyon hedefi doğrultusunda sürdürülmesi,
- v. Yasal altyapının etkinlik, esneklik ve şeffaflık esaslarını sağlayacak şekilde oluşturulması.

Bu kapsamda program çerçevesinde bütçe ile ilgili düzenlemeler, KİT'lerin görev zararları, bankacılık, kamulaştırma, kamu ihale sistemi, borçlanma, özelleştirme konuları başta olmak üzere, aşağıda sıralanan dört ana alanda 15 yasal düzenleme yapılması kararlaştırılmıştır:

- i. Mali sektörün yeniden yapılandırılması amacıyla yapısal reformların yapılması,
- ii. Devlette şeffaflığın artırılması ve kamu finansmanının güçlendirilmesi,
- iii. Ekonomide rekabetin ve etkinliğin artırılması,
- iv. Sosyal dayanışmayı güçlendirecek düzenlemelerin yapılması.

Tablo 3.12 Programda Yer Alan Yapısal Reformlar ve Yasal Düzenlemeler

Mali Sektöre Yönelik	Şeffaflık ve Kamu Yönetimine Yönelik	Rekabet ve Etkinliğe Yönelik	Sosyal Dayanışmayı Güçlendirmeye Yönelik	Reel Ekonomiye Yönelik
- Bankalar Kanunu - Mevduat garantisi uygulamasının sürdürülmesi - Kamu bankalarının sermaye artırımı, birleştirilmesi, profesyonel yönetimi, özelleştirilmesi - BDDK sermaye yeterliliği kriterlerine göre özel bankaların sermaye artırımı	- Borçlanma Yasası - Kamulaştırma Yasası - Kamu İhale Yasası - Bütçe ve bütçe dışı fonların kapatılması - Görev zararlarının düzenlenmesi	- Şeker Kanunu - Tütün Kanunu - Doğalgaz Kanunu - Sivil Havacılık Kanunu - Telekom Özelleştirmesi	- İş Güvencesi Yasası - Ekonomik ve Sosyal Konsey Yasası	- Eximbank kredilerinin artırılması, ihracatta KDV ödemelerinin hızlandırılması - Destek sisteminde bürokratik işlemlerin azaltılması - Yabancı sermaye girişine yönelik uluslararası tahkim imkânının sağlanması - Esnaf, sanatkar ve KOBİ'lere kamu bankaları aracılığı ile kredi imkânlarının artırılması

Kaynak: Taşar, 2010: 83.

Türkiye'nin yaşadığı bütün büyük krizlerde bankaların ve benzeri mali işlemleri yerine getiren diğer mali kurumların büyük sarsıntıyı yaşadıkları, az ya da çok çöküşler yaşadıkları görülmektedir. Bu nedenle belirlenen düzenlemeler içerisinde hiç şüphesiz en fazla öneme sahip olan düzenleme bankacılık sektörü ile ilgili olanlardır. Bankaların sağlıklı bir mali yapıya kavuşturulması, gerek mali piyasaların ve gerekse reel sektörün istikrarı bakımından büyük önem arz etmektedir.

2001 krizi, bankacılık sektöründe mevcut olan yapısal sorunların çözümüne yönelik kapsamlı bir programın daha fazla ertelenemez olduğunu ortaya koymuştur. Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasına yönelik çalışmalar; kamu bankaları,

TMSF bünyesinde yer alan bankalar ile özel bankalar olmak üzere üç grupta ele alınmaktadır. Bu kapsamda Nisan 2001’de, 2001/2202 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile kamu bankalarının yönetimlerinin değiştirilerek bu bankaların gerçek manada özerk bir yapı kazanmalarının sağlanması ile işe başlanmıştır.

Mayıs 2001’de, mali sektörün tamamını kapsayan “*Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı*” hazırlanmıştır. Programda temel hedef; etkin, uluslararası boyutta rekabetçi ve sağlıklı bir bankacılık sistemine geçişi sağlamak olarak belirlenmiştir. Program;

- Kamu bankalarının finansal ve operasyonel açıdan yeniden yapılandırılması,
- TMSF bünyesindeki bankaların devir, birleşme, satış veya tasfiye yoluyla en kısa sürede çözülmesi,
- Yaşanan krizlerden olumsuz yönde etkilenen özel bankaların sağlıklı bir yapıya kavuşturulması,
- Bankacılık sektöründe gözetim ve denetim çerçevesinde güçlendirecek ve sektörün daha etkin ve rekabetçi bir yapıya ulaşmasını sağlayacak düzenlemelerin gerçekleştirilmesi olmak üzere dört temel unsura dayandırılmaktadır (BDDK, 2001a).

Yeniden yapılandırılma programı çerçevesinde kamu bankalarının öncelikli olarak finansal ve operasyonel yapılarının güçlendirilmesi amaçlanırken, nihai hedef kamu bankalarının özelleştirilmesidir. Fonu kapsamındaki bankaların ise devir, birleşme ve satış yoluyla en kısa sürede çözülmesi amaçlanmaktadır (BDDK, 2001b: 13).

Tablo 3.13 TMSF Kapsamındaki Bankaların Yeniden Yapılanma Süreci

	1997	1998	1999	2000	2001 *	Toplam
Devralınan Banka Sayısı	1	1	6	3	7	18
Birleştirilen Banka Sayısı (1)	-	-	-	-	7	7
Satılan Banka Sayısı (2)	-	-	-	-	3	3
Lisansı İptal Edilen Banka Sayısı (3)	-	-	-	-	1	1
Fon Bünyesindeki Banka Sayısı	1	2	8	11	7	

* Rapor tarihi itibarıyla

Kaynak: BDDK, 2001b: 13 ((1) Sümerbank bünyesinde 5, Etibank bünyesinde 2 banka birleştirilmiştir. (2) Sümerbank (6 banka), Bank Ekspres ve Demirbank. (3) Türk Ticaret Bankası)

15 Mayıs 2001’de açıklanan para politikası ile enflasyon hedeflemesinin ön koşulları sağlanıncaya kadar nominal çapa olarak para tabanı büyüklüğü ara amaç olarak seçilmiştir. Program’ın enflasyonla mücadelenin para politikasına ve orta vadede enflasyon hedeflemesine dayanacağını vurgulanmıştır. Program’ın örtük nominal çapası, *enflasyon hedeflemesidir* (Parasız ve Eroğlu, 2017: 323). Önceki programda döviz çapası enflasyonu indirmede temel araç olarak kullanılmaktayken, yeni Program’ın enflasyonu düşürmedeki temel aracı “*enflasyon hedeflemesi*” olmuştur (Karluk, 2015: 485).

3.4.2. Programın Makroekonomik Hedefleri

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı’nın makroekonomik hedefleri makroekonomik hedefleri ekonomik büyüme, enflasyon ve dış ticaret olmak üzere üç ana başlık altında belirlenmiştir. Buna göre (TCMB, 2001: 24);

- Dalgalı kura geçilmesi nedeniyle enflasyon oranlarının artması beklenmektedir. 2001 yılsonu için TEFE’deki artışın %57,6, TÜFE’deki artışın ise %52,5; 2002 yılı için TEFE’deki artışın %16,6, TÜFE’deki artışın %20 olması hedeflenmektedir.
- Ekonominin 2001 yılı içinde %3 oranında gerileyeceği öngörülmekte, ancak gerek turizm gelirleri ve gerekse ihracat artışıyla birlikte 2001 yılının ikinci yarısından itibaren tekrar büyüme trendinin yakalanarak, 2002’de GSMH artış hızının %5, 2003’te de %6 olacağı tahmin edilmektedir.
- Dalgalı kur nedeniyle artan rekabet gücü ve ekonomik faaliyetlerdeki daralma sonucunda cari hesap dengesinin önemli ölçüde iyileşerek, 2001 ve 2002 yıllarında genel olarak dengede olması beklenmektedir.
- Programda kamu sektörü faiz dışı fazlasının, 2001 için GSMH’nin %5,5’ine; 2002’de ise %6,5’inde ulaşması hedeflenmektedir.
- Konsolide bütçe faiz dışı fazlasının (özelleştirme gelirleri, TCMB kar transferleri ve faiz gelirleri hariç) 2001’de GSMH’nin %5,1’i, 2002’de ise %5,6’sı olması hedeflenmektedir. Bu hedefe ulaşmada vergi gelirlerinin artırılmasından ziyade, kamu harcamalarının kısılması önem kazanmaktadır.
- Programda, büyüme hızındaki düşüş ve iç talebin daralmasıyla birlikte ithalatın gerileyeceği, rekabet gücünde sağlanan iyileşmenin ihracatı olumlu yönde etkileyerek,

cari işlemler hesabının dengeye yakın gerçekleşmesi hedeflenmektedir. Programda yer alan hedefler tablo 3.14'te yer almaktadır.

Tablo 3.14 Programda Hedeflenen Temel Makroekonomik Göstergeler

			(T)	(T)	(T)
	1999	2000	2001	2002	2003
Büyüme	-6,1	6,1	-3	5	6
GSYİH (%)	-4,7	7,2	-3	4,7	5,9
Tarım (%)	-5	4,1	1,2	5,3	1,2
Sanayi (%)	-5	5,6	-3,5	5,1	6,6
Hizmetler (%)	-4,5	8,7	-3,7	4,3	6,6
GSMH Deflatörü (%)	55,8	51,6	49,4	28,3	16,5
TEFE (Yıllık, Dönem Sonu-%)	62,9	32,7	57,6	16,6	12,4
TÜFE (Yıllık, Dönem Sonu-%)	68,8	39	52,5	20	15
Konsolide Bütçe (GSMH'ye oran-%)					
Faiz Dışı Denge	1,5	4,6	5,1	5,6	5,6
Net Faiz Ödemeleri	13,1	15,8	20,1	19,1	16,1
Bütçe Dengesi	-11,6	-11,2	-15	-13,6	-10,5
Operasyonel Denge	-4	-2	-0,6	-4,8	-2,5
Konsolide Kamu Dengesi (GSMH'ye Oranı)	-2	2,8	5,5	6,5	6,5
Kamu Kesimi Faiz Dışı Dengesi (GSMH'ye Oranı)	22,1	21,9	22,6	16,2	13,5
Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (TCMB karı dahil-GSMH'ye Oranı)	24,2	19,1	17,1	9,7	6,9
Kamu Kesimi Net Borç Stoku (GSMH'ye oranı)	61	58,4	78,5	70,4	64,9
Net Dışı Borç	20,1	19,7	34,2	28,3	23,5
Net İçi Borç	40,9	38,8	44,3	42,1	41,5
Brüt Dış Borç Stoku (GSMH'ye oranı)	55	56,6	66,2	59,6	56,8
Ödemeler Dengesi					
Cari İşlemler Dengesi (GSMH'ye oranı)	-0,7	-4,8	-0,6	-0,9	-0,6
Cari İşlemler Dengesi (Milyar \$)	-1,4	-9,8	-1	-1,7	-1,2
İhracat (Milyar \$)	29,3	31,2	34,1	36,5	39,3
İthalat (Milyar \$)	39,8	-53,6	-47	-49,9	-53,6
Turizm Gelirleri (Milyar \$)	5,2	7,6	8,3	8,6	9,1
İşçi Transferleri (Milyar \$)	4,5	4,6	4,6	4,8	...
GSMH (Katrilyon TL)	78,3	126	182,4	245,8	303,6
GSMH (Milyar \$)	187,4	201,9	170,7	188,5	203,3

Kaynak: TCMB, Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı 2001'den derlenmiştir.

3.5. 2008 KÜRESEL EKONOMİK KRİZİNİN TÜRKİYE'YE YANSIMALARI

FED'in dönem başkanı Alan Greenspan 2008 krizini "Yüzyılda bir yaşanacak kriz" olarak tanımlamıştır. 2008 sonbaharında yatırım bankası Lehman Brothers'ın batması, ABD'deki krizin farklı bir boyutu olduğunu göstermiştir. Diğer ülkelere fon girişlerinin azalması ile birlikte kriz küresel bir boyuta dönüşmüş, başta Avrupa olmak üzere krizin uzayacağı ve etki alanının oldukça geniş bir alanı kapsayacağı yılın ikinci yarısından itibaren anlaşılmıştır (Kazgan, 2013: 282).

Dünya'da yoğun olarak 2008 yılının son çeyreğinden itibaren yaşanan kriz, esasında küresel dinamiklerin tetikleyip yaydığı, iç dinamiklerin ise buna destek verdiği bir krizdir. 2000'li yılların ikinci yarısından itibaren gelişini hissettiren ancak, 2008'in son çeyreğinden itibaren küresel bir boyut kazanan kriz, özellikle özel kesimin borçlanma mekanizmasından kaynaklanmıştır. Bankacılık sektörü ile banka dışı – özel kesimin, alacak – borç ilişkisindeki yüksek riske dayalı mekanizmanın işlemez hale gelmesi, firmalar ve hane halkının bankalara olan yükümlülüklerini kısmen veya tamamen yerine getiremez hale getirmiştir.

Küresel krizin yayılma yolu parasal aktarım kanalları içinde faiz kanalı ve kredi kanalı aracılığı ile gerçekleşmiştir. ABD'de 2005 yılı öncesinde parasal genişlemeye bağlı faiz oranlarındaki düşüş, kredi talebinin, özellikle de konut kredilerinin aşırı artmasına yol açmıştır. Bu gelişmeler parasal aktarım kanalları içinde varlık fiyatları kanalını devreye sokarak krizin yaygınlaşmasına zemin hazırlamıştır (Parasız, Ekren ve Eroğlu, 2016: 438).

3.5.1. Küresel Krizin Türk Ekonomisini Etkileme Kanalları

Tüm dünyayı etkileyen finansal krizden Türkiye'nin etkilenmemesi hiç kuşkusuz söz konusu olamaz. Türk ekonomisinin olası etkilenme yolları şöyle sıralanabilir (Parasız, 2009: 145-146):

i. Dış Borç Ödemelerinde Güçlük: Özel sektörün ve bankaların 2009 yılında vadesi gelen dış borçların vadesinde ödemesi veya yenilenmesinde sorunu oluşmuştur

ii. Yurtiçi Kredilerde Azalma: Uluslararası finansal kriz yurtiçi kredi miktarını azaltıcı etki yapmıştır. Dolayısıyla gerek firmalar gerekse tüketiciler daha az kredi kullanabilecek, toplam reel kredi miktarı azalacaktır.

iii. İhracat Hacminde Düşüş: Başta ABD, Avrupa Birliği ve Japonya gibi endüstriyel ekonomilerde de finansal kriz dolayısıyla daralmalar yaşanmıştır. Söz konusu ülkelerde yaşayanların gelirlerinde de düşüş meydana gelmiştir. Dolayısıyla tüketim harcamaları düşmüş ya da çok az artmıştır. Buna bağlı olarak Türkiye’de üretilen mallara olan talepte düşüş meydana gelmiştir.

iv. Özel Sektör Yatırımlarının Ötelenmesi: Dünyada ekonomisindeki durgunluk hatta resesyon ve yurtiçi talepteki gerileme özel sektör yatırımlarını öteleyici etki yapmıştır.

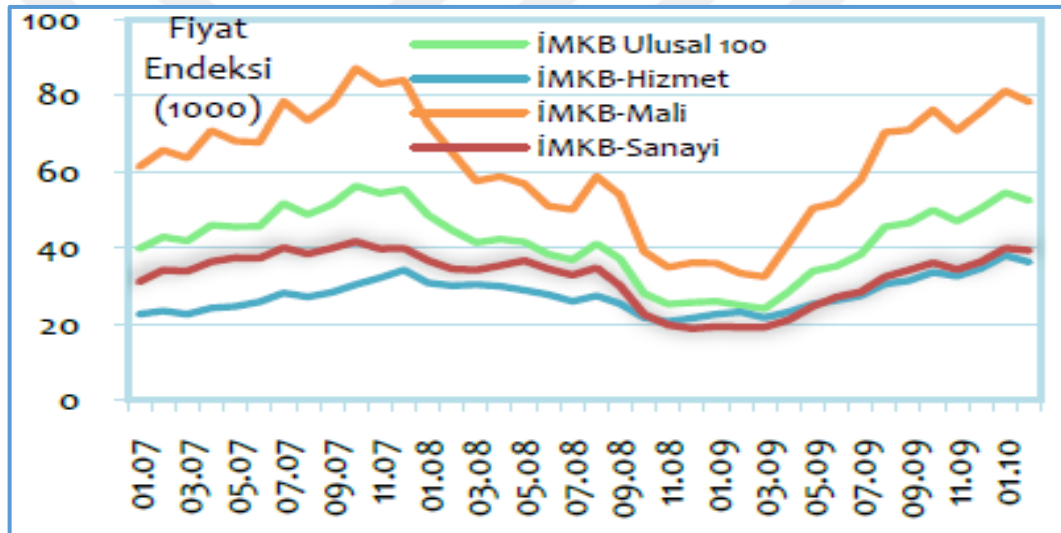
v. Gayrisafi Yurtiçi Hasılanın Artış Hızında Gerileme: Uluslararası finans krizinin önemli diğer bir etkisi de GSYH’nin büyüme oranı üzerinde görülmektedir. 2008 yılının üçüncü çeyreğinde büyüme hızı %1,0 olarak gerçekleşirken, dördüncü çeyrekte %6,5 gerileyen GSYH, 2008 genelinde %0,9 oranında gerçekleşmiştir. GSYH’nin büyüme oranındaki gerileme 2009 yılında daha sert olmuş, 2009 genelinde GSYH % -4,7 olarak gerçekleşmiştir.

3.5.2. Küresel Krizin Türk Ekonomisi Üzerine Etkileri

Türkiye ekonomisinin, 2003–2007 yılları arasındaki dönemde ortalama %6,9 olan büyüme hızı, 2008 yılında küresel krizin tüm dünyayla beraber Türkiye’yi de etkilemesiyle %0,7’ye kadar gerilemiştir. Küresel krizin Türkiye ekonomisine olumsuz yansıması 2009 yılının ilk üççeyreğinde belirginleşerek bu dönemlerde %14,5, %7,7 ve %2,9 oranlarında reel olarak azalmıştır.

Küresel krizin, Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkileri 2008 yılının son çeyreğinde hissedilmeye başlamış, 2009 yılı boyunca ekonomi küçülmüş ve işsizlik oranları artmıştır (BDDK, 2008: 6-9). Genel olarak 2008 krizinin ülke ekonomileri üzerinde; dış talepte, yabancı sermaye girişlerinde ve yurt içi kredilerdeki azalışlar ve yurt içinde yerleşik bulunan yabancı finans kurumlarının ülkeyi terk etmesi şeklinde olumsuz etkileri bulunmaktadır (Kansu, 2006; Özatay, 2009).

Diğer taraftan küresel kriz, ülke ekonomileri üzerindeki olumsuz etkilerini ilk olarak ülke borsalarında göstermiştir. Özellikle yabancı sermayenin ülkeden çıkışı, bir yandan İMKB-100 endeksini ve reel efektif döviz kurunu azaltıcı yönde etki ederken diğer taraftan toplam talepte meydana gelen azalma, fiyatlar genel düzeyini, enflasyon oranının ve faiz oranlarının düşmesine neden olmuştur (Kansu, 2006; Özatay, 2009). Türkiye’de İMKB-100 endeksi 2007 yılı boyunca artan bir trend izlerken, 2008 yılı başından itibaren trend aşağı yönlü olmuş, Aralık ayında ise son iki yılın en düşük değerleri gerçekleşmiştir. Beklentilerin uluslararası sermaye piyasalarında da olumlu yönde değişmesiyle birlikte, ancak 2009 Mart ayından itibaren borsa tekrar toparlanarak yeniden Ocak 2008 deki değerlerin üzerine çıkmıştır.



Şekil 3.2 İMKB Fiyat Endeksleri

Kaynak: BDDK, 2009: 36.

Şüphesiz krizin olumsuz etkileri sadece finans sektörü üzerinde olmamış reel sektöre de yansımıştır. Türkiye ekonomisi 2001 krizinden sonra ilk kez 2008’deki krizin etkisiyle negatif bir büyüme gerçekleştirmiştir. Ancak 2009 yılının dördüncü çeyreğinden itibaren tekrar büyüme trendi yakalanmış ve özellikle 2010 ve 2011 yıllarında yıllık olarak %9 civarında büyüme oranıyla dünyada en hızlı büyüyen ekonomilerden birisi olmuştur. Krizin etkisiyle toplam talepte meydana gelen daralma, 2009 yılında enflasyon oranının düşmesine katkı sağlamıştır. Ancak takip eden yıllarda özellikle enerji

fiyatlarındaki artış ve iç ve dış talebin artmasıyla birlikte enflasyon oranları yeniden yükselme trendine girmiş ve hedeflenen oranlardan büyük ölçüde sapmaya başlamıştır.

Tablo 3.15 Temel Makroekonomik Göstergeler (2005-2010)

Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GSMH Büyüme Oranı (%)	8.4	6.9	4.7	0.7	-4.7	9.2
Enflasyon Oranı (%)	7.7	9.7	8.4	10.1	6.5	8.5
İç Borç Stoku (Mil. TL)	244.782	251.470	255.310	274.827	330.005	352.841
Dış Borç Stoku (Mil. \$)	169.732	207.593	249.386	277.669	271.140	292.281
İhracat/İthalat (%)	62.9	61.3	63.1	65.4	72.3	61.4
Dış Ticaret Dengesi (Mil. \$)	-33.080	-41.056	-46.852	-53.021	-24.850	-56.445
Cari İşlemler Hesabı (Mil.\$)	-22.309	-32.249	-38.434	-41.524	-13.370	-46.643

Kaynak: TÜİK, TCMB

Türkiye’de, 2007’deki düşük büyüme hızının 2008’in ilk çeyreğinde %7,2’ye çıkması nedeniyle krizden etkilenilmediği kanısı hakimdir. Sadece inşaat sektöründe %3,3’lük bir gerileme olmuştur. Ayrıca, 2007’de dibe vuran net mali yatırımlar yine düşük kalırken, doğrudan yatırımlarda da düşmeye başlamıştır. İkinci çeyrekte, inşaatteki gerileme artarken imalat sanayinde ve ticarete de daralma başlamıştır. Ancak inşaatteki daralama daha vahim bir noktaya gelerek % -5,2’ye ulaşmıştır. Bu sektörlerdeki daralmaya bağlı olarak ulaştırma, depolama ve haberleşme sektöründe de daralma yaşanmış, %8,1’den %4,3’e gerilemiştir.

Tablo 3.16 2008 Krizinde Temel Sektörlerde Dönemsel ve Yıllık Büyüme Oranları (%)

Sektör/Dönem	2008					2009				
	I	II	III	IV	Yıl	I	II	III	IV	Yıl
Tarım ve Ormancılık	6.3	-0.7	5.5	3.3	3.9	-0.4	6.4	2.7	1.5	3.3
İmalat	9.1	4.8	0.3	-10.8	0.8	0.1	-15.3	-3.2	3.5	-6.7
İnşaat	-3.3	-5.2	-9.8	-14.0	-8.2	-18.6	-21.1	-18.3	-6.6	-16.3
Ticaret	9.9	4.5	-1.5	-15.9	-1.5	-26.2	-15.2	-7.2	3.6	-7.1
Mali Kesim	9.3	9.6	8.0	9.4	9.1	10.8	7.5	7.8	8.1	8.5
Ulaştırma, depolama, haberleşme	8.1	4.3	1.6	-7.5	1.5	-16.3	-10.3	-5.0	3.6	-7.1
GSYİH	7.2	2.8	1.0	-6.5	0.9	-14.5	-7.7	-2.9	6.0	-4.7

Kaynak: TÜİK, Temel Makroekonomik Göstergeler

2008'in son çeyreğinde tarım ve ormancılık hariç diğer sektörlerde ciddi anlamda daralma yaşanmıştır. İmalat sanayi % -10,8, inşaat % -14,0, ticaret % -15,9 ve ulaştırma depolama ve haberleşme sektörü % -7,5 daralmış, son çeyrekte GSYH'de % -6,5 azalmış, yılın tamamı için büyüme hızı % 0,9 olarak gerçekleşmiştir.

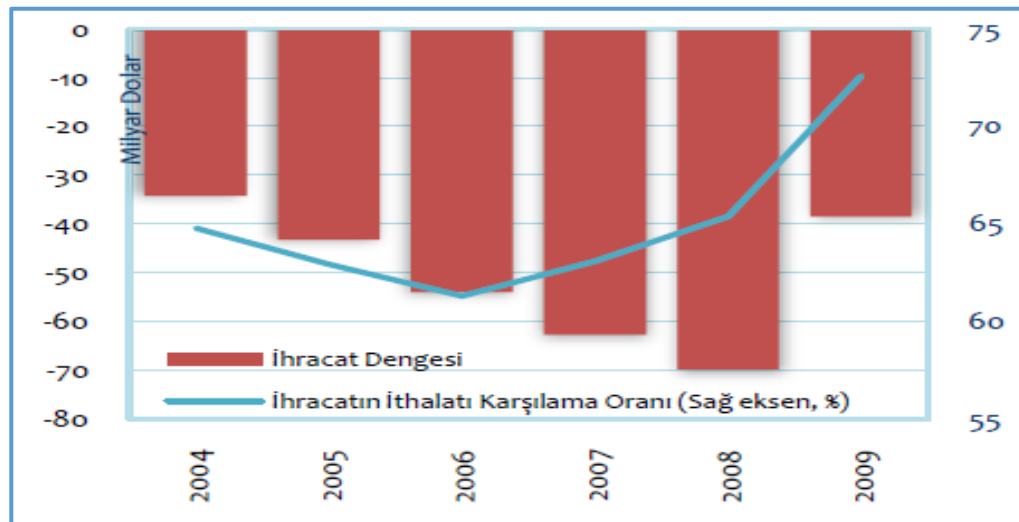
2008 yılsonu itibariyle dış ticaret açığı 70 milyar dolar açık vererek tarihsel bir rekor kırmıştır.

Tablo 3.17 2007-2009 Dönemi İhracat ve İthalat Rakamları (Milyar \$)

2007		2008				2009					
Yıl/Dönem	I	II	III	IV	Yıl	I	II	III	IV	Yıl	
İhracat	107.3	33.1	35.6	36.4	26.8	132.0	24.5	23.3	25.4	29.1	102.1
İthalat	170.1	49.2	56.7	57.7	38.4	202.0	28.9	33.5	38.1	40.4	140.9
Dış Ticaret	-62.8	-16.0	-21.1	-21.3	-11.6	-70.0	-4.4	-9.7	-12.7	-11.3	-38.8

Kaynak: TÜİK

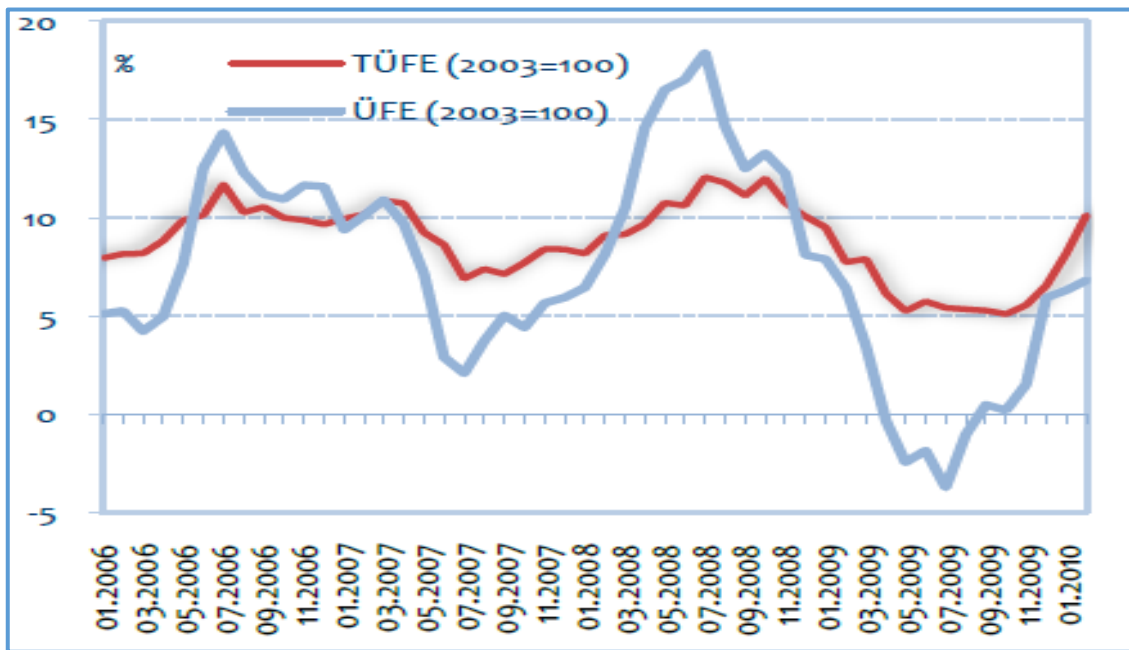
İç ve dış pazarlarda talepteki düşüşünün etkileri, dış ticaret verilerine de yansımaktadır. Aralık 2009'da bir önceki yılın aynı ayına göre ihracat %30,3 artarak 10 milyar dolar, ithalat ise %31,4 artarak 14,9 milyar dolara yükselmiştir. Ocak-Aralık 2009 döneminde bir önceki yıla göre ihracat %22,6, ithalat ise %30,3 azalmış, ihracatın ithalatı karşılama oranı ise %72,6 oranında gerçekleşmiştir (BDDK, 2009: 19).



Şekil 3.3 İhracat Dengesi ve İhracatın İthalatı Karşılama Oranı

Kaynak: BDDK, 2009: 19.

Krize bağılı olarak dış dünyadaki talep azalışı, Türkiye'nin ihracatını 10 milyar dolar civarında azaltarak, ihracata dönük çalışan sanayileri vurmuş ve işsizliği artırmıştır. Dış talep düşüşü yanında, üretici fiyatları endeksi (ÜFE) yıllık artış hızının ikiye katlanması (%6,4'den %12,7'ye) üretim maliyetlerini artırmasına ilaveten, dolar ve euro'nun TL karşısında değerlenmesi, dış ticaret hadlerinin ülke aleyhine dönmesine neden olmuştur. Net mali yatırımların ve doğrudan yabancı yatırımların dip seviyelere düşmesi, faiz hadlerini yükseltmiş, buna bağılı olarak maliyetlerde ciddi artışlar meydana gelmiştir.



Şekil 3.4 Kriz Döneminde Enflasyon Oranları

Kaynak: BDDK, 2009: 15.

İhracat fiyatlarının düşmesine ilave olarak maliyetlerin artması üretimi ciddi anlamda daraltmıştır. Dış talebin düşmesine iç maliyet artışı eklenince 2008'in son çeyreğinde imalat sanayi % -10,8, inşaat % -14,0, ticaret % -15,9 ve ulaştırma-depolama-haberleşme % -7,5 gibi yüksek oranlarda düşmüş, bunun sonucunda GSYH 2008'in son çeyreğinde % -6,5 gibi yüksek oranda gerileyerek, GSYH'nin büyüme hızı yıllık bazda %1'in altında kalmıştır.

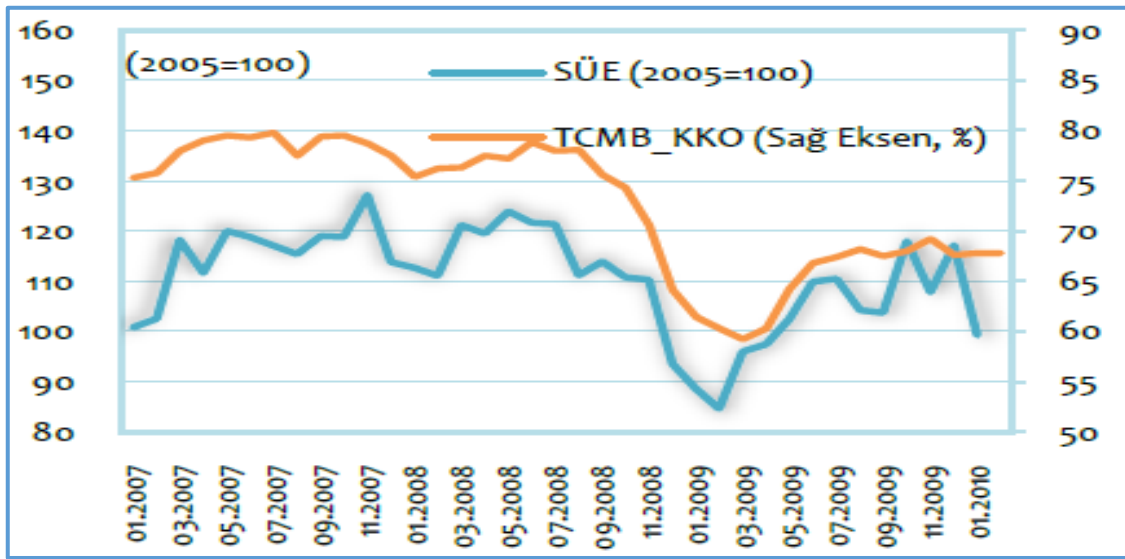
Tablo 3.18 Kriz Döneminde CİB Dengesi ve Para Hareketleri (Milyar \$)

	2007	2008	2009
Cari İşlemler Bilançosu	-38.3	-41.9	-13.9
Doğrudan Yabancı Sermaye	20.1	8.0	3.4
Sıcak Para	0.7	1.65	-0.32
Kredi Giriş ve Çıkışı	-	17.42	-8.61
Net Hata - Noksan	1.62	5.7	8.4

Kaynak: EVDS

Cari işlemler bilançosu açığı yıl boyunca artışını sürdürerek -41,9 milyar dolar gibi rekor bir seviyeye ulaşmıştır. Sıcak para girişleri dip seviyelerde kalırken, net kredi girişlerinde artış yaşanmıştır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ise 8 milyar dolar gibi azımsanmayacak bir seviyede gerçekleşmiştir. 2007 yılından itibaren pozitif kalan veren net hata ve noksan kalemi ise 2008’de artışını sürdürerek 5.7 milyar dolara çıkmıştır.

2008 yılı Ağustos ayından itibaren ülke sanayinde önemli oranda küçülme başladı. Türkiye sanayisi 2008 Ağustos’tan 2009 Ocak’a kadar sırasıyla; %-3,5, %-4,3, %-6,7, %-13,3, %-17,6 ve %-21,3 düşüş göstermiştir. Öte yandan sanayi üretim endeksi 2009 Ocak ayında 2008 yılı Ocak ayına göre %21,3 azalmıştır. Sanayi üretim endeksi ve imalat sanayi kapasite kullanım oranı verileri, 2009 yılının ikinci çeyreğinde toparlanma eğilimi göstermiş, ancak üçüncü çeyrekte toparlanma eğilimini aynı hızda sürdürememiştir. Dördüncü dönem sanayi üretim endeksi üçüncü döneme göre daha olumlu bir görünüm sergilemiş ve 2009 yılının son çeyreğinde sanayi üretim ortalaması üçüncü çeyreğin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. İmalat sanayi kapasite kullanım oranında ise dördüncü dönem itibariyle ılımlı bir azalış gözlenmiştir (BDDK, 2009: 13).



Şekil 3.5 Sanayi Üretim Endeksi ve Kapasite Kullanım Oranları

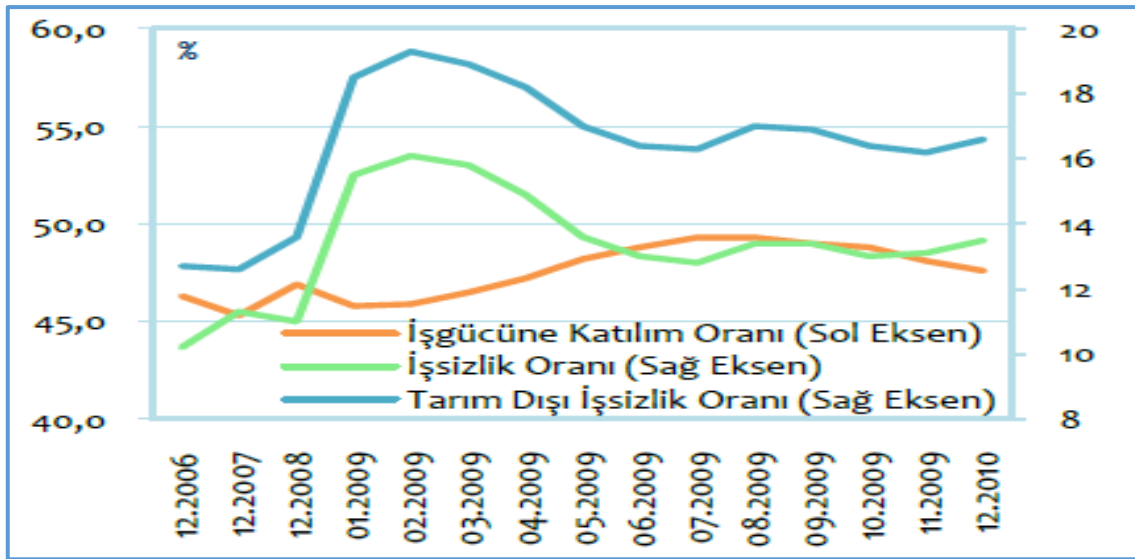
Kaynak: BDDK, 2009: 14.

Küresel kriz, 2009'un ilk çeyreğinde şiddetlenerek etkisini sürdürmüştür. İmalat, inşaat, ticaret ve ulaştırma-depolama-haberleşme sektörlerindeki daralma 2009'un ilk iki çeyreğinde de sürmüştür, üçüncü çeyrekte inşaat sektörü hariç toparlanma başlamış, dördüncü çeyrekte ancak daralma (inşaat sektörü 4. çeyrekte % -6,6 daralmıştır.) atlatılmıştır. Ancak, ilk 3 çeyrekteki daralmanın şiddetinden ötürü yıllık büyüme rakamı dört sektörde de negatif gerçekleşmiştir (Tablo 3.16).

Makroekonomik istikrar açısından temel bir risk unsuru olarak görülen cari işlemler açığının reel ekonomi üzerindeki baskısı, nispeten düşük seviyelerde seyreden enerji fiyatlarının da etkisiyle, 2009 yılında 2008'e göre %67 azalarak 13,4 milyar dolara gerilemiştir (BDDK, 2009: 19).

2008'de maliyet artışlarına sebep olan ÜFE yıllık artış hızı ise 2009'da dibe vurmuş, döviz kurlarındaki artış ilk yarıdaki artıştan sonra dururken, faiz hadlerinde ciddi bir düşüş yaşanmıştır. Diğer taraftan, başta petrol ve doğalgaz olmak üzere hammadde ve diğer maddelerde dünya fiyatlarının krizin etkisiyle dibe vurması nedeniyle, 2008'deki 202 milyar dolar ile zirve yapan ithalat 141 milyar dolara gerilemiştir (Kazgan, 2013: 287).

Türkiye’de küresel kriz, 2008’in dördüncü çeyreğinden 2009’un dördüncü çeyreğine kadar şiddetli bir şekilde yaşanmıştır. 2009’da 9,3 milyar dolar fon çıkışı ve doğrudan yatırım girişinin 3,4 milyar dolara düşmesi üzerine, Ağustos ayında dolar 1,81 TL’ye yükselmiş, İMKB-100 endeksi 20 bine inmiştir. Krizin en şiddetli olduğu bu dönem arasında karşılıksız çıkan çek sayısı 1 milyonu aşarken, kredi geri ödemesinin yapılamadığı 3 bine yakın ev bankalarca haczedilmiştir (Kazgan, 2013: 287-288).



Şekil 3.6 İşgücü Göstergeleri

Kaynak: BDDK, 2009: 15.

Küresel krizin işsizlik boyutuna bakıldığında 2008 yılına göre 2009’da krizin etkisini daha fazla hissettirmeye başlamasıyla işsizlik oranlarında da bir artış yaşandığı görülmektedir. 2008 yılının ikinci yarısından 2009 yılının ilk yarısına kadar sürekli artan işsizlik oranı önce %14’e, sonra mart ayında %16’ya çıkmıştır. Alınan tedbirler ve toparlanma süreci ile birlikte Temmuz 2009’da %12,8’e kadar gerilese de, Ağustos’ta yeniden yükselişe geçen işsizlik oranı Aralık 2009 itibarıyla %13,5 olarak gerçekleşmiştir.

3.5.3. Küresel Krize Karşı Türkiye’de Alınan Önlemler

Küresel Finans Krizi’nin olumsuz etkilerinin üstesinden gelmek için birçok ülke ciddi maliye ve para politikaları uygulamaya koymuştur. Diğer ülkelerde olduğu gibi

Türkiye’de de krizin ekonomi üzerindeki etkilerini azalmak ve krizin maliyetini düşük tutabilmek için gerek hükümet gerekse MB pek çok alanda alınacak önlemler açıklanmıştır. Para politikası ve maliye politikası kapsamında alınan tedbirler şöyledir (Parasız, 2009: 157-159, 167-169; Parasız, Ekren ve Eroğlu, 2016: 436-438):

Para politikası kapsamında alınan tedbirler:

- Merkez Bankası fiyat istikrarı ile çelişmemek kaydıyla hızlı bir faiz indirim politikası izlemiş, Ocak ayında gösterge faiz oranı 2000 baz puan düşürerek %13’e, Şubat ayında 150 baz puan daha düşürerek %11.5’e düşürmüştür.
- Bankaların birbirinden dolar ve Euro cinsinden borç alıp vermeleri imkanı getirilmiştir.
- TCMB kendi nezdinde bulunan döviz depo piyasasındaki aracılık faaliyetlerine yeniden başlamıştır. Bu kapsamda, bankaların bilanço büyüklükleri dikkate alınarak döviz ve efektif piyasalarındaki işlem limitleri, 14 Ekim 2008 tarihinden geçerli olmak üzere yükseltilmiştir.
- Bankaların dolar ve Euro cinsinden TCMB’den alabilecekleri döviz depolarının vadesi bir haftadan bir aya, daha sonra da 3 aya kadar uzatılmıştır. Merkez Bankasıncı döviz depo piyasasında %10 olarak belirlenmiş borç verme faiz oranı 2009 Ocak’ta %7’ye, Şubatta %5,5’e; Euro için 2009 Ocak’ta %9’a, Şubatta %6,5’e düşürülmüştür.
- TCMB döviz alım ihalelerine son vererek döviz satım ihalelerine başlamış ve bankalararası döviz piyasasında likidite akışının artırılması sağlanarak finansal sistemdeki akışkanlığı ve kredi piyasalarının etkin çalışmasını destekleyici uygulamalara başlamıştır.
- Yabancı para zorunlu karşılık oranı 2 puan düşürülerek %11’den %9’a indirilmiştir. Bu indirimle, bankacılık sistemine yaklaşık 2,5 milyar dolar tutarında ek döviz likiditesi sağlanmıştır. TL mevduatlarını ve kredileri teşvik etmek amacıyla yabancı para zorunlu karşılıklara faiz ödenmesine son verilmiş, TL zorunlu karşılıkların faiz oranı ise artırılmıştır.
- Bankacılık sektörünün öz kaynak yapısını daha fazla güçlendirmek amacıyla bankaların kar dağıtımına sınırlama getirilmiş ve bankaların kar dağıtımı BDDK onayına bağlanmıştır.

Maliye politikası kapsamında alınan tedbirler:

- Kasım 2008’de Hükümet “Varlık Barışı” düzenlemesine giderek, Türk vatandaşlarının yurtdışındaki paraları yurt içine çekilmeye çalışılmıştır.
- Hisse senedi kazançlarında yerli yatırımcıya %10 uygulanan stopaj oranı sıfıra düşürülmüştür.
- Vergi borçlarının taksitlendirilmesi imkânı getirilmiştir.
- Yabancı fonların portföy yönetim şirketlerine, bu fonlarını Türkiye’de değerlendirmeleri için bazı vergi avantajları sağlanmıştır.
- Menkul Kıymet Yatırım Fonları ile Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının sermaye piyasasında yaptıkları işlemler nedeniyle elde ettikleri gelirlere banka ve sigorta muameleleri vergisi (BSMV) muafiyeti getirilmiştir.
- Yurt dışı tedarikçilerden sağlanan kredilerde stopaj oranı %5’e indirilmiştir.
- Net alanı belli bir metrekaresinin üzerinde bulunan konutlarda, ticari araçlarda, belli bir motor silindir hacmini geçmeyen otomobillerde, beyaz eşya ve bazı elektronik eşyalarda, mobil internet ve haberleşme işletmeciliği hizmetlerinde vergi indirimini yapmıştır.

Üretim ve ihracata yönelik alınan tedbirler:

- KOBİ’lere 6 milyar TL’den fazla kredi desteği verilmiştir.
- Organize Sanayi Bölgeleri ve Küçük Sanayi Sitelerine yönelik teşvikler artırılmıştır.
- İhracatçıların kullandıkları ihracat reeskont kredisi ve Eximbank kredilerinden yararlanma olanakları artırılmıştır. Bu kapsamda, ihracat reeskont kredisi limiti 500 milyon dolardan 1 milyar dolara çıkarılmış, kredi vadesi 120 gün olduğu için yıllık 3 milyar dolarlık ihracata finansman sağlanması mümkün hale gelmiştir. Kredinin faiz oranı Libor + 0,75’dir.

4. BÖLÜM

FINANSAL KRİZLERİN ÖNCÜ GÖSTERGELERİNİN BELİRLENMESİ

Türkiye Cumhuriyeti'nin kuruluşundan itibaren süresi ve şiddeti farklı boyutlara varan kriz dönemleri yaşanmıştır. Özellikle 1980'den itibaren ihracata dayalı kalkınma modeli çerçevesinde dışa açılan ülke ekonomisi dış şoklara daha fazla maruz kalmış, buna bağlı olarak yaşanan krizlerin gerek sayısında gerekse şiddetinde artışlar yaşanmıştır (Doğru, 2015: 62-63). Diğer taraftan, 1980 sonrası dönemde enflasyonun kronikleştiği bir ülke haline gelen Türkiye, 1990'lı yıllardan itibaren siyasi istikrarsızlıkların da etkisiyle birlikte daha sık krizle karşı karşıya kalmış ve 1994, 2000-2001 Krizi ve 2008 Küresel Ekonomik Kriz olmak üzere şiddeti ve etki alanı farklı ve ekonomiyi kökten sarsan krizlere maruz kalmıştır (Işık, vd, 2006: 240).

1990'lı yıllardan sonra yaşanan krizlerin sayısında meydana gelen artışlar ve yarattığı ekonomik ve sosyal problemler ile ülke ekonomilerine yüklediği maliyetler gibi nedenlerle ekonomik ve finansal şokların en az hasarla atlatılabilmesi için finansal krizlerin önceden tahmin edilmesi önemli bir konu haline gelmektedir. Bu kapsamda, ekonomik ve finansal değişkenler öncü gösterge olarak kullanılmak suretiyle krizler önceden tahmin edilmeye çalışılmaktadır.

Çalışmanın bu bölümünde, öncelikle finansal kriz modelleri ve kriz öncü göstergeleri ile ilgili literatüre yer verilmiştir. Daha sonra, Türkiye'de 1992:01 – 2019:12 dönemlerine ait aylık ve 1998:Q1 – 2019:Q4 dönemlerine ait üç aylık veriler yardımıyla oluşturulan Finansal Baskı Endeksiyle kriz dönemleri belirlenerek, Sıralı Probit Model yöntemi kullanılarak Türkiye'de finansal krizlerin öncü göstergeleri olabilecek makroekonomik değişkenler belirlenmeye çalışılmıştır. Çalışmada E-views 10 ve SPSS 20 paket programlarından yararlanılmış, analizde kullanılan değişkenler literatürde en çok kullanılan ve veri kısıtı bulunmayan değişkenlerden seçilmiştir. Finansal Baskı Endeksiyle tanımlanan finansal kriz dönemleri “bağımlı değişken”, literatürde çok sık kullanılan ve finansal kriz göstergesi olabilecek makroekonomik değişkenler ise “bağımsız değişken” olarak alınmıştır.

4.1. LİTERATÜR TARAMASI

Ekonomik krizler insanlık tarihi boyunca sürekli olarak yaşanmakta ve etkilenen ülkelerde çok büyük yıkımlara sebep olmaktadır. Özellikle 1980 sonrası dönemde küreselleşmenin etkisiyle finansal kriz sayısında artış yaşanmış ve bu krizler ekonomik hayatın ayrılmaz bir parçası haline gelmiştir. Bu bağlamda, krizlerin öngörülmesi, ekonomide yaratacağı sorunların ve yüklediği maliyetlerin azaltılması noktasında önemli bir rol oynayacaktır. Krizlerin önceden tahmin edilebilmesi amacıyla kullanılan öncü göstergeler, en çok hangi faktörlerin bir kriz nedeni olduğu ile yakından ilişkilidir (Ural, 2003: 12).

Literatür incelendiğinde, kriz sayısındaki artış ve ülke ekonomileri üzerindeki olumsuz etkilerinin azaltılabilmesi amacıyla kriz tahmini ve erken uyarı sistemleri kullanılarak krizlerin analizine yönelik çalışmaların giderek arttığı görülmektedir. Özellikle, Krugman'ın 1979 yılında yapmış olduğu ödemeler dengesi krizleri modelinden sonra finansal krizlerin açıklanmasına yönelik yapılan çalışmaların sayısında artış olmuştur.

Yapılan çalışmalarda Sinyal Yakalama, Doğrusal Olasılık Modeli, Logit/Probit modeller, VAR modeli, Markov Rejim Değişimi ve Yapay Sinir Ağı (YSA) yöntemleri kullanılmıştır. Aşağıda finansal krizlerin tahminine yönelik yapılan bazı çalışmalara yer verilmiştir.

Bu yöntemlerden en çok bilineni ve yaygın olarak kullanılanı Kaminsky ve Reinhart'ın (1996) geliştirmiş olduğu sinyal yaklaşımıdır. Bu çalışmada, 15 gelişmekte ve 5 gelişmiş ülke olmak üzere toplam 20 ülkede görülen para krizleri incelenmiş ve probit yöntemi ile belirlenen göstergelerin para krizlerini ne ölçüde öngörebileceğini araştırılmıştır. Reel döviz kurunun aşırı değerlenmesi, M1 para arzı artış hızının büyümesi, ihracat ve ithalatın azalması, M2/Uluslararası rezervler oranının artması, dış ticaret hadlerinin bozulması değişkenleri para krizlerini belirlemede öncü gösterge olarak tespit edilmiştir.

Eichengreen vd. (1995), 20 OECD ülkesinin 1959-1993 yılları verilerini kullanarak çoklu regresyon ve duyarlılık analizi yöntemlerini uyguladıkları çalışmalarında faiz oranı, döviz kuru ve uluslararası rezervlerdeki yüzde değişimin ağırlıklı ortalamalarından oluşan spekülasyon baskı endeksinden yola çıkarak para krizleri tahmin edilmeye çalışılmıştır. Oluşturulan modelin sonuçlarına göre ulusal paraya yönelik spekülasyon bir saldırı, faiz oranlarının artmasına, rezervlerin ve yurtdışı kredi hacminin azalmasına yol açarak devalüasyona neden olmaktadır.

Frankel ve Rose (1996) çalışmalarında, 1971 - 1992 yılları arasındaki yıllık veriler kullanılarak 102 ülkenin para krizleri Probit model ile tahmin etmişlerdir. Döviz kurunun aşırı değerlenmesi, yüksek dış faiz oranları, doğrudan yabancı yatırımların azalması, yurtdışı kredilerdeki artış ve cari açığın GSYH'ye oranındaki yükselme bir ülkenin krize girme ihtimalini artırmaktadır. Oluşturulan modele göre döviz kurunun %25 veya daha fazla değer kaybetmesi veya yıllık devalüasyon oranında %10'luk bir artış kriz olarak kabul edilmektedir. Çalışma sonunda, 1. nesil kriz modellerini destekleyici sonuçlar elde edilmiştir.

Kaminsky vd. (1998) yapılan birçok çalışmaya da öncülük eden ve para krizlerinin belirli bir sınır seviyesini geçtiği zaman kriz sinyali veren KLR modelini geliştirmişlerdir. 1970 – 1995 dönemini kapsayan çalışma, krizden önceki dönemlerde alışılmadık bir davranış sergileme eğiliminde olan çeşitli göstergelerin evriminin izlenmesini içermektedir. Herhangi bir gösterge belirli bir eşik değerini aştığında, bu durum önümüzdeki 24 ay içinde En iyi performans gösteren değişkenler olarak ihracat, reel döviz kurunun trendden sapmaları, M2/Brüt uluslararası rezervlere oranı, üretim düzeyi ve hisse senedi fiyatları bulunmuştur.

Corsetti vd. (1998), Türkiye'de dahil olmak üzere 23 ülkeyi kapsayan çalışmalarında finansal kırılganlık, cari işlemlerde dengesizlik endeksleri, döviz rezervinin yeterliliği ve performans endeksleri ile finansal kriz arasındaki ilişkiyi analiz etmiş, Türkiye'de spekülasyon baskılarından daha çok ekonominin geçmiş trend değerlerinin finansal kriz endeksini yükselttiği sonucuna ulaşmışlardır.

Esquivel ve Larrain (1998), 30 ülkedeki meydana gelen krizler probit modeli ile analiz etmişlerdir. 1975 ile 1996 yılları arasındaki verilerin kullanıldığı model ile 60 farklı

kriz başarıyla öngörülebilmiştir. Sonuç olarak, yüksek cari açık oranı, reel döviz kurlarındaki artışlar ve kişi başına düşen milli gelirdeki azalmanın krizlerin önemli birer nedenleri olduğu saptanmıştır.

Bruggemann ve Linne (1999) çalışmalarında Kaminsky-Lizondo ve Reinhart'ın (1998) çalışmalarından yola çıkarak 5 geçiş ekonomisinde (Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Romanya, Rusya ve Bulgaristan) yaşanan bankacılık ve para krizlerini sinyal yaklaşımı ile analiz etmişlerdir. Çalışmada 1991 – 1998 yılları arasındaki aylık verilere yer verilerek ekonomik ve finansal toplam 16 gösterge kullanılmıştır. Çalışmaya göre ihracat değerleri, para ve bankacılık krizlerini tahmin etmede en iyi gösterge (para krizlerinin %90'ında, bankacılık krizlerinin %80'inde doğru sinyal üretmektedir.) olurken, ithalat ise en kötü gösterge olmaktadır. Tüm göstergelerin ortalama olarak doğru sinyal göndermesi para krizlerinde %40 iken bankacılık krizlerinde %25 olmuştur.

Krkoska (2000), 1993-1999 yılları arasında 3 aylık verileri kullanarak 4 geçiş ekonomisi (Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Slovakya) üzerine VAR modeli oluşturmuştur. Çalışmada para krizlerinin tahmininde en iyi gösterge olarak cari işlemler açığı ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasındaki fark olmuştur. Buna göre, bu fark GSYH'nin %5'ini aştığı zaman para üzerinde spekülasyon baskıları hissedilmektedir. Bunun dışında M2/Uluslararası rezervler ve reel döviz kuru oranındaki yıllık yüzde değişimlerde para krizlerini açıklama gücüne sahip olduğunu belirlemiştir.

Karabulut (2002), çalışmasında 1989-2000 dönemi aylık verilerle 11 bağımsız değişkeni kapsayan bir logit modeli oluşturulmuştur. Tayland, Endonezya, Malezya, Meksika, Singapur, Güney Kore ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin ele alındığı çalışmada, ithalat, ödemeler dengesi açıkları ve M1 para arzı değişimleri ile döviz krizleri arasında pozitif bir ilişki söz konusudur. Çalışmada ayrıca Türkiye için ayrı bir model daha oluşturmuş, krizlerin meydana gelmesinde bankacılık sektörü problemlerinin ağır bastığı görülmüştür.

Işık vd.(2004) Türkiye'de yaşanan Nisan 1994 - Şubat 2001 krizlerinin temel nedenleri faktör analizi tekniği ile analiz etmişlerdir. Çalışmada krizlerin nedenlerini belirleyebilmek için 1991 – 2001 dönemini kapsayan 23 değişkene ait 3 aylık veriler kullanılmıştır. Uygulanan faktör analizi tekniğine göre Türkiye'deki krizleri açıklayan üç

faktörün para ikamesi, bankacılık sisteminin açık pozisyon eğilimi ve yükselen konjonktür olduğu görülmüştür.

Gerni vd. (2005), doğrusal olasılık ve logit model yöntemleri ile 1990 – 2004 yılları arasında aylık veriler kullanarak Türkiye’de yaşanan krizleri araştırmışlar, ulusal paranın aşırı değerlenmesi, sanayi üretim indeksinin düşme eğiliminde olması, ulusal MB rezervlerinin azalması, kamu gelirlerinin kamu giderlerini karşılama oranındaki düşüş, enflasyon oranlarının artması ve faiz oranlarındaki artışların istatistiksel açıdan kriz bir sinyali oluşturduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Tosuner (2005) çalışmasında, 1990 – 2004 dönemin kapsayan aylık ve 3 aylık veriler yardımıyla, Sinyal Yaklaşımı kullanarak Türkiye’deki krizleri öngörmeye yönelik bir erken uyarı sistemi geliştirmeyi amaçlamıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre; yurtiçi krediler, M2 para arzının büyüklüğü, döviz rezervleri ve reel döviz kuru başta olmak üzere dış ticaret değişkenleri, Türkiye’de meydana gelebilecek bir krizin öncü göstergeleridir. Ayrıca, M2/GSYH, mevduat bankalarının özel yurt içi kredileri/GSYH, ihracat/ithalat, net uluslararası rezervler/ithalat, cari denge/GSYH, portföy/GSYH, reel döviz kuru ve ABD-Türkiye reel faiz farkı göstergeleri de krizi öngörme performansı yüksek çıkan değişkenler olarak belirlenmiştir.

Erkekoğlu ve Bilgili (2005) çalışmalarında; 21 gelişmekte olan ülkenin 1979 - 2002 dönemi kapsayan verilerini ele almışlardır. Çalışmada kriz yılları ile kriz olmayan yılları birbirinden ayırt etmek için faktör ayırma (discriminat) analizi yöntemi kullanılarak, 16 makroekonomik değişkenden kriz için en anlamlı olanları seçilmiştir. Oluşturulan modelin kriz olmayan yılları tahmin etme oranı %99,1 olurken, kriz yıllarını tahmin etme oranı %1,4 gibi düşük bir seviyede kalmıştır. Oluşturulan modelin açıklama gücü düşükte olsa; toplam rezervlerin borç servislerine oranı, toplam rezervlerin ithalata oranı, büyüme oranı, toplam borç servisinin GSMH’ya ve mal ve hizmet ihracatına oranı kriz yılları ile kriz olmayan yılları birbirinden ayıran göstergeler olarak belirlenmiştir.

Kaya ve Yılmaz (2006) Türkiye için yapmış oldukları çalışmada, 1990 - 2002 dönemine ait aylık verileri kullanarak Sinyal Yaklaşımı ile 29 değişkenin, 1994 Nisan ve 2001 Şubat Krizleri öncesindeki davranışlarını incelemişlerdir. Makro, finansal, dış ekonomik, bekleyişler ve ülke riskini içeren 5 ayrı modelle para krizlerinin öngörülmesi

amaçlanan çalışmada, değişken olarak; Bütçe dengesi/GSYH, M2Y/GSYH, Dış ticaret dengesi/GSYH, Kısa vadeli dış borç stoku/GSYH ve Reel döviz kuru değerlenme oranı gibi değişkenleri ele almışlardır. Çalışmada Kamu kesimi borçlanma gereği/ GSYH değişkeni krizleri tahmin etmede en başarılı öncü gösterge olurken, TÜFE değişkeni ise en kötü performans gösteren öncü gösterge olarak belirlenmiştir.

Altıntaş ve Öz 'ün(2007), Türkiye’de 1990 - 2005 yılları arasındaki dönemde 15 göstergeye ilişkin 3 aylık verileri kullanarak, Nisan 1994 ve Şubat 2001 para krizlerini KLR modeli ile öngörmeyi amaçladıkları çalışmalarında, sanayi üretim endeksi, sermaye çıkışları, M2/rezervler, GSMH, üretim artışı, M1, İMKB 100 endeksi, 3 aylık mevduat faizi ve reel efektif döviz kuru öncü gösterge olarak belirlenmiştir.

Sevim (2012) çalışmasında, Türkiye’de Ocak 1992 – Mart 2011 arasındaki dönemde finansal krizlerin en başarılı öncü göstergelerini belirlemek amacıyla Kaminsky vd. tarafından geliştirilen KLR modelini kullanarak, analiz sonucunda tespit edilen en başarılı göstergelerden bileşik öncü göstergeler endeksi oluşturmuştur. KLR modeline göre; ihracatın ithalatı karşılama oranı, ABD-TR gecelik reel faiz oranı farkının % değişimi, kısa vadeli dış borçlar/MB döviz rezervlerinin % değişimi, M2 para arzındaki % değişim, reel iç borç stokundaki % değişim, İhracat-İthalat/GSYH, kısa vadeli yabancı sermaye/GSYH, toplam mevduatlardaki reel % değişim, mevduat bankalarının dış yükümlülükleri/dış varlıklar en başarılı öncü göstergeler olarak belirlenmiştir.

Kesbiç vd. (2016) yapmış oldukları çalışmada, 2004 - 2015 döneminde aylık verilerden 6 göstergenin Türkiye ekonomisinin kriz erken uyarı sistemi içerisinde yer alıp almadığı araştırılmıştır. “KLR Sinyal” ve “Mutlak Sinyal” yaklaşımı yöntemlerinin kullanıldığı çalışmada kullanılan göstergelerin performansları karşılaştırılmıştır. “KLR Sinyal” yaklaşıma göre en iyi performansı rezerv yeterliliği gösterirken, sanayi üretim endeksi, reel efektif döviz kuru, ithalat, yurtiçi krediler ve ihracat diğer performansı olumlu göstergeler olurken, “Mutlak Sinyal” yaklaşımına göre ise, tüm göstergelerin performanslarının eşit düzeyde başarılı olduğu görülmüştür.

4.2. VERİ VE YÖNTEM

Çalışmanın bu bölümünde, Türkiye’de yaşanan kriz dönemlerinin belirlenmesinde, makroekonomik göstergelerin öncü gösterge olarak kullanılıp kullanılmayacakları incelenmiştir. Bu kapsamda çalışmada, Türkiye’de yaşanan finansal krizlerinin öngörülebilirliği Probit model kullanılarak araştırılmıştır. Probit model, bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki doğrusal olmayan ilişkiyi en etkin ölçen model olduğu için tercih edilmiştir.

Probit model kullanılarak yapılan analizde bağımsız değişken olarak kullanılan öncü göstergeler, gerek Türkiye’de gerekse diğer ülkelerde yapılan önceki çalışmalarda kullanılan ve başarılı sonuçlar veren değişkenlerden oluşturulmuştur. Verilerin ulaşılabilirliğine göre mümkün olduğunca geriye gidilmiş ve 1994 yılı krizini de barındırması göz önüne alınarak belirlenen aylık veri seti 1992:01 – 2019:12 dönemlerini kapsamakta ve toplam 336 adet gözlemden oluşmaktadır.

Diğer taraftan, GSYH ve dış borç verileri 3’er aylık dönemler itibariyle yayınlandığından, verilerin ulaşılabilirliğine göre, üç aylık veriler 1998:Q1 – 2019:Q4 dönemlerini kapsayan toplam 88 adet gözlemden oluşmaktadır. Literatürde yer almakla birlikte yapılan taramada, veri bilgisine ulaşılamayan veya çoklu doğrusal bağlantı sorunu nedeniyle bazı değişkenler analize dahil edilmemiştir. Bağımsız değişkenler gelecekte meydana gelebilecek kriz olasılığını tahmin sürecinde gecikmeli değerleriyle analize tabi tutulmuştur.

Uygulamada kullanılan veriler, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS), Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), T.C. Strateji ve Bütçe Başkanlığı (SBB), T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (HMB), investing.com ve global-rates.com sitelerinden elde edilmiştir.

4.2.1. Kriz Dönemlerinin Belirlenmesi

Kriz öncü göstergelerinin belirlenebilmesi için öncelikli olarak kriz dönemlerinin belirlenmesi gerekmektedir. Kriz dönemlerinin belirlenmesi ile ilgili literatürde farklı görüşler bulunmakla birlikte, kriz dönemlerini belirlemek üzere kullanılan araçların başında Spekülatif Baskı Endeksleri gelmektedir. Haftalık, aylık veya çeyrek dönemlik

olarak hesaplanan baskı endeksi, belirlenen bir eşik değeri aştığında o ekonomide kriz varlığından söz edilebilmektedir. Eşik değer olarak endeksin standart sapması kullanılmaktadır (Ural ve Balaylar, 2007: 52).

Bu çalışmada, kriz dönemlerini belirlemek üzere Eichengreen vd. (1996) tarafından oluşturulan “Finansal Baskı Endeksi” (FBE) kullanılmış olup, endekste TL faiz oranı (i), döviz kuru (e) ve brüt döviz rezervlerinin (r) ağırlıklı ortalama değişimleri alınmaktadır. Spekülatif baskı endeksi²⁴ aşağıda yer alan (4.1) no’lu formülle hesaplanmaktadır (Eichengreen, Rose ve Wyplosz, 1996: 21).

$$FBE_t = \frac{\frac{\Delta e_t}{e} - \mu_e}{\sigma_e} + \frac{\frac{\Delta i_t}{i} - \mu_i}{\sigma_i} + \frac{\frac{\Delta r_t}{r} - \mu_r}{\sigma_r} \quad (4.1)$$

$$\Delta e_t = \left(\frac{E_t - E_{t-1}}{E_{t-1}} \right) \Rightarrow \text{Döviz kurundaki \% değişim}$$

$$\Delta i_t = \left(\frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}} \right) \Rightarrow \text{TL Faiz oranındaki \% değişim}$$

$$\Delta r_t = \left(\frac{R_t - R_{t-1}}{R_{t-1}} \right) \Rightarrow \text{Brüt döviz rezervlerindeki \% değişim}$$

Döviz kurundaki ve TL faiz oranlarındaki % değişimdeki artış, brüt rezervlerdeki yüzde değişimdeki azalış FBE’nin büyümesine neden olmaktadır.

FBE = [\$/TL Nominal Döviz Kuru oranındaki % Değişim] + [TL Faiz Oranındaki % Değişim] – [Brüt Döviz Rezervlerdeki % Değişim]

FBE hesaplanırken öncelikle endekste yer alan her bir değişken standart hale getirildikten sonra modele alınmaktadır. Verilerin standartlaştırılması, gözlem değerlerinden aritmetik ortalamalarının çıkarılıp, standart sapmaya bölünmesiyle yapılmaktadır. FBE’yi oluşturan değişkenlerin ağırlıkları sabit alındığından, üç değişkene ait standartlaştırılmış değerlerin toplamı üçe bölünerek alınmaktadır.

²⁴ Literatürde Döviz Piyasası Baskı İndeksi veya Finansal Baskı Endeksi olarak geçmektedir.

Kriz dönemlerinin 0 ve 1 şeklinde kukla değişken olarak modele dahil edebilmek için FBE'nin belli bir eşik değerini aşıp aşmadığının belirlenmesi gerekmektedir. Eşik değerin hesaplanması için FBE'nin standart sapması kullanılmaktadır. İncelenen dönem için eşik değer (4.2) no.lu eşitlikteki gibi belirlenmektedir.

$$\text{Eşik Değer} = \mu + \alpha\sigma \quad (4.2)$$

Denklemden yer alan; μ : FBE'nin aritmetik ortalamasını, α : sabit bir katsayıyı ve σ : FBE'nin standart sapmasını temsil etmektedir. Hesaplanan FBE'nin aritmetik ortalamasına standart sapmanın belirli bir katsayıyla çarpılan değeri eklenmek suretiyle eşik değer hesaplanmaktadır. FBE, hesaplanan eşik değerden büyük olduğu durumda kriz olduğu kabul edilmekte ve bağımlı değişken $K=1$ değerini almakta, eşik değerden küçük olduğu durumda ise krizin olmadığı sonucu çıkarılarak, bağımlı değişken $K=0$ değerini almaktadır.

$$\text{FBE} \geq \text{Eşik Değer} (\mu + \alpha\sigma) \text{ ise } K=1, \text{ değilse } K=0 \text{ olur.}$$

Eşik değer hesaplanırken alınan α katsayısının kaç olacağı kriz dönemlerini belirlerken önem kazanmaktadır. Bu katsayı finansal kriz öngörüsü literatüründe 1,5 ile 3,5 arasında değişim gösteren sabit bir sayı olarak alınmaktadır. Diğer bir ifadeyle, hesaplanan endeks değerinin FBE'nin standart sapmasının α katına eşit ve ya fazla olması krizin varlığına işaret etmektedir. Bu çalışmada kriz aylarını ve dönemlerini belirlemek için kullanılacak olan eşik değerin hesaplanmasında $\alpha=1,5$ olarak alınmıştır.

$$\text{FBE} \geq \mu + 1,5\sigma \Rightarrow \text{Kriz Var, } K=1$$

$$\text{FBE} < \mu + 1,5\sigma \Rightarrow \text{Kriz Yok, } K=0$$

Hesaplanan FBE endeksinin farklı α katsayılarına göre eşik değeri aşan ve kriz bağımlı değişkeninin 1 değerini aldığı aylar Tablo 4.1'de gösterilmektedir.

Tablo 4.1 Farklı Standart Sapma Değerlerine Göre Kriz Ayları

1,5 σ ED= 0,990	2,0 σ ED=1,319	2,5 σ ED=1,649	3,0 σ ED=1,979
Mart 1992			
Ocak 1994			
Şubat 1994	Şubat 1994	Şubat 1994	Şubat 1994
Mart 1994	Mart 1994	Mart 1994	Mart 1994
Nisan 1994	Nisan 1994	Nisan 1994	
Ocak 1995	Ocak 1995	Ocak 1995	Ocak 1995
Kasım 1995			
Aralık 1995			
Eylül 2000	Eylül 2000	Eylül 2000	Eylül 2000
Aralık 2000	Aralık 2000	Aralık 2000	Aralık 2000
Mart 2001	Mart 2001	Mart 2001	Mart 2001
Nisan 2001	Nisan 2001		
Haziran 2001			
Ekim 2008	Ekim 2008		
Eylül 2011	Eylül 2011	Eylül 2011	
Ocak 2014	Ocak 2014	Ocak 2014	
Haziran 2018	Haziran 2018	Haziran 2018	
Ağustos 2018	Ağustos 2018	Ağustos 2018	
Eylül 2018			

Benzer şekilde hesaplanan FBE endeksinin farklı α katsayılarına göre eşik değeri aşan ve kriz bağımlı değişkeninin 1 değerini aldığı üç aylık dönemler ise Tablo 4.2’de gösterilmektedir.

Tablo 4.2 Farklı Standart Sapma Değerlerine Göre Kriz Dönemleri

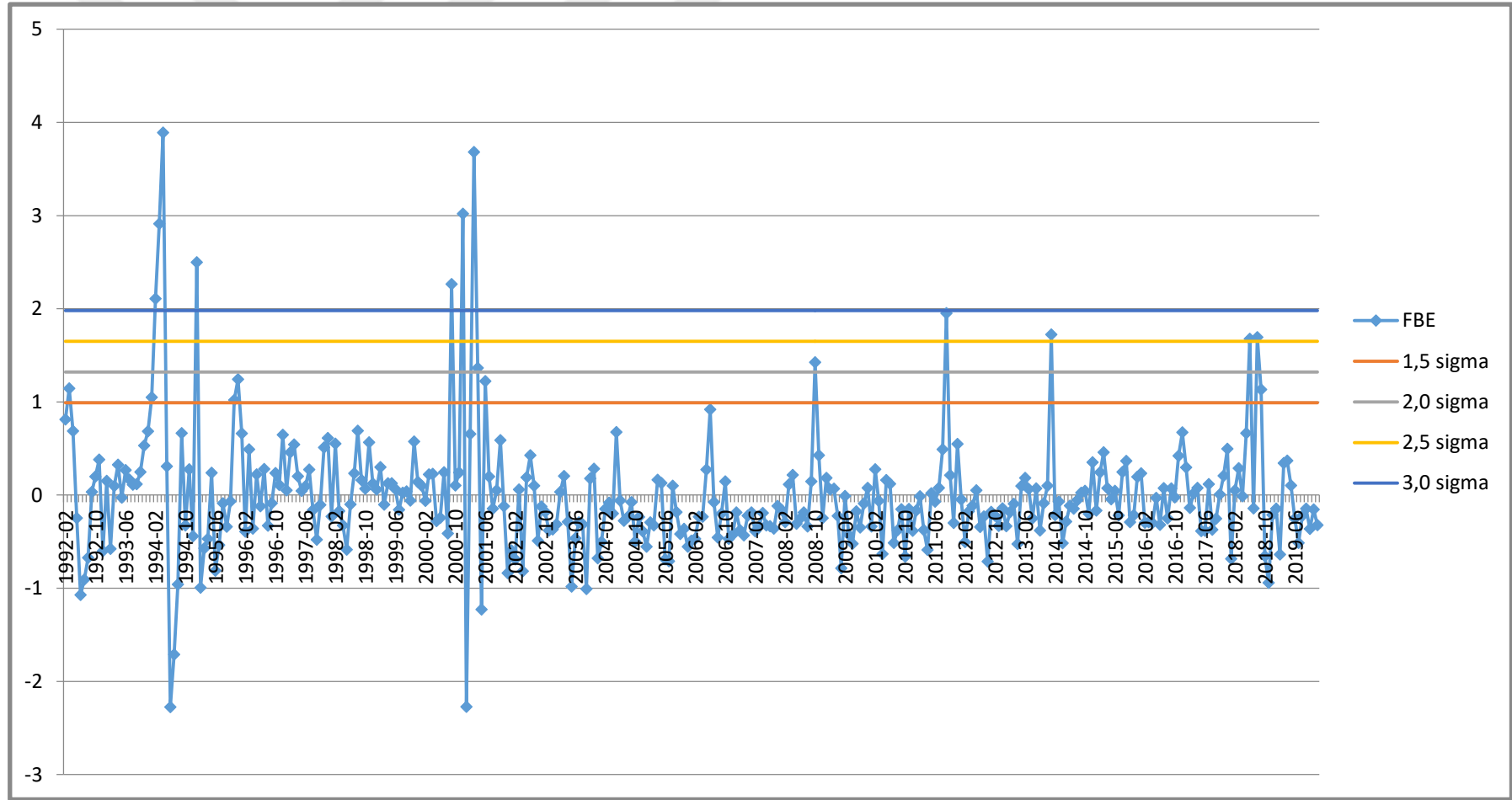
1,5 σ ED= 1,007	2,0 σ ED=1,343	2,5 σ ED=1,679	3,0 σ ED=2,014
1994: Q1	1994: Q1	1994: Q1	1994: Q1
1994: Q2	1994: Q2	1994: Q2	1994: Q2
1995: Q4			
2000: Q4	2000: Q4	2000: Q4	
2001: Q2	2001: Q2		
2011: Q4	2011: Q4		
2014: Q1	2014: Q1		
2018: Q3	2018: Q3	2018: Q3	

Tablo 4.1 ve Tablo 4.2’de de görüleceği üzere α katsayısı küçüldükçe eşik değer düşmekte ve daha fazla ay veya dönemde kriz kukla değişkeni 1 değerini almaktadır.

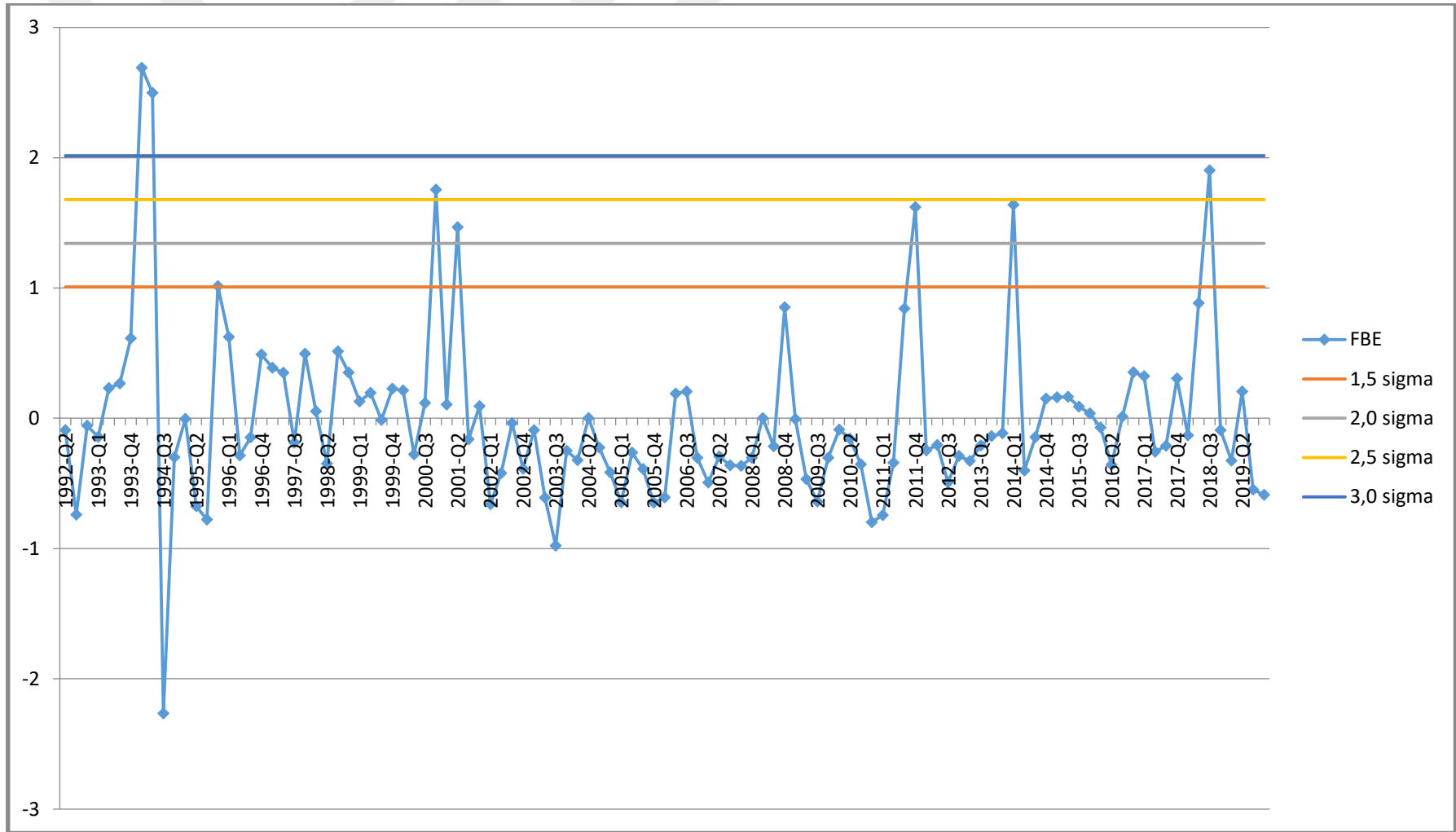
İncelenen ay veya dönem içerisinde yaşanan kriz dönemleri FBE ile belirlendikten sonra, ekonomide yaşanan bir kriz öncesinde sıra dışı davranış sergileyen ve literatürde öncü gösterge olarak kabul edilen makroekonomik büyüklüklerin izlenebilmesi artık mümkün bulunmaktadır (Karakayalı ve Sayın, 2011: 81).

Şekil 4.1’de 1992:01-2019:12 dönemi için aylık verilerle elde edilen FBE değerlerinin, şekil 4.2’de ise 1998:Q1-2019:Q4 dönemi için 3 aylık verilerle elde edilen FBE değerlerinin değişimi görülmektedir. Her iki şekilde de FBE’nin eşik değerleri aştığı aylar ve dönemler Türkiye’de finansal bir krizin yaşandığı ay veya dönem olarak analizde yer almaktadır.





Şekil 4.1 Aylık Hesaplanan Finansal Baskı Endeksi



Şekil 4.2 Üç Aylık Hesaplanan Finansal Baskı Endeksi

Eşik değerin hesaplanmasında standart sapma değeri küçültüldükçe kriz tanımı genişlemekte ve duyarlılığın artması nedeniyle kriz olarak gözüken durumları önceden haber verme başarımını yitirmektedir. Diğer taraftan çalışmada analiz bütün standart sapmalarla belirlenen dönemler için tekrarlanmış olup, en anlamlı sonuçları içermesi nedeniyle nihai olarak 1,5 standart sapma değeri kullanılmıştır.

Tablo 4.1’de görüldüğü gibi; Mart 1992, Ocak-Şubat-Mart-Nisan 1994, Ocak-Kasım-Aralık 1995, Eylül-Aralık 2000, Mart-Nisan-Haziran 2001, Ekim 2008, Eylül 2011, Ocak 2014, Haziran-Ağustos-Eylül 2018 aylarında, tablo 4.2’de görüldüğü gibi ise; 2000: Q4, 2001: Q2, 2011: Q4, 2014: Q1, 2018: Q3 dönemlerinde FBE, standart sapmanın 1,5 katını aşmaktadır. Bu nedenle, tespit edilen aylar ve dönemlerde finansal bir kriz olduğu öngörüsü kabul edilerek, endeks değerleri 0 ve 1’den oluşan iki değer içeren bağımlı değişkenli seriye dönüştürülmüş ve makroekonomik göstergelerin öncü gösterge olup olamayacağı sınanmaya çalışılmıştır.

4.2.2. Ekonometrik Yöntem

Ekonometrik modellerde yer alması düşünülen ve kalitatif değişimleri yansıtan bazı değişkenlerin genellikle sayısal değerleri bulunmamaktadır. Bununla beraber, bu türden bazı değişkenleri, kalitatif bir değişimin meydana gelip gelmediğine göre 0 ve 1 gibi sayısal değerlere dönüştürerek ifade etmek mümkün olabilmektedir (Özer, 2004: 1). Kalitatif bir değişimin meydana geldiği durumda değişkenin değeri “1”, değişimin olmadığı durumda ise “0” olarak alınabilmektedir. Dolayısıyla, 0 ve 1 gibi sayısal değerlerle ifade edilebilen ve kalitatif bir değişimi yansıtan değişkenlere “gölge”²⁵ (dummy) değişken denilmektedir (Uygur, 201: 106).

Gölge değişken, herhangi bir niteliksel özelliğin varlığını ve ya yokluğunu gösterdiği halde niceliksel tipteki bir bilgiyi temsil eden sayısal bir değişkendir. Bu şekilde niteliksel faktörler sayısal bir biçimde temsil edilerek, ekonometrik yöntemlerin kullanılmasını olanaklı kılmaktadır (Kip, 1997: 59).

²⁵ Kukla veya yapay değişken olarak da adlandırılabilen gölge değişkenler, literatürde nitel (qualitative), iki değerli (binary), iki uçlu (dichotomous), sınıf (categorical), gösterge (indicator) değişkenler gibi alması adları söz konusudur (Gujarati, 1999: 500).

Bağımlı değişkenin nitel bir değişken olduğu durumlarda, ekonometrik analizler için doğrusal olasılık, logit, probit veya tobit gibi farklı ekonometrik yöntemler kullanılmaktadır. Çalışmada kullanmış olduğumuz bağımlı değişkenin finansal kriz dönemlerini belirtmek üzere 1 ve 0 değerleri içerdiğinden model tahmininin doğrusal olasılık, logit, probit ve ya tobit analizlerinden birisi ile yapılması gerekmektedir.

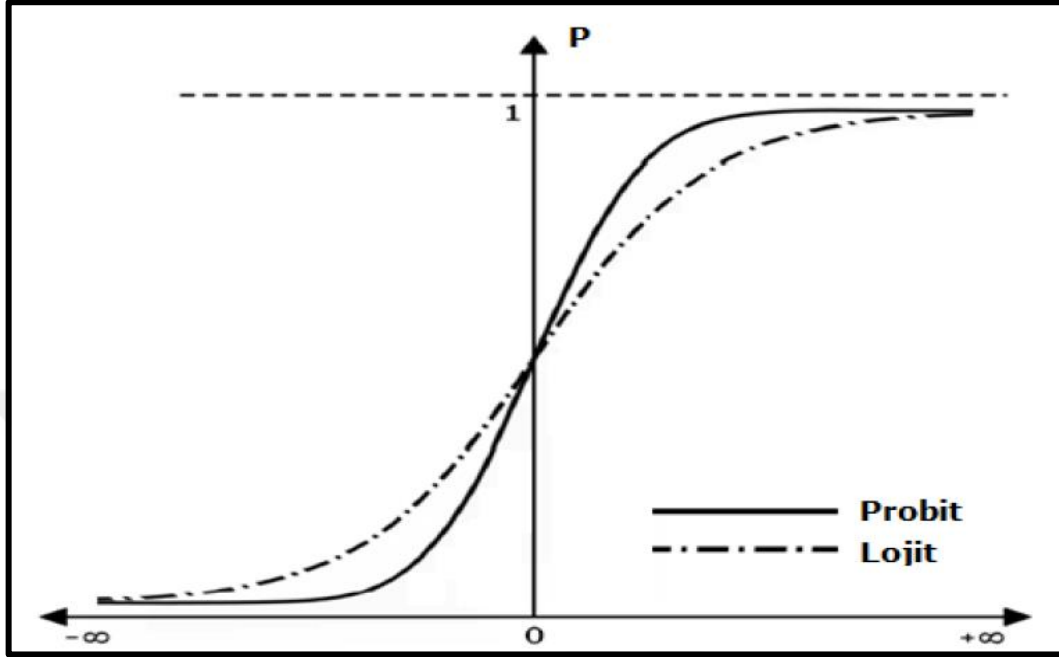
İkili bağımlı değişken modelleri Sıradan En Küçük Kareler (SEK) yöntemi ile tahmin edilebilir olsalar da (Doğrusal Olasılık Modelleri (DOM) olarak adlandırılır), iki tür zayıflığı nedeniyle DOM, bu tür modeller için tercih edilen bir tahmin yöntemi değildir. Yani DOM’de tahmin edilen olasılıklar, 0 ve 1 sınırları arasında yer almak zorunda değildir ve DOM tepki olasılığının açıklayıcı değişken seviyesiyle doğrusal hareket ettiğini varsaymaktadır. Olasılıktaki artış hızının bir noktadan sonra giderek azalması beklenmektedir (Gujarati, 2016: 246). Diğer taraftan lojistik regresyon analizlerinde, doğrusal regresyon analizindeki temel varsayımlar aranmadığından analize esneklik sağlamakta, bu nedenle daha fazla tercih edilmektedir.

DOM’de meydana gelen problemleri ortadan kaldırmak için ikili tepki fonksiyonlarının analizi için Logit ve Probit modeller geliştirilmiştir. Her iki modelde de DOM olasılıklarındaki doğrusal değişme varsayımı, çeşitli fonksiyonlar kullanılarak aşılmaktadır. Logit ve probit modelleri, sırasıyla lojistik ve normal dağılım fonksiyonlarının birikimli dağılım fonksiyonlarından (BDF) hareket edilerek oluşturulmaktadır (Karabulut, 2002: 140).

Modelin parametrelerini tahmin etmek için logit model lojistik dağılım kullanır. Görünürde doğrusal olmasa da, logit denilen bahis oranlarının logaritması, logit modeli parametrelere göre doğrusallaştırır. Logit modelin alternatifi probit modeldir. Probit modelin olasılık dağılımı normal dağılımdır (Gujarati, 2016: 246). Probit modelin doğrusal hale getirilebilmesi için normal BDF’nin tersi alındığı için, bağımlı değişken otomatik olarak 0 ve 1 arasında bir değer almaktadır (Gujarati, 1999: 708).

Şekil 4.3’de de görüldüğü üzere, Probit ve Logit modelleri birbirine oldukça benzemektedir ve elde edilen olasılık tahminleri birbirlerine yakın değerdedir. Aralarındaki en önemli fark, logit eğrinin daha kalın kuyruklu olması, yani eksenlere

probit eğrisinden daha geç yaklaşmasıdır. Logit modelde log-odds (olabilirlik oranları) kullanılırken, Probit modelde normal BDF kullanılmaktadır (Walck, 2007).



Şekil 4.3 Probit ve Logit Modelin Birikimli Dağılımları

Kaynak: Özer, 2004: 79.

Kuyruk kısımları hariç her iki BDF birbirine çok yakın olduğundan probit ve logit modelinden elde edilen sonuçlar, örneklem büyük olmadıkça birbirinden çok farklı olmayacaktır (Özer, 2004: 79).

Diğer taraftan, probit modelin doğrusal olmama özelliğine sahip olması nedeniyle finansal krizlerin tahmininde daha sağlıklı sonuçlar vermektedir. Literatürde yer alan çalışmalar incelendiğinde de, finansal krizlerin analizinde probit modelin daha sık kullanıldığı görülmektedir. Bu nedenle çalışmada, finansal krizlerin analizinde ve olasılıkların hesaplanmasında probit model kullanılmıştır.

4.2.2.1. Probit Model

Bağımlı değişken modelleri iki değerli olduğunda tercih modelleri, karar birimlerinin (bireyler, firmalar, hane halkları vb.) iki alternatif arasında bir tercih yapmakla karşı karşıya kaldıklarını ve seçimlerinin kendi özelliklerine bağlı olduğunu

varsayar, dolayısıyla böyle bir model bir karar biriminin sahip olduğu özellikleri ile belli bir tercihte bulunma olasılığı arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır (Özer, 2004: 61). Karar sürecinin olasılıklı yapısı hakkında geliştirilen varsayımlara dayalı olarak geliştirilen ikili tercih modellerinden, bağımlı değişkenin davranışını açıklamak için en yaygın biçimde kullanılan Birikimli Dağılım Modellerinden birisi Normal BDF'dir. Kümülatif normal dağılıma dayalı oluşturulan tercih modelleri, “*Probit Model*” veya “*Normit Model*” olarak adlandırılmaktadır (Akın, 2002: 600).

İstatistikte probit model, bağımlı değişkenin belirli bir durumun varlığı/yokluğu, bazı cihazların başarısı/başarısızlığı, ankette evet/hayır yanıtı, evli veya evli olmama gibi yalnızca iki değer alabildiği bir regresyon türüdür. Probit ismi olasılık ve birim kelimelerinden (**probability + unit**) türetilmiştir. Probit model, probit bağlantı işlevi kullanan sıralı veya ikili yanıt modeli için popüler bir belirtimdir. Bu model çoğunlukla standart maksimum olabilirlik yöntemi kullanılarak tahmin edilmekte ve böyle bir tahmine probit regresyonu adı verilmektedir (wikipedia.org, 28.07.2021).

Modelin amacı, belirli özelliklere sahip bir gözlemin kategorilerden belirli birine girme olasılığını tahmin etmektir. Ayrıca, gözlemleri tahmin edilen olasılıklarına göre sınıflandırmayı sağlayan bir tür ikili sınıflandırma modelidir. Probit model, ikili yanıt modelleri için popüler kullanılan bir tanımlamadır.

Doğrusal olasılık modelinde hata terimi normal olmayan dağılım gösterirken, logit modelde hata terimi lojistik dağılıma sahiptir. Probit modelde ise hata teriminin normal dağılımlı olduğu kabul edilmektedir. Genel olarak probit model, doğrusal olasılık modelindeki tahmini değerlerin sınırlı olmaması problemini gideren, P olasılık değerleri ile açıklayıcı değişkenler arasında ilişki kurmayı amaçlayarak, olasılık değerlerinin 0 ile 1 arasında kalmasını sağlayan bir tercih modelidir.

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

$$Y_i = 0 \text{ ise } P(Y = 0) = 1-P \quad (4.3)$$

Bu durumda, çalışmanın konusu olan finansal bir kriz olur ya da olmaz durumuna göre 0 ve 1 değerlerini alan bağımlı değişkene göre bu durumların ortaya çıkma olasılıkları;

$$P(Y_i = 1) = F(x, \beta)$$

$$P(Y_i = 0) = 1 - F(x, \beta) \quad (4.4)$$

olarak gösterilebilmektedir. Burada amaç, seçilecek bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken olan finansal krizlerin gerçekleşme olasılığına etkilerini tahmin etmektir. Formülizasyonda yer alan F parametreleri bağımsız değişkenlerdeki değişimin etkisini olasılığa yansıtmaktadır.

Spesifik olarak, modelin aşağıdaki formu aldığı varsayılmaktadır:

$$\Pr (Y=1|X) = \Phi (X'\beta) \quad (4.5)$$

Burada Pr olasılığı gösterirken, Φ standart normal dağılımın kümülatif dağılım fonksiyonudur. β parametreleri tipik olarak maksimum olabilirlik ile tahmin edilmektedir.

Probit modeli, gizli değişken modeli olarak hareket ettirmekte mümkündür. Yardımcı bir rastgele değişken olduğunu varsayarsak;

$$Y^* = X'\beta + \varepsilon \quad (4.6)$$

Burada $\varepsilon \sim N(0, 1)$. O zaman Y, bu gizli değişkenin pozitif olup olmadığının bir göstergesi olarak görülebilir:

$$Y = 1 \{ Y^* > 0 \} = \begin{cases} 1 & \text{Eğer } Y^* > 0, -\varepsilon < X'\beta, \\ 0 & \text{Aksi halde.} \end{cases} \quad (4.7)$$

İki modelin birbirine eşdeğer olduğu aşağıda görülmektedir:

$$\begin{aligned} \Pr (Y=1|X) &= \Pr (Y^* > 0) = \Pr (X'\beta + \varepsilon > 0) \\ &= \Pr (\varepsilon > -X'\beta) \\ &= \Pr (\varepsilon < X'\beta) \quad (\text{Normal uzaklığın simetrisi}) \\ &= \Phi (X'\beta) \end{aligned} \quad (4.8)$$

Oluşturulacak olan modelde finansal bir krizin meydana gelip gelmeyeceğine ilişkin olarak I_t^* gibi bir eşik değeri belirlendiği farzedildiğinde, bu durumda;

$I_i > I_i^*$ ise, Finansal bir kriz meydana gelebilir veya

$I_i \leq I_i^*$ ise Finansal bir kriz meydana gelmez, sonucu ortaya çıkmaktadır.

Normallik varsayımı verildiğinde, I_i^* 'in, I_i 'den küçük veya eşit olma olasılığı *standart normal kümülatif dağılım fonksiyonundan* (CDF²⁶) hesaplanabilmektedir (Gujarati, 2016: 243):

Normal dağılım varsayımıyla, I_i^* 'in, I_i 'den küçük veya eşit olma olasılığı,

$$P_i = \Pr (Y=1|X) = \Pr (I_i^* \leq I_i) = \Pr (Z_i \leq \beta X) = F (\beta X)' \text{ dir.} \quad (4.9)$$

Burada $\Pr (Y|X)$, X değişkenlerinin değerleri verildiğinde bir olayın gerçekleşme olasılığı anlamına gelirken, Z ise standart normal bir değişkendir (sıfır ortalama ve birim varyanslı normal bir değişken). F standart normal CDF olup, β parametreleri tipik olarak maksimum olabilirlik yöntemi ile tahmin edilmektedir. Mevcut durum için;

$$P_i = F (\beta X) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^{\beta X} e^{-z^2/2} dz = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^{b_0 + b_1 X_i} e^{-z^2/2} dz \quad (4.10)$$

olarak yazılabilmektedir. Standart CDF eğrisi $-\infty$ 'dan βX 'e kadar olan alanıyla ölçülmektedir. Mevcut durum için $F(\beta X)$ 'ye *probit fonksiyonu* (4.10) denilmektedir. Burada, $\pi=3,142$ ve Z standartlaştırılmış normal bir değişkendir, yani $Z \sim N(0,1)$ 'dir.

Bu modelde βX , $-\infty$ 'dan $+\infty$ 'a arttıkça P_i istenildiği gibi giderek daha yavaş (azalan oranda) artar ve P_i , 0 ile 1 arasında bir değer alır (Özer, 2004: 72). Her ne kadar βX fayda indeksi ile β 'lerin tahmini probit modelde bir hayli zor olsa da, bunları tahmin edebilmek için en çok olabilirlik yöntemi kullanılabilmektedir.

Probit modelin tahmini için en küçük kareler yöntemi uygun değildir. En çok benzerlik yöntemi ile probit modelinin parametrelerinin tutarlı tahminlerini elde etmek mümkündür (Tarı, 2008: 259). Probit modelin tahmini için benzerlik fonksiyonu,

²⁶ Eğer bir X değişkeni μ ortalamalı ve σ^2 varyanslı normal dağılım izliyorsa, olasılık yoğunluk fonksiyonu (PDF) $f(X) = \left(1/\sqrt{2\pi}\right) e^{-(X-\mu)^2/2\sigma^2}$ ve kümülatif dağılım fonksiyonu (CDF), $f(X_0) = \int_{-\infty}^{X_0} \left(1/\sqrt{2\pi}\right) e^{-(X-\mu)^2/2\sigma^2} dX$ şeklindedir. Burada X_0 , X'in belirli bir değeridir. $\mu=0$ ve $\sigma^2=1$ ise, elde edilen PDF ve CDF sırasıyla standart normal PDF ve CDF'yi temsil eder (Özer, 2004: 70).

$$L = \sum [Y_i \log F(\beta_0 + \beta_1 X_i) + (1 - Y_i) \log [1 - F(\beta_0 + \beta_1 X_i)]] \quad (4.11)$$

olacaktır. L'nin β_0 ve β_1 'e göre kısmi türevleri alınarak normal denklemler elde edilmektedir (Güriş, vd, 2013: 384). Probit modelin tahmininde logit modellerde olduğu gibi tartılı en küçük kareler yöntemi de kullanılabilmektedir. Bu durumda sadece tartı değişmektedir.

4.2.3. Ampirik Analiz

Ampirik analizde, bağımlı değişkenin 0 ve 1 gibi iki değer içeren gölge bir veri olması nedeniyle, sınırlı bağımlı değişken modellerinden probit model kullanılmıştır. Probit modelin analizde kullanılmasının nedeni, ekonometrik yöntem kısmında belirtildiği üzere probit modelin doğrusal olmama özelliğine sahip olması ve finansal krizlerin tahmininde daha etkin sonuçlar vermesidir.

Analizde kullanılan bağımsız değişkenler literatür taraması sonucunda özenle seçilmiş, analiz yapılacak dönemler için veri kaybı bulunmayan bütün değişkenler regresyona dahil edilerek, Türkiye’de yaşanan finansal krizler için öncü gösterge olup olamayacakları test edilmiştir. Diğer taraftan, işsizlik oranı değişkeninin öncü gösterge olup olmayacağı analize dahil edilmek istenilmiş, ancak, TÜİK’in yapmış olduğu açıklamada: “Yıllık verilerde; 2004 öncesi veriler ile 2004 ve sonrası verilerin, Dönemsel verilerde ise; 2005 öncesi veriler ile 2005 ve sonrası verilerin karşılaştırılmasının, 2014 Şubat döneminden itibaren Avrupa Birliğine tam uyumun sağlanması kapsamında yeni düzenlemelere geçildiği ve 2008 bazlı projeksiyonlara göre revize edilmiş dönemler bulunduğundan, belirtilen dönemlerin zaman serisi analizlerinde bir arada kullanmanın ve karşılaştırma yapmanın bütünüyle yanıltıcı olacağı” belirtilmiş olup, veri setinin aylık veriler için 1992:M01-2019:M12 dönemlerini, üç aylık veriler için 1998:Q1-2019:Q4 dönemlerini içermesi nedeniyle işsizlik oranı değişkeni ampirik analize dahil edilememiştir.

Regresyon analizlerinde kullanılan aylık değişkenler ve değişkenlerin nasıl tanımlandığı ile bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken ile aralarındaki ilişkilerin beklenen işaretleri tablo 4.3’te verilmiştir. Beklenen işaretin pozitif çıkması finansal kriz

çıkma olasılığı ile öncü gösterge arasında doğru yönlü, aksi durumda ters yönlü ilişkinin bulunduğunu göstermektedir.

Tablo 4.3 Analizde Kullanılan Aylık Değişkenler

Değişken		Uygulanan İşlem	Beklenti
REZ	Rezervler	Aylık % Değişim	-
RDK	Reel Döviz Kuru	Aylık % Değişim	+
BIST	Hisse Senedi Fiyatları	Aylık % Değişim	+
GBFO	Gecelik Borçlanma Faiz Oranı	% Oran	+
FEDFO	ABD Faiz Oranı	% Oran	+
EX	İhracat	Aylık % Değişim	-
IMP	İthalat	Aylık % Değişim	+
EXIMP	İhracatın İthalatı Karşılama Oranı	% Oran	-
CASF	Cumhuriyet Altını Satış Fiyatı	Aylık % Değişim	+
LASF	1 Ons Altının Londra Satış Fiyatı	Aylık % Değişim	+
M1	M1 Para Arzı	Aylık % Değişim	+
M2	M2 Para Arzı	Aylık % Değişim	+
KRDHCM	Mevduat Bankalarının Kredi Hacmi	Aylık % Değişim	+
IBS	İç Borç Stoklarından Tahvil	Aylık % Değişim	+
DBS	Dış Borç Stoğu	Aylık % Değişim	+
CID	Cari İşlemler Dengesi	Aylık % Değişim	-
DTD	Dış Ticaret Dengesi	Aylık % Değişim	-
DYY	Doğrudan Yabancı Yatırımlar	Aylık % Değişim	-
ENF	Enflasyon Oranı	% Oran	+
SUE	Sanayi Üretim Endeksi	% Oran	-
BRPET	Brent Petrol Fiyatları	Aylık % Değişim	+
BOG	Bileşik Öncü Göstergeler	% Oran	-
USDEND	Dolar Endeksi	% Oran	+

Probit model analizlerindeki modellemelerde kullanılabilmesi amacıyla öncelikle tüm değişkenlerin doğal logaritması alınarak, yapılan analizlerde bu logaritmik veriler kullanılmıştır. Tablo 4.4'te, finansal kriz öncü göstergesi olabilecek aylık değişkenlerin logaritmik değerlerine ilişkin tanımlayıcı istatistikleri verilmiştir.

Tablo 4.4 Analizde Kullanılan Aylık Değişkenlerin Logaritmik Değerlerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

	Ortalama	Medyan	Maksimum	Minimum	Std. Sapma	Çarpıklık	Basıklık
KRZ	0.056716	0	1	0	0.231646	3.832976	15.691710
LREZ	-1.395599	-1.405058	-0.495123	-2.302585	0.320716	-0.444126	4.437419
LRDK	-1.622346	-1.599893	-0.292810	-2.302585	0.241461	0.267426	6.701875
LBIST	-1.155143	-1.139325	0.224504	-2.302585	0.529740	-0.176123	2.550588
LGBFO	-0.568045	-0.278140	1.696991	-2.302585	0.619145	-0.344934	3.558323
LFEDFO	-0.708322	-0.406177	0.225545	-2.302585	0.513558	-1.202262	3.654495
LEX	-0.913725	-0.868051	-0.084860	-2.302585	0.358852	-1.334838	6.088115
LIMP	-0.931579	-0.867227	-0.019642	-2.302585	0.416514	-1.142253	4.974540
LEXIMP	-1.470148	-1.448448	-0.405848	-2.302585	0.375368	-0.144954	3.023469
LCASF	-1.601927	-1.602313	-0.683351	-2.302585	0.254996	0.116914	4.419500
LLASF	-1.661651	-1.600187	-0.889546	-2.302585	0.258071	-0.613756	3.151733
LM1	-1.551867	-1.578053	-0.140470	-2.302585	0.354911	0.217368	3.707261
LM2	-1.688670	-1.720104	-0.204795	-2.302585	0.285912	0.543073	4.443425
LKRDHCM	-1.719366	-1.745629	-0.866355	-2.302585	0.240694	0.153716	3.949326
LIBS	-1.805582	-1.997016	-0.362406	-2.302585	0.400454	1.058972	3.239981
LDBS	-1.953576	-1.943212	-0.987393	-2.302585	0.156317	0.474335	6.620215
LCID	3.631554	3.356851	5.989430	-2.302585	0.749581	-4.157404	36.191570
LDTD	1.343293	1.503094	2.411825	-2.302585	0.828416	-2.605114	12.166460
LDYY	-0.927532	-0.861502	-0.001821	-2.302585	0.410946	-1.146651	5.104776
LENF	2.734321	3.014309	4.264087	-2.302585	0.922462	-3.478549	16.811940
LSUE	-1.132614	-1.097508	-0.508318	-2.302585	0.326981	-1.345402	5.628897
LBRPET	-0.991692	-0.940756	-0.179894	-2.302585	0.353761	-1.563080	6.341329
LBOG	-2.187682	-2.187338	-2.053391	-2.302585	0.048300	-0.257329	2.859923
LUSDEND	-1.888754	-1.877387	-1.382040	-2.302585	0.174475	-0.189954	2.865354

Regresyon analizlerinde kullanılan 3 aylık değişkenler ve değişkenlerin nasıl tanımlandığı ile bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken ile aralarındaki ilişkilerin beklenen işaretleri tablo 4.5'te verilmiştir.

Tablo 4.5 Analizde Kullanılan 3 Aylık Değişkenler

Değişken		Uygulanan İşlem	Beklenti
REZ	Rezervler	3 Aylık % Değişim	-
RDK	Reel Döviz Kuru	3 Aylık % Değişim	+
BIST	Hisse Senedi Fiyatları	3 Aylık % Değişim	+
EXP	İhracat	3 Aylık % Değişim	-
IMP	İthalat	3 Aylık % Değişim	+
EXIMP	İhracatın İthalatı Karşılama Oranı	% Oran	-
CASF	Cumhuriyet Altını Satış Fiyatı	3 Aylık % Değişim	+
ONSLSF	1 Ons Altının Londra Satış Fiyatı	3 Aylık % Değişim	+
M1	M1 Para Arzı	3 Aylık % Değişim	+
M2	M2 Para Arzı	3 Aylık % Değişim	+
KRDHCM	Mevduat Bankalarının Kredi Hacmi	3 Aylık % Değişim	+
IBS	İç Borç Stoklarından Tahvil	3 Aylık % Değişim	+
KVDB	Kısa Vadeli Dış Borç Stoğu	3 Aylık % Değişim	+
CID	Cari İşlemler Dengesi	3 Aylık % Değişim	-
DYYGSYH	Doğrudan Yabancı Yatırımların GSYH'ye Oranı	% Oran	-
ENF	Enflasyon Oranı	% Oran	+
BOG	Bileşik Öncü Göstergeler	% Oran	-
TKKGSYH	Toplam Kredi Kullanımının GSYH'ye Oranı	% Oran	+
M1GSYH	M1'in GSYH'ye Oranı	% Oran	+
M2GSYH	M2'nin GSYH'ye Oranı	% Oran	+
REZGSYH	Toplam Rezervlerin GSYH'ye Oranı	% Oran	-
IBSGSYH	İç Borç Stoğunun GSYH'ye Oranı	% Oran	+
KRDGSYH	Finans dışı özel sektörün toplam kredi kullanımının GSYH'ye Oranı	% Oran	+
KVDBREZ	Kısa Vadeli Dış Borçların Rezervlere Oranı	% Oran	+
KVDBEX	Kısa Vadeli Dış Borçların İhracata Oranı	% Oran	+
KVDBGSYH	Kısa Vadeli Dış Borcun GSYH'ye Oranı	% Oran	+

Tablo 4.6’da, finansal kriz öncü göstergesi olabilecek 3 aylık değişkenlerin logaritmik değerlerine ilişkin tanımlayıcı istatistikleri verilmiştir.

Tablo 4.6 Analizde Kullanılan 3 Aylık Değişkenlerin Logaritmik Değerlerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

	Ortalama	Medyan	Maksimum	Minimum	Std. Sapma	Çarpıklık	Basıklık
KRIZ	0.057471	0	1	0	0.23409	3.802759	15.46098
LREZ	3.006656	3.676423	3.987773	-2.302585	1.449832	-2.643738	9.38632
LRDK	2.04654	2.575188	3.646439	-2.302585	1.248241	-2.573489	9.243161
LBIST	1.587695	2.158291	3.879651	-2.302585	1.50846	-1.763329	4.992618
LEXP	2.373063	2.692856	3.718122	-2.302585	1.61158	-1.913211	6.048874
LIBS	2.761275	3.4631	4.833805	-2.302585	1.973213	-1.265806	3.474742
LEXIMP	-1.59769	-1.536162	-0.680909	-2.302585	0.452681	-0.028922	2.165194
LCASF	2.552907	2.866775	5.891075	-2.302585	1.395981	-1.970905	8.695467
LONLSF	3.513504	3.938431	4.24943	-2.302585	1.47333	-3.402088	13.17153
LM1	2.8363	4.483204	5.309371	-2.302585	2.256607	-0.953535	2.702199
LM2	1.726816	2.296775	4.130282	-2.302585	1.263467	-2.140101	7.542882
LKRDHCM	1.086527	0.943701	3.710114	-2.302585	1.483325	-0.135129	3.837679
LKVDB	3.269784	3.496137	4.353947	-2.302585	0.917678	-5.183977	32.03483
LCID	0.801611	0.891974	4.480544	-2.302585	1.010418	-1.147508	8.065605
LDYGSYH	-0.785379	-0.57062	-0.234628	-2.302585	0.531796	-1.482278	4.614179
LENF	0.737502	0.765468	2.94136	-2.302585	1.343841	-0.634517	3.043739
LBOG	-2.080834	-2.096298	-1.831849	-2.302585	0.110392	-0.166273	2.862694
LTKKGSYH	2.112053	2.533697	2.97553	0.587787	0.864157	-0.683255	1.821148
LM1GSYH	-1.177587	-1.002153	-0.470838	-2.193866	0.538418	-0.493561	1.724518
LM2GSYH	0.238063	0.535805	0.818506	-0.816498	0.515826	-0.602418	1.64604
LREZGSYH	-7.833859	-7.835748	-7.561776	-8.222558	0.140427	-0.368085	3.331541
LIBSGSYH	-0.118093	-0.031489	0.428166	-1.386986	0.376183	-1.190662	4.875532
LKRDGSYH	0.680972	0.711631	1.14669	-0.14705	0.32527	-0.644365	2.648893
LKVDBREZ	-0.037254	-0.029459	0.586872	-0.599404	0.295559	0.030009	2.106992
LKVDBEX	-0.8111	-0.873493	-0.262902	-1.241205	0.287145	0.309292	1.755209
LIMP	2.218753	2.708816	4.333234	-2.302585	1.636002	-1.722714	5.252067
LKVDBGSYH	-7.871113	-7.931263	-7.283057	-8.447903	0.326458	0.190938	1.753697

4.2.3.1. Verilerin Durağanlaştırılması

Zaman serilerini içeren regresyon analizlerindeki önemli bir varsayımlardan biri, incelenen zaman serisinin durağan olmasıdır. Bir zaman serisinin ortalaması zaman içerisinde sistematik bir değişim göstermezse, zaman serisi durağan olarak nitelendirilir. Durağan olmayan bir zaman serisinin ortalaması gibi varyansı da zamana bağlı olacaktır.

Genel olarak ifade edildiğinde; değişkenin ortalaması ve varyansı zaman içerisinde sabitse ve iki dönem arasındaki kovaryans değeri bu kovaryansın hesaplandığı asıl döneme değil de, sadece iki dönem arasındaki uzaklığa ya da açıklığa bağlıysa zaman serisi durağandır (Gujarati, 2016: 319). Finansal ve iktisadi zaman serileri genellikle durağan olmaz, artış trendi gösterirler. Bu durumda serinin birinci farkı ve ya ikinci farkı alınarak durağanlaştırıldığı görülür.

Bir zaman serisinin durağan olup olmamasından neden endişe duymalıyız? İlk olarak, eğer bir zaman serisi durağan değilse o zaman serisinin davranışını ancak ele alınan dönem için incelenebilir. Dolayısıyla her bir zaman serisi özel bir dönem olacak ve bunu başka dönemlere genelleştirmek mümkün olmayacaktır.

İkincisi, eğer iki ya da daha çok durağan olmayan zaman serisi varsa, bu zaman serilerini içeren regresyon analizi *sahte* ve ya *anlamsız regresyon* olgusuna yol açabilecektir. Yani durağan olmayan bir zaman serisinin regresyonunu aldığınızda yüksek bir R^2 değeri elde edilebilir ve t ve F testlerine bağlı olarak regresyon katsayılarının bazıları ya da tamamı istatistiksel olarak anlamlı çıkabilir. Ancak, bu testler durağan olmayan zaman serileri durumunda güvenilir değildir, çünkü dayandıkları zaman serilerinin durağan olduklarını varsayarlar.

Bir zaman serisinin durağan olup olmadığını incelemenin temel olarak üç yolu bulunmaktadır: i. Grafik analizi, ii. Korelogram, iii. Birim kök analizi.

Bir serinin uzun dönemde sahip olduğu özellik sahip olduğu özellik, bir önceki dönemde değişkenin aldığı değeri, bu dönemi ne şekilde etkilediğinin belirlenmesiyle ortaya çıkartılabilmektedir. Bunun için birim kök analizi yöntemleri ile serilerin durağanlığı sınanmaktadır.

Çalışmada kullanılan serilerin durağan olup olmadıklarının test edilmesinde sıklıkla kullanılmakta olan birim kök testlerinden *Genişletilmiş Dickey – Fuller (ADF) testi* kullanılmıştır. Genişletilmiş Dickey-Fuller sınaması test denklemi;

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \alpha_i \sum_{i=1}^m \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (4.12)$$

Test istatistiği negatif değerden daha negatif ise H_0 hipotezi reddedilir. Yani serinin birim kökü yoktur. Test istatistiği kritik değerden daha negatif değilse seriye birinci mertebeden fark alma işlemi uygulanarak, serinin ikinci birim kökü araştırılır (Yıldırırtan, 2011: 247).

Bu nedenle, değişkenlerin regresyon analizine dahil edilmeden önce durağanlık seviyelerinin belirlenmesi amacıyla ilk olarak zaman yolu grafikleri çizilmiştir. Ek-2 ve Ek 3’te verilen zaman yolu grafikleri ile değişkenlerin durağan olup olmadıklarına dair önsel bir yorum yapılabilmektedir.

Zaman yolu grafikleri ile önsel yorumu yapılan değişkenlerin durağanlık seviyelerinin daha net olarak belirlenebilmesi için durağanlık analizi kullanılmaktadır. Öncelikle, aylık ve üç aylık değişkenlerin ham değerlerinin durağanlığı araştırılmış, daha sonra serilerin doğal logaritması alınarak varyansı stabilize edildikten sonra durağanlık testleri tekrar yapılmıştır. Bu bağlamda, probit regresyon analizinde kullanılacak olan logaritmik değişkenlerin durağanlık seviyelerinin belirlenmesi amacıyla, aylık belirlenen değişkenlerden nihai modelde yer alan değişkenlere ait ADF test sonuçları tablo 4.5’de verilmiştir. Literatür taraması sonucunda finansal kriz öncü göstergesi olabilecek bütün aylık değişkenlere ilişkin ADF test sonuçları Ek-4’de yer almaktadır.

Tablo 4.7 Logaritmik Aylık Verilere İlişkin ADF Durağanlık Analizi Sonuçları

Değişken	ADF (Sabitsiz)		ADF (Sabitli)		ADF (Sabitli ve Trendli)	
	Düzey	1. Fark	Düzey	1. Fark	Düzey	1. Fark
BIST	0.202730 (0.7446)	-12.95611 (0.0000)	-1.602320 (0.4802)	-12.97100 (0.0000) *	-17.98333 (0.0000)	-12.96293 (0.0000)
CID	-1.089158 (0.2501)	-14.42020 (0.0000)	-2.647752 (0.0845)***	-14.42098 (0.0000)	-13.56319 (0.0000)	-13.56319 (0.0000)

DTD	-1.157847 (0.2252)	-12.04123 (0.0000)	0.647934 (0.9908)	-12.16037 (0.0000) *	-6.616499 (0.0000)	-12.25928 (0.0000)
ENF	-1.113044 (0.2413)	-9.738288 (0.0000)	3.133049 (1.0000)	-9.941344 (0.0000) *	1.865113 (1.0000)	-10.43116 (0.0000)
GBFO	0.184826 (0.7393)	-15.09035 (0.0000)	-0.923634 (0.7801)	-15.12760 (0.0000) *	-2.818118 (0.1918)	-15.14387 (0.0000)
BOG	0.516518 (0.8268)	-11.76270 (0.0000)	-3.012998 (0.0347) **	-11.76343 (0.0000)	-6.140810 (0.0000)	-11.75878 (0.0000)
REZ	0.979910 (0.9136)	-12.14714 (0.0000)	-4.114556 (0.0011) *	-12.21642 (0.0000)	-7.228545 (0.0000)	-12.21566 (0.0000)

NOT: *, ** ve *** parametre tahminlerinin sırasıyla %1, %5 ve %10 güvenlik düzeyinde anlamlı olduklarını, parantez içerisindeki değerler ise olasılık değerlerini göstermektedir.

Tablo 4.5’te verilen sonuçlar değerlendirildiğinde CID, BOG, REZ değişkenlerinin seviye değerlerinde, BIST, DTD, ENF ve GBFO değişkenlerinin ise birinci farkı alındığında durağanlaştıkları görülmektedir.

Analizde kullanılacak olan logaritmik değişkenlerin durağanlık seviyelerinin belirlenmesi amacıyla, 3 aylık belirlenen değişkenlerden nihai modelde yer alan değişkenlere ait ADF test sonuçları tablo 4.6’da verilmiştir. Literatür taraması sonucunda finansal kriz öncü göstergesi olabilecek bütün aylık değişkenlere ilişkin ADF test sonuçları Ek-5’de yer almaktadır.

Tablo 4.8 Logaritmik 3 Aylık Verilere İlişkin ADF Durağanlık Analizi Sonuçları

Değişken	ADF (Sabitsiz)		ADF (Sabitli)		ADF (Sabitli ve Trendli)	
	Düzye	1. Fark	Düzye	1. Fark	Düzye	1. Fark
DYYGSYH	2.248105 (0.9938)	-0.846295 (0.3462)	2.183501 (0.9999)	-2.448942 (0.1322)	0.946130 (0.9998)	-3.320157 (0.0709)
ENF	-1.674837 (0.0887)	-9.549502 (0.0000)	-4.137304 (0.0014) *	-9.667336 (0.0000)	-6.727600 (0.0000)	-9.634174 (0.0000)
EXPIMP	-0.454829 (0.5152)	-8.999241 (0.0000)	-2.807803 (0.0613)***	-8.954223 (0.0000)	-3.958408 (0.0137)	-8.919464 (0.0000)
M2GSYH	-0.458938 (0.5134)	-0.458938 (0.5134)	-1.198668 (0.6718)	-3.525831 (0.0096) *	-1.809721 (0.6911)	-3.527330 (0.0430)

REZ	-1.139684 (0.2299)	-16.13775 (0.0000)	-0.688614 (0.8433)	-16.15871 (0.0001) *	-2.023799 (0.5799)	-16.28546 (0.0000)
KRDHCM	-2.178337 (0.0291)	-15.87075 (0.0000)	-2.003153 (0.2851)	-15.89926 (0.0001) *	-2.866777 (0.1785)	-15.81009 (0.0000)
KVDB	-1.090942 (0.2475)	-8.813176 (0.0000)	-5.763368 (0.0000) *	-8.800054 (0.0000)	-6.917423 (0.0000)	-8.795948 (0.0000)

NOT: *, ** ve *** parametre tahminlerinin sırasıyla %1, %5 ve %10 güvenlik düzeyinde anlamlı olduklarını, parantez içerisindeki değerler ise olasılık değerlerini göstermektedir.

Tablo 4.6’da verilen sonuçlar incelendiğinde ise; ENF, EXPIMP ve KVDB değişkenlerinin seviye değerlerinde, M2GSYH, REZ ve KRDHCM değişkenlerinin ise birinci farkı alındığında, DYYGSYH değişkeni ise ikinci farkı alındıktan sonra durağanlaştıkları görülmektedir. Nihai modelde yer alan DYYGSYH değişkeninin ikinci farkına ait ADF test sonuçları tablo 4.7’de verilmektedir.

Tablo 4.9 ADF Durağanlık Analizi 2. Fark Analiz Sonuçları

ADF (Sabitli)			
	Düzye	1. Fark	2. Fark
DYYGSYH	2.183501 (0.9999)	-2.448942 (0.1322)	-8.690326 (0.0000) *

Literatürde verilerin durağanlığının sağlanabilmesi için logaritma alma, fark alma, filtreleme ve trendden arındırma gibi yöntemler önerilmektedir. Bu bağlamda çalışmada yer alan verilerin durağanlığının sağlanabilmesi için öncelikle verilerin doğal logaritmaları alınmış, seviye değerlerinde durağan olan veriler analize dahil edilirken, diğer verilerin ise farkları alınıp durağanlaştıktan sonra analize dahil edilmiştir.

4.2.3.2. Probit Model Tahmin Sonuçları

Modelde kullanılacak değişkenlerin seviye düzeyde durağan olmayanlar için fark işlemleri yapılarak, serilerin durağanlıkları sağlanmıştır. Serilerin durağanlıkları sağlandıktan sonra gerek verilerin ham değerleri ile gerekse logaritmaları alındıktan sonra elde edilen veriler kullanılarak, kriz öncü göstergelerini belirlemek amacıyla çeşitli modeller oluşturulmuştur. Oluşturulan modeller aracılığıyla Türkiye’de kriz yaşanan aylar ve dönemlerde, belirlenen açıklayıcı değişkenlerin öncü gösterge olup olamayacağı belirlenmeye çalışılmıştır.

Oluşturulan modellerin uygunluklarının değerlendirilmesinde ilk ölçüt olarak *Akaike Bilgi Ölçütü* (AIC) kullanılmıştır. AIC ölçütü, iki ya da daha çok modelin karşılaştırılmasında kullanılmaktadır. Genellikle en düşük AIC’li model en uygun model olarak seçilmektedir. AIC ölçütü bir regresyon modelinin hem örneklem hem de örneklem dışı öngörü performansında kullanılır (Gujarati, 2016: 91).

Diğer bir ölçüt olarak AIC ölçütünün alternatifi olan *Schwarz Bilgi Ölçütü* (SIC) kullanılmıştır. Tıpkı AIC gibi SIC değeri ne kadar düşüğe model o kadar iyidir. Ayrıca SIC’te, AIC gibi bir modelin örneklem içi ve örneklem dışı öngörü performansını karşılaştırmak için kullanılır (Gujarati, 2016: 92).

Tahmin edilen modellerin genel uygunluklarının değerlendirilmesinde kullanılan diğer bir uygunluk testi de R^2 analizidir. Bilindiği üzere R^2 ile ifade edilen belirleme katsayısı, tahmin edilen regresyon doğrusunun uyum iyiliğinin bir ölçüsüdür. Yani, Y bir bağımlı değişkendeki toplam değişkenliğin, bütün açıklayıcı değişkenler tarafından açıklanan oranını ya da yüzdesini vermektedir. R^2 , 0 ile 1 arasında bir değer alır ve 1’e yaklaştıkça uyum iyileşir.

Logit ve probit modellerde, R_{MCF}^2 olarak adlandırılan *McFadden R^2* ’si gibi, yapay R^2 denilen ve R^2 ’ye benzer ölçüler kullanılmaktadır. Klasik R^2 gibi R_{MCF}^2 de, 0 ile 1 arasında yer almaktadır. McFadden R^2 ’si modelde yer alan açıklayıcı değişkenlerin modele yaptığı katkıyı vermektedir.

Çalışmada, tablo 4.3 ve tablo 4.4’te verilen değişkenler kullanılarak çeşitli modeller oluşturulmuş, oluşturulan modellerden AIC ve SIC değeri en küçük, McFadden

R^2 ise en büyük olan model, en uygun nihai model olarak belirlenmiştir. Buna göre, en anlamlı sonuçları veren aylık ve üç aylık değişkenlere ilişkin nihai modeller tablo 4.10 ve 4.12’de verilmiştir.

Tablo 4.10 Probit Model Tahmin Sonuçlarına Göre Kriz Öncü Göstergeleri (Aylık)

Değişken	Katsayı	Standart Hata	z-İstatistiği	Olasılık Değeri
C	-169.3858	64.89064	-2.610328	0.0090
LCID	3.060137	1.396710	2.190961	0.0285
LGBFO	14.67946	5.497134	2.670385	0.0076
LREZ	-19.84926	7.832259	-2.534296	0.0113
LBOG	-61.33388	23.78902	-2.578243	0.0099
LDTD	-2.102204	0.799249	-2.630224	0.0085
LBIST	4.708450	2.146774	2.193267	0.0283
LENF	0.905304	0.522712	1.731936	0.0833
McFadden R-squared	0.895828	Mean dependent var		0.056886
S.D. dependent var	0.231973	S.E. of regression		0.086117
Akaike info criterion	0.093388	Sum squared resid		2.417663
Schwarz criterion	0.184673	Log likelihood		-7.595817
Hannan-Quinn criter.	0.129785	Deviance		15.19163
Restr. deviance	145.8327	Restr. log likelihood		-72.91637
LR statistic	130.6411	Avg. log likelihood		-0.022742
Prob(LR statistic)	0,000000			

Fonksiyon Denklemi: $KRZ = -169.385824484 + 3.06013668505 * LCID + 14.679461953 * LGBFO - 19.8492627367 * LREZ - 61.3338827287 * LBOG - 2.10220369925 * LDTD + 4.70844993922 * LBIST + 0.905303757841 * LINF$

Tablo 4.10’da aylık değişkenlerden oluşturulan modele göre Mc Fadden R^2 değeri (0.895828) modelin açıklama gücünün yüksek olduğunu göstermektedir. Modelin uyum iyiliği göstergesi olan LR istatistiğinin (130.6411) olasılık değeri $0.00 < 0.05$ olduğundan, model istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur.

Aylık probit model sonuçları değerlendirildiğinde, kriz bağımlı değişkeni ile cari işlemler dengesi, gecelik borçlanma faiz oranı, Merkez Bankası rezervleri, bileşik öncü göstergeler, dış ticaret dengesi, hisse senetleri fiyat endeksi ve enflasyon değişkenleri ile arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki mevcut olduğu görülmektedir (LGBFO, LREZ, LBOG ve LDTD %1 anlam düzeyinde, LCID ve LBIST %5 anlam düzeyinde, LENF ise %10 anlam düzeyinde ekonometrik olarak anlamlı ilişki bulunmuştur.).

Merkez Bankası rezervleri, bileşik öncü göstergeler ve dış ticaret dengesi değişkenlerinde meydana gelen artışlar kriz meydana gelme olasılığını azaltırken, cari işlemler dengesi, gecelik borçlanma faiz oranı, hisse senetleri fiyat endeksi ve enflasyon değişkenlerinde meydana gelen artışlar ise kriz olma olasılığını artırmaktadır.

Cari işlemler dengesinin bozulması, ekonominin dış finansman ve döviz rezervlerine olan ihtiyacı artırmakta ve böyle bir durum ülke ekonomisinin spekülatif bir saldırıya açık hale getirmektedir. Dolayısıyla cari işlemler dengesinde meydana gelen bozulmalar, finansal bir kriz meydana gelme olasılığını artırmaktadır.

Faiz oranları, ekonomide yatırımcılar ve tasarruf sahipleri arasında olduğu kadar finans ve reel ekonomik faaliyet arasında da kilit bir rol oynamaktadır. Piyasa faiz oranları, kredi arz ve talebinin etkileşiminin bir sonucu olarak belirlenmektedir. Hem işletmeler için likidite fiyatını hem de tüketiciler ve tasarruf sahipleri tarafından şimdiki tüketime karşı gelecekteki tüketim tercihlerini temsil etmekte ve hanelerin ve bireylerin ekonomik çıkarları arasında önemli bir bağlantı oluşturmaktadır. Öncelikle yüksek faiz oranları, borçlu durumundaki şirketlerin bilançolarını bozulmasına yol açarak, geri dönmeyen kredilerin artmasına ve bankacılık kesiminde önemli tahribatlara neden olmaktadır.

Diğer taraftan yüksek faiz oranları, kısa vadeli kar elde etmek için ülkeye yönelik fon (veya sermaye) akışlarına yol açmaktadır. Sıcak paranın çok hızlı bir şekilde piyasaların içine ve dışına yönelik hareket etme kabiliyeti nedeniyle potansiyel olarak piyasada istikrarsızlığa yol açabilmektedir. Her zaman olabilecek olan ani sıcak para çıkışları varlık fiyatlarını düşürecek ve ülkenin para biriminin değer kaybetmesine neden olarak finansal bir krize neden olabilecektir. Dolayısıyla faiz oranlarında meydana gelen

artışlar finansal kriz olma olasılığını artırıcı yönde etki eden önemli bir kriz öncü göstergesidir.

MB rezervleri, hem yurt dışında hem de yurt içinde yerleşik kişilerle döviz üzerinden gerçekleştirilen işlemlerin tümünü yansıtan önemli bir kriz öncü göstergesidir. Ayrıca döviz rezervlerinin hem miktarı hem de niteliği krizin boyutlarını anlama ve krizin olumsuz etkisini azaltma noktasında önemli bir strateji geliştirme aracıdır. MB rezervleri, muhtemel bir finansal krizde MB'nin piyasaya müdahale gücünü belirlemektedir. Düşük rezerv miktarının kriz riskini artırdığı bilinmektedir. Uluslararası rezervlerdeki azalması, ülkeyi spekülatif bir saldırıya açık hale getirecek ve böyle bir durum ise rezervlerin erimesi, yerel paranın devalüe edilmesi veya uygulanmakta olan kur politikasına göre döviz kurunun dalgalanmaya bırakılması gibi durumlara yol açarak finansal bir kriz olma ihtimalini artıracaktır. Dolayısıyla MB rezervlerindeki artışlar finansal kriz olma olasılığını azaltıcı yönde etki eden önemli bir öncü göstergedir.

Ekonomik faaliyetlerdeki dalgalanmaları tahmin etmeye yönelik geliştirilen ve MB tarafından her ay açıklanan bileşik öncü göstergeler endeksi, ekonomik aktivitedeki dalgalanmaları önceden belirleyebilmek amacıyla geliştirilen oldukça önemli bir göstergedir. Bileşik öncü göstergeler endeksinde meydana gelen artışlar finansal kriz olma olasılığını azaltıcı yönde etki eden kriz öncü göstergesidir.

Dış ticaret dengesi yurtiçinde yerleşik kişiler ile yurt dışında yerleşik kişiler arasında gerçekleştirilen ve gümrüklerden geçen malların, ihracat ve ithalat tutarları arasındaki farktır. İhracatın ithalattan fazla olması durumunda dış ticaret fazlası, aksi bir durumda ise dış ticaret açığı oluşmaktadır. Dış ticaret dengesinde meydana gelen artışlar finansal kriz olma olasılığını azaltıcı yönde etki eden finansal kriz öncü göstergesidir.

Beklentilere ve ekonomideki yapısal değişimlere aşırı duyarlı olan BIST endeksinin, kriz dönemlerinde ortaya çıkan güvensizlik ortamı nedeni ile azalma eğilimi göstermektedir. Bu nedenle finansal bir kriz meydana gelme olasılığını öngörmek açısından, borsa endekslerindeki anlamlı düşüşler, finansal krizleri öngörmeye önemli bir öncü gösterge olabilmektedir. Ancak nihai model olarak belirlemiş olduğumuz probit model analizi sonucuna göre, BIST endeksindeki artışlar finansal kriz olma olasılığını artırıcı yönde etki edeceği sonucuna ulaşılmıştır. Bu durum şöyle açıklanabilmektedir.

Finansal krizler genellikle varlık fiyatlarında balon gibi görünen şeyleri takip etmektedir. Balon kavramı, ekonomik bağlamda genel olarak, herhangi bir şeyin (hisse senedi, finansal varlık vb.) fiyatının temel değerini büyük bir farkla aştığı bir durum olarak tanımlanabilmektedir. Kriz öncesi dönemde hisse senedi fiyatlarında böyle bir genişleme söz konusu olursa, BIST endeksindeki hızlı yükselmeler finansal bir krizin öncü göstergesi olabilecektir. Bu nedenle, özellikle hisse senedi fiyatlarındaki artışların politika yapılar tarafından hassasiyetle takip edilmesi oldukça önemlidir.

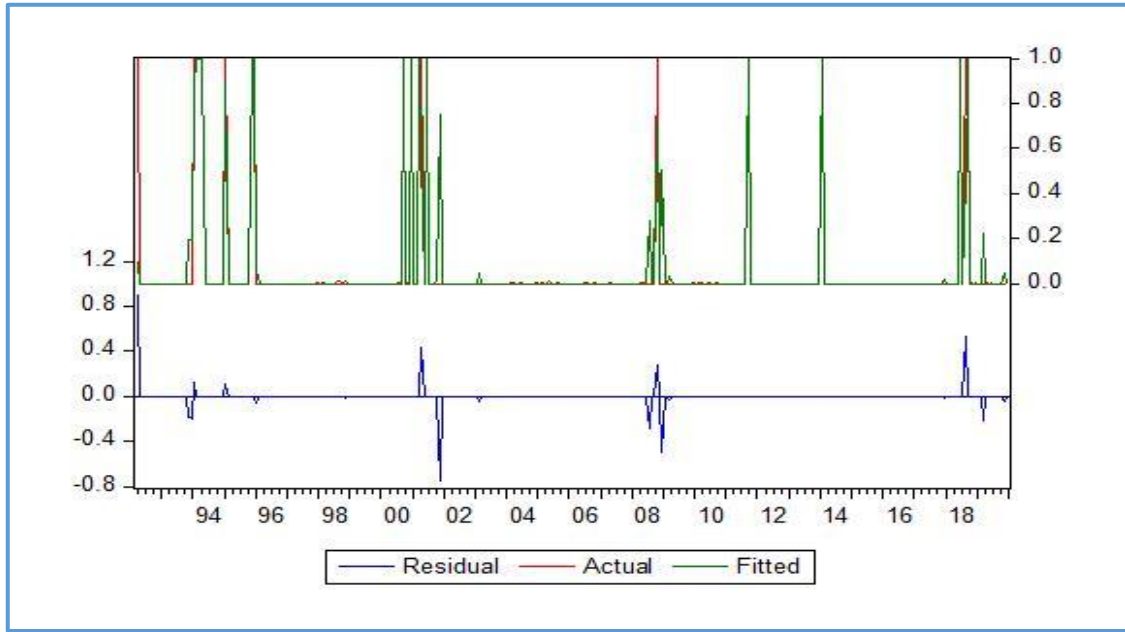
Enflasyon oranlarının uzun süreli yüksek seviyelerde seyrettiği ülkelerde, finansal bir kriz enflasyon oranlarındaki ani ve şiddetli yükselmelere bağlı olarak meydana gelebilmektedir. Özellikle parasal genişlemeye bağlı olarak ortaya çıkabilecek enflasyon oranlarındaki artışlar finansal kriz öncü göstergesi olabilmektedir. Analiz sonuçlarına göre enflasyon oranında meydana gelen artışlar finansal kriz olma olasılığını artırıcı yönde etki eden finansal kriz öncü göstergesi olarak belirlenmiştir.

Türkiye’de aylık değişkenlerin kriz olup olmama durumunu belirlenmesinde nihai olarak belirlenen modelin genel tahmin gücü yüzde 97’dir. Aylık modelin krizleri öngörü performansı tablo 4.11’de verilmiştir.

Tablo 4.11 Aylık Probit Modelin Öngörü Performansı

Bağımlı Değişken	Gözlem Sayısı	Uygun	Hatalı	% Uygun	% Hatalı
0	315	309	6	0,981	0,019
1	19	15	4	0,789	0,211
Toplam	334	324	10	0,970	0,030

Şekil 4.4’de aylık modelin, Türkiye’de kriz meydana gelme olasılığını oldukça doğru bir şekilde tahmin edebildiği görülmektedir.



Şekil 4.4 Aylık Probit Modelin Öngörü Grafiği

Tablo 4.12’de üç aylık değişkenlerden oluşturulan modele göre Mc Fadden R^2 değeri (0.788893) modelin açıklama gücünün oldukça anlamlı düzeyde olduğunu göstermektedir. Modelin uyum iyiliği göstergesi olan LR istatistiğinin (30.00324) olasılık değeri $0.00 < 0.05$ olduğundan, model istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur.

Tablo 4.12 Probit Model Tahmin Sonuçlarına Göre Kriz Öncü Göstergeleri (3 Aylık)

Değişken	Katsayı	Standart Hata	z-İstatistiği	Olasılık Değeri
C	-45.47496	23.12740	-1.966280	0.0493
LENF	11.30169	5.713704	1.977997	0.0479
LEXIMP	-7.739466	4.327639	-1.788381	0.0737
LM2GSYH	14.51832	7.339426	1.978128	0.0479
LREZ	2.583167	1.328793	1.943995	0.0519
LKVDB	-4.322068	2.524172	-1.712272	0.0868
LDYGSYH	6.408685	3.600588	1.779900	0.0751
LKRDHCM	-1.852997	1.197002	-1.548031	0.1216
McFadden R-squared	0.788893	Mean dependent var		0.058824
S.D. dependent var	0.236691	S.E. of regression		0.127842

Akaike info criterion	0.282692	Sum squared resid	1.258447
Schwarz criterion	0.512589	Log likelihood	-4.014415
Hannan-Quinn criter.	0.375163	Deviance	8.028830
Restr. deviance	38.03207	Restr. log likelihood	-19.01604
LR statistic	30.00324	Avg. log likelihood	-0.047228
Prob(LR statistic)	0.000095		

Fonksiyon Denklemi: $KRZ = -45.4749582259 + 11.3016894423 * LENF - 7.73946578081 * LEXIMP + 14.5183237273 * LM2GSYH + 2.58316729195 * LREZ - 4.32206801106 * LKVDB + 6.40868526859 * LDYGSYH - 1.85299691392 * LKRDHCM$

Kredi hacmi değişkeni ile kriz değişkeni arasında ilişkinin istatistiksel olarak anlamlılık derecesi %10'dan büyüktür. Ancak, değişkenin dahil edildiği modelin AIC ve SIC değerleri dahil edilmediği modele kıyasla daha düşük olduğundan, kredi hacmi değişkenin yer aldığı regresyon modeli daha uygun bir model olarak tahmin edilmektedir.

Üç aylık probit model sonuçları değerlendirildiğinde, kriz bağımlı değişkeni ile enflasyon oranı, ihracatın ithalatı karşılama oranı, M2 para arzının GSYH'ye oranı, Merkez Bankası rezervleri, kısa vadeli dış borç oranı, doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ye oranı ve toplam kredi hacmi değişkenleri ile arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki mevcuttur (LENF, LM2GSYH ve LREZ ile %5 anlam düzeyinde, LEXIMP, LKVDB, LDYGSYH ve yaklaşık olarak LKRDHCM ile %10 anlam düzeyinde ekonometrik olarak anlamlı ilişki bulunmuştur.).

Analiz sonuçlarına göre; ihracatın ithalatı karşılama oranı, kısa vadeli dış borç oranı ve toplam kredi hacmi değişkenlerinde meydana gelen artışlar kriz meydana gelme olasılığını azaltırken, enflasyon oranı, M2 para arzının GSYH'ye oranı, Merkez Bankası rezervleri ve doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ye oranı değişkenlerinde meydana gelen artışlar ise kriz olma olasılığını artırmaktadır.

3 aylık nihai modelde öncü gösterge olarak belirlenen değişkenlerden enflasyon oranı ve MB rezervleri, aylık nihai modelde olduğu gibi finansal kriz öncü göstergesi olarak belirlenmiştir. Enflasyon oranında meydana gelen bir artış finansal kriz meydana gelme ihtimalini artırıcı yönde etki ederken, aylık modelin aksine üç aylık modelde

rezervlerdeki artış finansal kriz olma ihtimalini artırıcı yönde etki etmektedir. Eğer rezervlerdeki artış spekülâtif amaçlı sermaye girişlerine bağılı olarak gerçekleşmiş olursa, olumsuz ekonomik bir koşulda yoğun bir sermaye çıkışı yaşanması durumunda finansal bir kriz meydana gelebilecektir. Bu nedenle finansal kriz öncü göstergesi olarak rezervlerde meydana gelecek artış ve azalışların hassasiyetle takip edilmesi büyük önem taşımaktadır.

Ülkelerin dış ticaret performanslarını gösteren ölçülerden biri ihracatın ithalatı karşılama oranıdır. İthalatın ne kadarının ihracat ile karşılandığını gösteren oranda meydana gelecek artışlar finansal bir kriz meydana gelme ihtimalini düşürücü yönde etki eden diğer kriz öncü göstergesi olarak belirlenmiştir.

Para arzının aşırı miktarda artışına bağılı olarak M2'nin GSYH oranında bir artış meydana gelirse, bu durum ulusal paranın değerini düşmesine ve fiyatlar genel seviyesinin artmasına yol açarak finansal bir krize neden olabilmektedir. Analiz sonuçlarına göre M2'nin GSYH oranındaki bir artış, finansal kriz olma olasılığını artırıcı yönde etki eden diğer bir finansal kriz öncü göstergesi olarak belirlenmiştir.

DYY'nin diğer sermaye türlerine göre daha istikrarlı olduğu gerçeğı vurgulansa da, aksini öne süren ve DYY oynaklığının diğer herhangi bir yatırım türü kadar yüksek risk barındırdığını belirten çalışmalarda bulunmaktadır. DYY, yalnızca yerlilerden yabancı yerleşiklere bir mülkiyet devri değil, aynı zamanda yabancı yatırımcıların ev sahibi ülke firmaları üzerinde yönetim ve kontrol uygulamasını mümkün kılan bir kurumsal yönetim mekanizmasıdır. Kontrolün devri, gerçekleştiğı koşullar, ters seçim sorunları veya aşırı kaldıraç nedeniyle DYY her zaman ev sahibi ülkeye fayda sağlamayabilir. Bu gibi nedenlerle toplam sermaye girişlerinde DYY'nin yüksek payının, ev sahibi ülkenin gücünden ziyade zayıflığının bir işareti olabileceğine dair işaretler bulunmaktadır. Bu bağlamda analiz sonuçlarına göre DYY'nin GSYH'ye oranındaki artışlar finansal bir kriz meydana gelme ihtimalini artırıcı yönde etki eden bir öncü gösterge olarak belirlenmiş olup, doğrudan yabancı yatırımların finansal bir kırılganlık durumunda daha fazla istikrar getirip getirmediğini ve hangi koşullar altında getirebileceğinin belirlenmesi çok önemlidir.

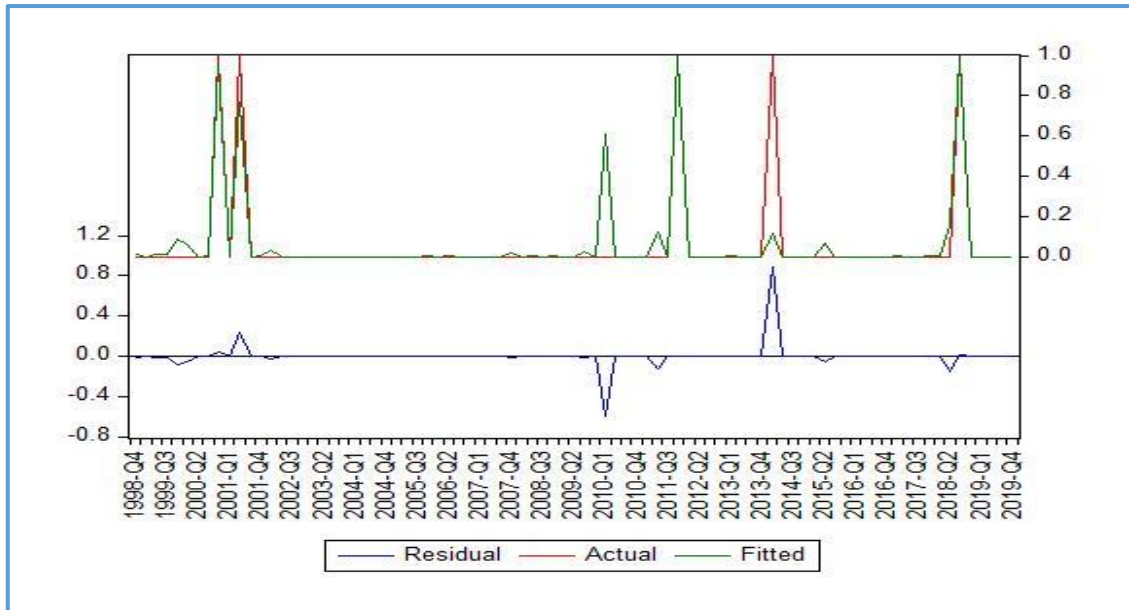
Yapılan analizde, finansal kriz öncü göstergesi olarak belirlenen kısa vadeli dış borç tutarı ile kredi hacmi değişkenlerinde meydana gelecek bir artışın finansal kriz meydana gelme ihtimalini azaltıcı yönde etki edeceği sonucuna ulaşılmıştır. Her iki değişkenin de işaretleri beklenilenin aksi yönde çıkmış olmasına rağmen, finansal bir kriz öncü göstergesi olarak değişkenlerde meydana gelen değişikliklerin hassasiyetle takip edilmesi gerekmektedir.

Türkiye’de 3 aylık değişkenlerin kriz olup olmama durumunu belirlenmesinde nihai olarak belirlenen modelin genel tahmin gücü yaklaşık yüzde 94’dür. 3 aylık modelin krizleri öngörü performansı tablo 4.13’de verilmiştir.

Tablo 4.13 Üç Aylık Probit Modelin Öngörü Performansı

Bağımlı Değişken	Gözlem Sayısı	Uygun	Hatalı	% Uygun	% Hatalı
0	80	77	3	0,963	0,038
1	5	3	2	0,600	0,400
Toplam	85	80	5	0,941	0,059

Şekil 4.5’de 3 aylık modelin, Türkiye’de kriz meydana gelme olasılığını oldukça doğru bir şekilde tahmin edebildiği görülmektedir.



Şekil 4.5 Üç Aylık Probit Modelin Öngörü Grafiği

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Ekonomik krizler iktisat biliminin her zaman en fazla dikkat çeken konularının başında gelmektedir. Hemen hemen ekonomi kavramının oluşumuyla eş anlı olarak ortaya çıkan kriz kavramı, zaman içerisinde yaşanan krizlerin sıklığının ve şiddetinin giderek artması nedeniyle daha fazla önem kazanmıştır.

Bilindiği gibi ekonomik krizler ülke ekonomileri üzerinde tahrip edici etkiler yaratmakta ve piyasaların etkin işleyişini bozmaktadır. Krizlere neden olan temel faktörler incelendiğinde ise krizlerin tek bir nedene bağlı olarak çıkmadığı, birçok etkenin bir araya gelmesine bağlı olarak oluştuğu görülmektedir. Özellikle 1980’li yıllardan sonra, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkenin finansal sistemlerini liberalize ederek sermaye piyasalarını dışa açık hale getirmeleri, yaşanan finansal krizlerin gerek sayısında, gerek etki alanında ve gerekse şiddetinde artışlara neden olmuştur. 1990’lı yıllar ise dünya ekonomisini kökten değiştiren pek çok finansal krize sahne olmuştur.

Yaşanan krizlerin sayısındaki ve ekonomiye yüklediği maliyetlerdeki artış, ekonomistlerin finansal krizlerin açıklanmasına yönelik ilgisini daha fazla artırmış, bu bağlamda finansal krizlere yönelik birçok teori geliştirilmiştir. Bu teorilerden ortaya çıkan önemli konulardan biri ise finansal krizlerin önceden tahmin edilip edilemeyeceği ve bu krizlerin belirtilerinin neler olduğunun tespit edilip edilemeyeceğidir. Finansal krizlerin varlığı, anlaşılması, izah edilmesi, öngörülmesi, kısaca modellenmesi ve krizle ilgili politikaların üretilmesi için kriz ortamının oluşup oluşmadığının ve kriz çıkıp çıkmayacağının önceden öngörülmesi oldukça önemli bir konu haline gelmiştir.

Öncü gösterge, başka bir veri serisinde, süreçte, trendde veya ilgilenilen başka bir fenomende herhangi bir değişiklik veya hareket meydana gelmeden önce öngörmeye yardım eden, ölçülebilir veya gözlemlenebilir ilgili değişkendir. Öncü ekonomik göstergeler, ekonominin geri kalanı belirli bir yönde hareket etmeye başlamadan önce değişiklikleri tahmin etmek için kullanılan ve piyasa gözlemcilerinin ve politika yapıcıların ekonomideki önemli değişiklikleri tahmin etmesine yardımcı olan göstergelerdir.

Bu bağlamda, finansal krizlerin güvenilir öncü göstergelerinin belirlenmesi, ekonomi biliminde sıcaklığını korumaktadır. Makroekonomik göstergelerden öncü gösterge olarak kullanılabilecek olanlarını doğru tespit etmek, yaklaşan bir krizi önlemek için yeterli politika ayarlamaları için vazgeçilmezdir.

Ekonominin bir sonraki yönüne dair ipuçları verebilmesi için öncü göstergelerin ölçülebilir olması gerekmektedir. Yatırımcılar, gelecekteki yatırım stratejilerine rehberlik etmek için bu göstergeleri kullanırlarken, politika yapıcılar ve merkez bankacıları, maliye veya para politikası belirlerken kullanmaktadır. İşletmeler ise gelecekteki ekonomik koşulların piyasaları ve geliri nasıl etkileyeceğini öngörebilmek ve stratejik kararlar almak için bu göstergelerden yararlanmaktadır.

Literatürde krizleri önceden haber vererek, krizlerin önlenmesi veya en azından şiddetinin azaltılabilmesi için erken uyarı sistemi ve öncü gösterge belirlenmesi amacıyla pek çok ampirik çalışma yapılmıştır. Bu kapsamda krizlerin ortaya çıkmadan önce öngörülebilmesi için yapılan çalışmalarda özellikle IMF tarafından oluşturulan istatistiki ve ekonometrik çalışmalar öne çıkmaktadır. Kullanılan modeller; sinyal analizi veya diğer bir tanımlamayla gösterge yaklaşımı, logit-probit modeller, regime switcing modeli ve VAR (vektör Otoregresyon) modelleri olarak sayılabilmektedir. Probit ve logit modelleri, krizleri ve öncü göstergelerini tahmin etme alanında araştırmacılar tarafından yaygın olarak kullanılmaktadır ve bu konudaki literatürün en önemli örneklerini logit/probit modeller ile yapılan çalışmalar oluşturmaktadır.

Bu bağlamda, Türkiye ekonomisinde yaşanabilecek olası finansal krizlerin öngörülebilmesi için kriz öncü göstergelerinin belirlenmesini amacıyla yapılan bu çalışmada, finansal krizlerin öncü göstergelerinin belirlenmesinde yaygın olarak kullanılan ekonometrik yöntemlerden birisi olan probit model yardımı ile Türkiye'nin kriz öncü göstergelerinin belirlenmesi amaçlanmaktadır. Çalışmada, finansal krizlerin öncü göstergesi olabilecek bazı değişkenlerin (Örneğin, GSYH ve iç ve dış borç stoku gibi) verileri üç aylık açıklandığı için kriz öncü göstergelerinin belirlenmesinde de hem aylık veriler için hem de üç aylık veriler için probit model analizi yapılmaktadır.

Çalışmada öncelikle, Türkiye'de yaşanan finansal kriz dönemlerini belirlemek amacıyla, Eichengreen, Rose ve Wyplosz tarafından geliştirilen ve döviz (dolar) kuru,

gecelik faiz oranı ve MB brüt döviz rezervlerindeki yüzde değişimin standardize edilmiş değerlerinin ortalaması ile elde edilen Finansal Baskı Endeksi belirlenerek, bu endeksin belirlenen eşik değeri aştığı dönemler için finansal bir krizin varlığını, aşmadığı durumlarda ise finansal bir kriz yaşanmadığı kabul edilmektedir.

Buna göre; aylık verilerin ele alındığı 1992:M01-2019:M12 döneminde Mart 1992, Ocak-Şubat-Mart-Nisan 1994, Ocak-Kasım-Aralık 1995, Eylül-Aralık 2000, Mart-Nisan-Haziran 2001, Ekim 2008, Eylül 2011, Ocak 2014, Haziran-Ağustos-Eylül 2018 aylarında, üç aylık verilerin ele alındığı 1998:Q1-2019:Q4 döneminde ise 2000: Q4, 2001: Q2, 2011: Q4, 2014: Q1, 2018: Q3 dönemlerinde FBE'nin ortalamadan 1,5 standart sapma saptığı için bu aylar ve dönemlerde finansal bir krizin meydana geldiği kabul edilmiştir.

Çalışmada kriz dönemleri bu şekilde belirlendikten sonra kriz öncü göstergelerinin belirlenmesi amacıyla elde edilen veriler ile probit model analizi yapılmıştır. Probit analizi uygulanmadan önce, öncelikle finansal kriz literatüründe yapılmış olan çalışmalardan finansal kriz öncü göstergesi olarak kullanılan, sadece mali sektörü değil, aynı zamanda makro, parasal ve dış sektörleri de kapsayan 23 aylık, 26 üç aylık değişken belirlenmiştir.

Bu bağlamda aylık değişkenlerden finansal kriz göstergesi olabilecek değişkenler; Rezervler, Reel Döviz Kuru, Hisse Senedi Fiyatları, Gecelik Borçlanma Faiz Oranı, ABD Faiz Oranı, İhracat, İthalat, İhracatın İthalatı Karşılama Oranı, Cumhuriyet Altını Satış Fiyatı, 1 Ons Altının Londra Satış Fiyatı, M1 Para Arzı, M2 Para Arzı, Mevduat Bankalarının Kredi Hacmi, İç Borç Stoklarından Tahvil, Dış Borç Stoğu, Cari İşlemler Dengesi, Dış Ticaret Dengesi, Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Enflasyon Oranı, Sanayi Üretim Endeksi, Brent Petrol Fiyatları, Bileşik Öncü Göstergeler ve Dolar Endeksi, Üç aylık değişkenlerden ise; Rezervler, Reel Döviz Kuru Hisse Senedi Fiyatları, İhracat, İthalat, İhracatın İthalatı Karşılama Oranı, Cumhuriyet Altını Satış Fiyatı, 1 Ons Altının Londra Satış Fiyatı, M1 Para Arzı, M2 Para Arzı, Mevduat Bankalarının Kredi Hacmi, İç Borç Stoklarından Tahvil, Kısa Vadeli Dış Borç Stoğu, Cari İşlemler Dengesi, Doğrudan Yabancı Yatırımların GSYH'ye Oranı, Enflasyon Oranı, Bileşik Öncü Göstergeler, Toplam Kredi Kullanımının GSYH'ye Oranı, M1'in GSYH'ye Oranı, M2'nin GSYH'ye Oranı, Toplam Rezervlerin GSYH'ye Oranı, İç Borç Stoğunun GSYH'ye Oranı, Finans

dışı özel sektörün toplam kredi kullanımının GSYH'ye Oranı, Kısa Vadeli Dış Borçların Rezervlere Oranı ve Kısa Vadeli Dış Borçların İhracata Oranı değişkenlerinin kriz öncü göstergesi olabileceği tespit edilmiştir.

Çalışmada aylık ve üç aylık değişkenler kullanılarak probit model ile çeşitli modeller oluşturulmuştur. Bu modellerden AIC ve SIC değerlerinin en küçük, McFadden R^2 ise en büyük olan model en uygun nihai model olarak belirlenmiştir. Buna göre, en anlamlı sonuçları veren aylık ve üç aylık değişkenlere ilişkin nihai modellere göre kriz bağımlı değişkeni ile arasında istatistiki olarak anlamlı ilişki bulunan aylık verilerden; cari işlemler dengesi, gecelik borçlanma faiz oranı, Merkez Bankası rezervleri, bileşik öncü göstergeler, dış ticaret dengesi, hisse senetleri fiyat endeksi ve enflasyon değişkenleri, üç aylık verilerden ise enflasyon oranı, ihracatın ithalatı karşılama oranı, M2 para arzının GSYH'ye oranı, Merkez Bankası rezervleri, kısa vadeli dış borç oranı, doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ye oranı ve toplam kredi hacmi değişkenleri Türkiye'de meydana gelebilecek finansal krizlerin öncü göstergesi olarak belirlenmiştir.

Türkiye, ekonomi üzerinde yıkıcı etkileri olan ve ülkeyi içinden çıkılması zor koşullarla karşı karşıya bırakan finansal kriz dönemlerine aşınadır. Yalnızca 1990'dan sonra ekonomiyi ciddi şekilde etkileyen beş adet finansal sıkıntı veya kriz dönemi yaşanmıştır. Yaşanan bu kriz ve sıkıntı dönemlerinin önlenmesi veya en az maliyetle atlatılabilmesi için kriz öncü göstergelerinin önemi yadsınamamaktadır. Öncü göstergeler her zaman doğru zamanı saptamaya yardımcı olamayabilir. Bununla birlikte, diğer veri türleri ile birlikte öncü göstergelere bakmak, bir ekonominin gelecekteki sağlığı hakkında bilgi sağlamaya yardımcı olabilmektedir.

Sonuç olarak yapılan çalışma, Türkiye için öncü gösterge olarak belirlenen değişkenlerin, finansal krizlerin öngörüsünde rahatlıkla kullanılabileceğini göstermektedir. Bu göstergeler, Türkiye ekonomisinin mevcut yapısı ile oldukça uyumludur. Politika yapıcılar, belirlenen makroekonomik değişkenlere çok dikkat etmeli ve finansal bir krizi önlemek için göstergelerdeki aşırı oynaklığa müdahale etmelidir. Diğer taraftan, finansal krizlerin gerçekleşeceği zamanı tam olarak tayin etmek tüm ekonomilerde olduğu gibi Türkiye içinde oldukça zor bir durumdur. Ancak, bir ülkenin krizlere olan duyarlılığını artıran faktörlerin doğru olarak belirlenmesi, krizlerin öngörülebilmesi ve önlenmesi açısından son derece önemlidir.

KAYNAKLAR

- ACAR, M. (2008). Devletçiliğin İflası, Piyasanın Değil, *Stratejik Boyut Dergisi*, 1(1): 24-32.
- AĞCAKAYA, S. (2015). Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri, Ortak Özellikleri ve Yayılma Yolları. *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi*. (ss.83–108). Ankara: Orion Kitabevi.
- AKDİŞ, M. (2002). Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye’de Finansal Krizler-Beklentiler. *Dış Ticaret Dergisi*. 7(26): 1-45.
- _____ (2004). Kısa Vadeli Sermayenin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Araçlar: Tobin Vergisi. *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, 6 (36): 36-48.
- _____ (2011). *Para Politikası ve Teorisi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- AKIN, F. (2002). *Ekonometri*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- AKLAN, N. A. (2003). Finansal Krizlerin Anatomisi. *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Hakemli Dergisi*, 1(19): 155-168.
- AKTAN, C. C. ve ŞEN, H. (2001). Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri. *Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı*, 7(42): 1225-1230.
- ALTINTAŞ, H. (2004). Bankacılık Krizleri, Nedenleri ve Ekonomik Maliyetleri. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 22: 39-61.
- _____ ve ÖZ, B. (2007). Para Krizlerinin Sinyal Yaklaşımı İle Öngörülebilirliği: Türkiye Uygulaması. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 7(2): 19-77.
- ANTONIO J. A. Jr., FERRARI, F ve PAULA, L. F. (2004). Currency Crises, Speculative Attacks and Financial Instability in a Global World: A Post Keynesian Approach With Reference to Brazilian Currency Crisis. *Revista Venezolana de Análisis de Coyuntura*. X(1): 173-200.
- ARACI, K.A. (2010). *1929 Büyük Ekonomik Buhran’dan 2008 Ekonomik Krizi’ne Dünya Ekonomik Krizleri ve Türk Tekstil Sektörüne Etkileri*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Tekirdağ: Namık Kemal Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü.
- ARAS, G. ve MUSLUMOV, A. (2004). *Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemine Etkileri*. https://www.researchgate.net/publication/23532918_Kredi_Piyasalarinda_Asimetrik_Bilgi_Ve_Bankacilik_Sistemi_Uzerine_Etkileri, (29.08.2019).
- ARAS, O.N. ve ÖZTÜRK, M. (2015). 1998 Rusya Krizi: Piyasa Ekonomisine Geçiş Sürecinde Tıkanma. *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi* (ss. 241-271). Ankara: Orion Kitabevi.

- ARIKAN, A. N. (2008). *Amerika Birleşik Devletlerindeki Mali Kriz ve Petrol Fiyatlarındaki Değişimler Nedenleri ve Sonuçları*, Ankara: Ümit Ofset Matbaacılık.
- ASHCRAFT, A. ve SCHUERMANN, T. (2008). Understanding The Securitization Of Subprime Mortgage Credit. *Federal Reserve Bank Of New York Staff Reports*. 318.
- ASLANOĞLU, E. (2015). 2008 Sonrası Dünya Ekonomisinde Görünüm ve İktisat Politikaları. *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi* (ss. 323 – 342). Ankara: Orion Kitabevi.
- ATAMAN G. Ö. (1992). *İşletmelerde Kriz Yönetimi Ve Uygulamadan Bir Örnek*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- ATEŞ E. (2007). Türkiye Ekonomisinde Tartışılan Konular. *Paradoks Ekonomi, Sosyoloji ve Politika Dergisi (e-dergi)*. 3(2).
- AY, H. ve UÇAR, Ö. (2015). Üç Küresel Ekonomik Krizin Analizi. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 17(1): 11-32.
- AYDIN, İ. (1984). 1980’li Yıllarda Türk Lirası’nın Konvertibilitesi Sorunu. *İTO Yayınları*, 12.
- AYKAÇ B. (2001). Kamu Yönetiminde Kriz ve Kriz Yönetimi. *Gazi Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3(2): 123-132.
- BDDK. (2001a). *Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı*, https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/duyuru_0009_01.pdf, (15 Mayıs 2020).
- BDDK. (2001b). *Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı: Gelişme Raporu*, <http://docplayer.biz.tr/6310532-Bankacilik-sektoru-yeniden-yapilandirma-programi-gelisme-raporu.html>, (8 Kasım 2019).
- BDDK. (2008), *Finansal Piyasalar Raporu*, 12, https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/duyuru_0341_02.pdf, (14 Ekim 2020).
- BDDK. (2009). *Finansal Piyasalar Raporu*, 16, https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/duyuru_0378_02.pdf, (14 Ekim 2020).
- BAHAR, O. ve ERDOĞAN, E. (2011). 1994 ve 2000 Krizleri Sonrasında Türkiye’de Uygulanan Finansal Regülasyon Politikaları. *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 27: 1 – 19.
- BARIŞIK, S. (2015). Kriz Kuramları ve Kriz Modelleri. *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi* (ss. 109 – 136). Ankara: Orion Kitabevi.

- BASTI, E. (2006). *Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Finansal Krizi*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- BAUMAN, Z. (1998). *Küreselleşme* (ss.70-90). İstanbul: Ayrıntı Yayınları.
- BAYRAKTUTAN, Y. (2000). Küreselleşme, Kriz ve IMF, *Liberal Düşünce*. 19: 14-18. Türkiye I. Liberal İktisatçılar Kongresi. Ankara. 29-30 Nisan 2000.
- BERKSOY, T. (1993). Serbestleşmenin Ulaştığı Nokta: Kur-Faiz Kısıkcı. *Görüş Dergisi*. 8. İstanbul: TÜSİAD Yayını.
- BEZİZ, P. ve PETIT, G. (1997), The 1994 Mexican Crisis: Were Signals Inadequate?. *Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) Statistics Directorate*. <https://www.oecd.org/sdd/leading-indicators/1896695.pdf>, (29 Ağustos 2019).
- BİRDAL, M. (2009). Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri, *Econ Anadolu International Conference in Economics* (ss.1-27), Eskişehir. 17 - 19 Haziran 2009.
- BLAINE, M. J. (1998). Déjà Vu All Over Again: Explaining Mexico's 1994 Financial Crisis, *The World Economy*, 21(1): 31-55.
- BLASZKIEWICZ, M. (2000). What Factors Led to the Asian Financial Crisis: Were or Were not Asian Economics Sound?. *Studies & Analyses. Center for Social and Economic Research*. 209. Warsaw.
- BOCUTOĞLU, E. (2010). Hyman P. Minsky'nin Konjonktür Teorisi 2007-2010 Heteredoks Bir Değerlendirme, *Bankacılar Dergisi*, 75: 3-33.
- _____ (2012). İktisadi Düşünceler Tarihi. Trabzon: Murathan Yayınevi.
- _____ (2012a). Krizin Makro İktisadından Makro İktisadın Krizine: Eleştirel Bir Değerlendirme. *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 2012/106*, Ankara.
- _____ (2015a). 2008 Küresel Finansal Krizinin Nedenleri. *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi* (ss. 273 – 301). Ankara: Orion Kitabevi.
- _____ (2015b). İktisadi Konjonktür Teorileri. *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi* (ss. 39 – 67). Ankara: Orion Kitabevi.
- BOERI, T. ve GUIO, L. (2007). The First Global Financial Crisis Of The 21st Century. *The Subprime Crisis: Greenspan's Legacy* (pp. 37-39). London: CEPR.
- BULUTOĞLU, K. (2002). *Yöresel ve Küresel Para Krizleri, Dünya Kazan Ben Kepçe 2*. İstanbul: Batı Türkeli Yayıncılık.
- BUSH, K. (1997). *Kasım 1996'da Rusya Ekonomisi*, Çev: Murat AYGEN. 332: 4-20. Yeni Forum.

- BÜYÜKAKIN, T. (2000). Asya Krizi Üzerinde Hayekçi Bir Analiz. *Liberal Düşünce*. 19: 70-75.
- CLAESSENS, S. ve KÖSE, A. (2013). *Financial Crises: Explanations, Types, and Implications*, SSRN Electronic Journal.
<https://www.researchgate.net/publication/256045890>, (29 Ağustos 2019).
- _____ KLINGEBIEL, D. ve LAEVEN, L. (2001). Financial Restructuring in Banking and Corporate Sector Crises: What Policies to Pursue?, 8386.
- _____ KÖSE, A. ve TERRONES, M. E. (2010), The Global Financial Crisis: How Similar? How Different? How Costly?. *TÜSİAD-Koç University Economic Research Forum*. 21(3): 247-264.
- _____ LAEVEN, L., VALENCIA, F. ve KÖSE, A. (2014). Financial Crises Causes, Consequences, and Policy Responses. *International Monetary Fund*. Cataloging-in-Publication Data Joint Bank-Fund Library.
- CLARKE, S. (1994). *Marx's Theory of Crisis*, New York: St. Martin's Press.
- COŞKUN, K. T. (2004). Ekonomik Krizler. 11. Ankara: Vergi Denetmenleri Derneği Yayınları.
- ÇALIŞKAN, A. ve BALKI, A. (2019). Küresel Krize Heterodoks Bir Yaklaşım: Avusturya Okulu, *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 21(4): 1154-1170.
- ÇELİK, F. Ş. (2008). *Uluslararası Piyasalarda Spekülatif Para ve Sermaye Hareketliliği ve Tobin Vergisi, Carry Trade, Hedge Fonlar ve Diğer Spekülatif Hareketler*. (Yayınlanmamış Maliye Uzmanlığı Yeterlilik Tezi). Ankara: T.C. Maliye Bakanlığı, Strateji Geliştirme Başkanlığı.
- ÇEVİŞ, İ. (2005). *Para Krizlerine Ampirik Bir Yaklaşım*. 187. Ankara: SPK Yayınları.
- ÇİLLER, T. (1983). *Dünyada ve Türkiye'de Kur Politikaları ve Sorunları*. 3. İstanbul: İSO Yayınları.
- ÇİLOĞLU, B. (2002). Arjantin Ekonomik Krizi, *ASAM Dünya Ekonomisi Masası Stratejik Analiz*. 2 (22).
- ÇOLAK, Ö. F. (2001). Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve 2002 Yılı Bütçesi Üzerine Gelişmeler, *İşveren Dergisi*, 1-6.
- DALYANCI, L. (2010). Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizlerin Ekonometrik Analizi. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- DARLING, J.R. (1994). Crisis Management in International Business: Key to Effective Decision-Making. *Leadership & Organization Development Journal*. 15(8): 3-8.

- DAVIES, H. ve WALTERS, M. (1998). Do all Crisis Have to Become Disasters? Risk and Risk Mitigation. *Disaster Prevention and Management*. 7(5): 396-400.
- DELİCE, G. (2003). Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 20: 57-81. <http://iibf.erciyes.edu.tr/dergi/sayi20/delice.pdf>, (29 Ağustos 2019).
- DEMİRCİ, N. (2005). Finansal Krizlerin Anatomisi: Modern Kriz Teorileri Işığında Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye. *SPK Yayınları*. 186.
- DİNÇER, Ö. (1998). *Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası*, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- DİNLER, Z. (2000). *İktisada Giriş*, Bursa: Ekin Kitabevi.
- DOĞAN, M. (1982). *Büyük Türkçe Sözlük*. Ankara: Birlik Yayınları.
- DOĞAN, S. (2015). *Türkiye Ekonomisi*. <http://auzefkitap.istanbul.edu.tr/kitap/kok/turkiyeekonomisiau239.pdf>, (20.08.2020).
- (2005). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Ekonomik İstikrar Programlarının Bankacılık Sektörü Üzerine Etkileri ve Finansal Krizler*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı.
- DOĞRU, B. (2015). *Türkiye'nin Yakın Dönem Ekonomik Krizleri: 1994, 2001, 2008, ?*. İstanbul: Hiperlink Yayınları.
- DORNBUSCH, R., CHUL PARK Y. ve CLAESSENS, S. (2000). Contagion: Understanding How It Spreads. *The World Bank Research Observer*. 15: 177–197. https://web.archive.org/web/20120425021123/http://www1.fee.uva.nl/fm/papers/Claessens/Contagion_WBRO.pdf, (25.03.2021).
- DORUKKAYA, Ş. ve YILMAZ, H. H. (1999). Liberalizasyon Politikaları Aşırı Borçlanma Sendromu ve Arkasından Yaşanan Finansal Krizler (Şili ve Meksika Deneyimleri). *Yaklaşım Dergisi*. 7(75): 122-127.
- DULUPÇU, M. A., SUNGUR, O. ve ÜNLÜ, H. (2015). Kriz Kuramları ve Kriz Modelleri. *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi* (ss.153-175). Ankara: Orion Kitabevi.
- DUMAN, E. (2011). *Krizlerin Anatomisi: 1929 Ekonomik Buhranı ve 2008 Küresel Krizi'nin Karşılaştırılması*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Karaman: Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- DURUSOY, S. (2000). Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri. *Dış Ticaret Dergisi*. 18: 15-25.

<http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm>,
(29.08.2019).

EDWARDS, S. (1995). *Crisis and Reform in Latin America: From Despair to Hope. A World Bank Publication.*

<http://documents.worldbank.org/curated/en/639531468743177547/Crisis-and-reform-in-Latin-America-from-despair-to-hope>, (29.08.2019).

EĞİLMEZ, M. (28 Ağustos 2016). *Krizler Eskisi Kadar Etkilemiyor.*
<http://www.mahfiegilmez.com/2016/08/krizler-eskisi-kadar-etkilemiyor.html>,
(28.08.2019).

EĞİLMEZ, M. (2009). *Küresel Finans Krizi, Piyasa Sisteminin Eleştirisi.* İstanbul: Remzi Kitabevi.

EICHENGREEN, B., ROSE, A. K. ve WYPLOZS, C. (1995). Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks. *Economic Policy* 10(21): 249-312.

_____ (1996). Contagious Currency Crises: Channels of Conveyance, *NBER Working Paper Series*. 5681.

EKŞİ, İ. H. (2007). *Finansal Krizlerin Kobi'ler Üzerinde Etkileri ve Başarılı ve Başarısız Kobi'lerin Kriz Dönemi Stratejileri.*
(Yayınlanmış Doktora Tezi). Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı.

ENGİN, M. B. (2007). Gelişmiş ve Yükselen Piyasalarda 1990 Sonrası Görülen Finansal Krizler ve Dünya Ekonomisi Üzerindeki Etkileri. *İ.Ü. Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu Dergisi*, 2: 35-60.

ERDEM, E. (2013). *Para Banka ve Finansal Sistem*, Ankara: Detay Yayıncılık.

ERDOĞAN, N. (2002). Dünya ve Türkiye'de Finansal Krizler: Türk Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Uygulamaları Kamu Bankaları Deneyimi. *Yaklaşım Yayınları*.

EREN, A. ve SÜSLÜ, B. (2001). Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye'de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi, *Yeni Türkiye Dergisi*, 41: 662-674.

ERKEKOĞLU, H ve BİLGİLİ, E. (2005). Parasal Krizlerin Tahmin Edilmesi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 24: 15-36.

EROĞLU, İ. ve AYDIN, H. İ. (2015). 1994 Krizi Sonrası Dönem ve Kasım 2000 Mali Krizi. *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi* (ss.465-476). Ankara: Orion Kitabevi.

ERTUĞRUL, A. (2014). *Ekonomik Teori ve Analizin Tarihi*. Ankara: Efil Yayınevi.

ESQUIVEL G. ve LARRAIN, F. (1998). Explaining Currency Crises. *Harvard Institute of Development Discussion Papers*.

- EVANGELIST, M. ve SATHE, V. (2006). *Brazil's 1998-1999 Currency Crisis*, <http://www-personal.umich.edu/~kathrynd/Brazil.w06.pdf>, (29 Ağustos 2019).
- FELDSTEIN, M. (1999). Self-Protection for Emerging Market Economies. *NBER Working Paper Series*. 6907.
- _____ (2002). Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management. *NBER Conference Report Series*. Chicago and London: University of Chicago Press. <http://www.nber.org/papers/w8837.pdf>, (29 Ağustos 2019).
- FELIX, D. (1990) Latin America's Debt Crisis, *World Policy Journal*, 7(4): 732–771.
- FENER, F. (2012). 2008 Küresel Mali Kriz Ve Krizin Türkiye’de İstihdam Üzerine Etkileri. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Şanlıurfa: Harran Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı.
- FLOOD, R. P. ve GARBER, P. M. (1984). Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples, *Journal of International Economics*, 17: 1-13.
- _____ (1985). Collapsing Exchange Rate: The Utility Maximizations Approach. *Journal of International Money and Finance*. 4.
- FLOOD, R. ve MARİON, N. P. (1997). Policy Implications of ‘Second-Generation’ Crisis Models, *IMF Working Paper*, 97: 16.
- FRANKEL, J. A. ve ROSE, A. K. (1996). Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators. *NBER Working Paper*. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research. 5437: 1-29.
- FISHER, I. (1933). The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica, The Econometric Society*. 1(4): 337–357.
- FISHER, S. (1998). The Asian Crises: A View from the IMF. *IMF Survey*. 27(2).
- FOLDVARY, F. E. (2015). The Austrian Theory of the Business Cycle. *American Journal of Economics and Sociology*. 74(2): 278-297.
- GALBRAITH, J. K. (2009). *Büyük Kriz 1929*, Çev. Elif Nihan AKBAŞ, İstanbul: Pegasus Yayınları.
- GERNİ, C., EMSEN, Ö. S. ve DEĞER, M. K. (2005). Erken Uyarı Sistemleri Yoluyla Türkiye’deki Ekonomik Krizlerin Analizi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, Ekonometri ve İstatistik Dergisi*. 2: 39-62.
- GLICK, R. ve HUTCHISON, M. M. (2001). Banking and Currency Crises: How Common Are Twins?. *Cambridge University Press*.
- GOLDSTEIN, M., KAMINSKY, G. L. ve REINHART, M. C. (2007). *Finansal Kırılganlığın Ölçümü: Yükselen Piyasalar için Erken Uyarı Sistemleri*. Çev: Z. Dina Çakmur Yıldıztan. İstanbul: Derin Yayınları.

- GRIFFIN, C. H. (2010). The Role of Latin American Banks in the Region's Currency Crises. *Review of Economic-Business Studies (REBS)*, 3(1): 55-71.
- GUILHERME, S. (1997). Crisis Management and the Hospitality Industry – A Theoretical Approach, *Midsweden University*.
- GUJARATİ, D. (1999). *Temel Ekonometri*. Çev: Ü. Şenesen ve G. G. Şenesen. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- _____ (2016) *Örneklerle Ekonometri*. Çev: N. Bolatoğlu. Ankara: BB101 Yayınları.
- GULALP, H. (1987). *Gelişme Stratejileri ve Gelişme İdeolojileri*. Ankara: Yurt Yayınları.
- GÜLOĞLU, B. ve ALTUNOĞLU, E. (2002). Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizler, *İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 27: 107-134.
- GÜRİŞ, S., ÇAĞLAYAN, E. ve GÜRİŞ, B. (2013). *EViews İle Temel Ekonometri*. İstanbul: DER Yayınları.
- HAS, H. (2007). *Spekülatif Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Türkiye İçin Politika Önerileri*. (Yayınlanmamış Yeterlik Etüdü). Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi.
- HAYEK, F. A. (1933), Monetary Theory and the Trade Cycle. Almandan Çev: N. Kaldor ve H.M. Croome, *New York : Printed in the United States of America by Sentry Press*.
https://cdn.mises.org/Monetary%20Theory%20and%20the%20Trade%20Cycle_5.pdf, (20 Ocak 2021).
- HEDLUND, E. ve KAHN, H. (2009). The Subprime Crisis, *Gothenburg: Chalmers University Of Technology*.
- HEVNER, L. B. (2009). The Perfect Portfolio: A Revolutionary Approach to Personal Investing. *New York: John Wiley and Sons*.
- HOWARD, M. H. (1993). Crisis Management and a Corporate Response Organization, Successful Management for Safety. *ImechE*.
- https://commons.wikimedia.org/wiki/File:GDP_depression.svg, (29.08.2019).
- https://commons.wikimedia.org/wiki/File:US_Unemployment_from_1910-1960.svg, (29.08.2019).
- https://en.wikipedia.org/wiki/Great_Depression#cite_note-Fisher33-38, (29.08.2019).
- <http://en.wikipedia.org/w/index.php?oldid=500026914>, Probit Model, (28.07.2021)
- <http://www.dbresearch.com>, *Deutsche Bank Research*, (29.08.2019).

- <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>, Robert J. Schiller Online Data, (29.08.2019).
- <https://www.infoplease.com/business-finance/labor-and-employment/united-states-unemployment-rate>, (29.08.2019).
- <https://www.thebalance.com/2008-financial-crisis-3305679>, (29.08.2019).
- <https://www.yatirimkredi.com/finansal-bulasicilik-nedir.html>, Finansal Bulaşıcılık Nedir? Neden Ortaya Çıkar?, (29.08.2019).
- IMF. (1998). International Financial Statistics, *Washington D.C.* Ekim. (29.08.2019).
- _____. (1998, 1999). International Financial Statistics, *Washington D.C.* Haziran. (29.08.2019).
- _____. (1998a). World Economic Outlook, A Survey by the Staff of the International Monetary Fund.
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/Financial-Crises-Causes-and-Indicators>, (29.08.2019).
- _____. (1998b). The Asian Crisis: Causes and Cures, *Finance&Development*, 35(2).
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/06/imfstaff.htm>, (29.08.2019).
- _____. (1998c). Russian and Eurasian Program: Briefing on the Russian Economy by Anders Aslund. *Carnegie Endowment for International Peace*.
- _____. (1999). *Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand A Preliminary Assessment*.
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op178/OP178.pdf>, (29.08.2019).
- _____. (2001). *World Economic Outlook*. Online Database.
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/30/World-Economic-Outlook-May-2001-Fiscal-Policy-and-Macroeconomic-Stability-4045>, (29.08.2019).
- _____. (2002). *Eye of the Storm: New-Style Crises Prompt Rethink About Prevention and Resolution Measures*. Finance & Development. 4-7.
[https://www.elibrary.imf.org/view/IMF022/14089-9781451951998/14089-9781451951998_A003.xml?language=en&redirect=true](https://www.elibrary.imf.org/view/IMF022/14089-9781451951998/14089-9781451951998/14089-9781451951998_A003.xml?language=en&redirect=true), (29.08.2019).
- _____. (2007). *World Economic Outlook: Spillovers and Cycles in the Global Economy*. Online Database.
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/World-Economic-Outlook-April-2007-Spillovers-and-Cycles-in-the-Global-Economy-19780>, (15.06.2019).

- _____ (2015). *World Economic Outlook: Adjusting to Lower Commodity Prices*, Online Database.
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/World-Economic-Outlook-October-2015-Adjusting-to-Lower-Commodity-Prices-43229>,
 (15.06.2019).
- IŞIK, S., DUMAN, K. ve KORKMAZ, A. (2004). Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(1): 45-69.
- IŞIK, N. ve DUMAN, E. (2012). Reel ve Finansal Göstergeler Açısından 1929 Ekonomik Buhranı ve 2008 Küresel Krizi: Karşılaştırmalı Bir Analiz. *Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(2): 239-260.
- İTO. (1989). Cumhuriyet'ten Bu Yana Türkiye Ekonomisinin Gelişimi ve Geleceğe Bakış. *İTO Yayınları*. 1989(1).
- JAFFEE, D. M. (2008). The U.S. Subprime Mortgage Crisis : Issues Raised and Lessons Learned, *Commission on Growth and Development Working Paper*, 28.
- KALAYCI, İ. (2015). *Latin Amerika Krizleri* (ss.191-220). İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi, Ankara: Orion Kitabevi.
- KAMA, F. E. (2008). *Global Finansal Krizi ve Kobi'lere Etkisi*.
 (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- KAMINSKY, G. ve REINHART, M.C. (1996). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *International Finance Discussion Papers*. 544.
- _____, LIZONDO, S. ve REINHART, M.C. (1997). Leading Indicators of Currency Crises. *IMF Working Paper*. 97(79).
- _____, LIZONDO, S. ve REINHART, M.C. (1998). Leading Indicators of Currency Crises. *IMF Staff Paper*, 45(1).
- _____ ve REINHART, M.C. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *American Economic Review*, 89(3): 473-500.
- _____ (1999). Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress. *IMF Working Paper*. 178.
- KANSU, A. (2006). *Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri: Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri*. İstanbul: Güncel Yayıncılık.
- KAPLAN, R. *Krizin Tanımı*.
https://www.academia.edu/33200137/Krizin_Tan%C4%B1m%C4%B1,
 (29.08.2021).

- KARABULUT, G. (2002). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*, İstanbul: Der Yayınları.
- KARABULUT, T. (2009). Küresel Finansal Kriz ve Türk Dünyası'nın Makroekonomik Göstergelerine Etkisi: Türkiye ve Azerbaycan Örneği. *Journal of Azerbaijani Studies*. 405-422.
- KARAÇOR, Z., ALPTEKİN, V. ve GÖKMENOĞLU, K. (2012). *Finansal Kriz Üzerine: Öngörülebilirlik ve Politikalar* Konya: Çizgi Kitabevi.
- KARAKAYALI, H. ve SAYIN, F. (2010). Öncü Göstergeler Yaklaşımıyla Türkiye'de 2008 Krizinin Değerlendirilmesi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 7(546): 33-43.
- _____ (2011). Türkiye'de 2008 krizinin Sinyal Yaklaşımı İle Değerlendirilmesi. *Küresel Ekonomik ve Finansal Kriz* (ss. 65-100). Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.
- KARLUK, R. (1999). *Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: Beta Yayın.,
- _____ (2001). Küresel Dünyada Ekonomik Kriz. *Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı II*. 7(42): 1009-1028.
- _____ (2015). Türkiye Ekonomisinde Kasım 2000 – Şubat 2001 Krizleri ve Krizleri Önlemeye Yönelik Ekonomik İstikrar Kararları. *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi* (ss.477-501). Ankara: Orion Kitabevi.
- KARUNATILLEKA, E. (1999). Economic Policy and Statistics Section. *House of Commons Library Research Paper*. 99(14).
- KAYA, V. ve YILMAZ, Ö. (2006). Para Krizleri Öngörüsünde Sinyal Yaklaşımı: Türkiye Örneği. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 61(2): 129-155.
- _____ (2007). Para Krizleri Öngörüsünde Logit Model ve Sinyal Yaklaşımının Değeri: Türkiye Tecrübesi. *Türkiye Ekonomi Kurumu* 2007(1).
- KAYACAN, M., ERDOĞAN, O., UYTUN, E. ve ÖZER, L. (1998). *Güneydoğu Asya Krizi: Türkiye Ekonomisi ve İMKB'ye Etkileri*. İstanbul: Dinamik Matbaa.
- KAYKUSUZ, M. (2014). *Geçmişten Günümüze Finansal Krizler (1619-2014)*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- KAYTANCI, G., AFŞAR, M., ERGEÇ, E. H. ve ÖZDEMİR, B. K. (2019). *Para Politikası*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayını.
- KAZGAN, G. (2004). *İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi*, İstanbul: Remzi Kitabevi.
- _____ (2013). *Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2009) "Ekonomi Politik" Açısından Bir İrdeleme*, İstanbul: Bilgi Yayıncılık.

- _____ (2017). *Tanzimat'tan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi*, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- KENDİRLİ, S. ve IRMAK, F. (2018). *Küresel Finansal Kriz Dönemlerinde Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Performansına Etkisi: BIST İmalat Sektöründe Bir Araştırma*. İstanbul: Çizgi Kitabevi Yayınları.
- KEPENEK, Y. ve YENTÜRK, N. (2001). *Türkiye Ekonomisi*, İstanbul: Remzi Kitabevi.
- KESBİÇ, C. Y., DÜNDAR, Ö. ve DEVRİM, A. (2016). KLR “Mutlak Sinyal” Yaklaşımına Göre Türkiye Ekonomisine İlişkin Kriz Öngörüsü. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*. 53(617): 23-53.
- KESKİN, H. Ü. (2004). *Ekonomik Krizlerde Küresel Güçler: 2001 Türkiye Ekonomik Krizi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- KINAYTÜRK, Z. (2006), *1990 Yılından Sonra Yaşanan Ekonomik Krizlerin Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (Kobi) Üzerindeki Etkileri*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi) Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- KİBRİTÇİOĞLU, A. (2001). Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001. *Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı*. 7(41): 174-182.
- KİBRİTÇİOĞLU, B. (2000). *Parasal Krizler*. (Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi). Ankara: Hazine Müsteşarlığı.
- KİP, E. (1997). *Ekonometrik Yöntemler: Teori ve Uygulama*, Ankara: Gazi Üniversitesi Yayınları.
- KIRZNER, I. M. (2004). *Yeni İktisat Okulları, İçinde: Avusturya İktisat Okulu*, Çev. Coşkun Can Aktan, Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- KORKMAZ, A. (2011). Finansal Krizler ve Aktarım Kanalları: Literatür İncelemesi. *Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi*. 77: 36-49.
- KORKMAZ, E. (2013). *Küresel Süreçte Ulusal Kalkınma*. İstanbul: Himalaya Yayınevi.
- KOTZ, D. M. (2000). *Lesson from Economic Transsition in Russia and China, Politikal Economy and Contemporary Capitalism: Radical Perspectives on Economic Theory and Policy* (pp. 210-217). New York: Sharpe.
- KRUGMAN, P. (1979). A Model of Balance of Payment Crises. *Ohio State University Press*. 11(3).
- _____ (1994). The Myth of Asian Miracle. *Foreign Affairs*. 73(6): 62-78.
- _____ (1997). *Currency Crises*, University of Chicago Press. 1-6.
<https://www.nber.org/chapters/c8687.pdf>, (29.08.2019).

- _____ (1998). What Happened to Asia?.
<http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>, (29.08.2019).
- _____ (2000). Introduction to “Currency Crises”. *The University of Chicago Press*. 1-6.
- _____ (2000). Crises: The next generation?.
https://www.researchgate.net/publication/292492318_Crises_The_next_generation, (29.08.2019).
- _____ (2009). *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü ve Küresel Kriz*, Çev. Neşenur Domaniç. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- _____, ROGOFF, K., FISCHER, S. ve McDONOUGH, W. J. (1999). Currency Crises. *University of Chicago Press*. 421-466.
- KUTLU, H. A. ve DEMİRCİ, N. S. (2011). Küresel Finansal Krizi (2007-?) Ortaya Çıkaran Nedenler, Krizin Etkileri, Krizden Kısmi Çıkış ve Mevcut Durum. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 3(2): 121-136.
- MANGIR, F. (2006). Finansal Deregülasyonun (1989–2001) Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri. *S.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 19: 459-473.
- MARTINEZ O. (1998). Les Enseignement de la Crise Mexicaine et le Redressement de l’Asie. *Finance&Développement*. 6-9.
- McMULLAN, C.K. (1997). Crisis: When Does a Molehill Become a Mountain. *An International Journal*. 12(1): 24-32.
- MILESI-FERRETTI, G. M. ve RAZİN, A. (1998). Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities in Currency Crises. *IMF Working Paper*.
- MINSKY, H. P. (1992a). The Financial Instability Hypothesis. *Levy Economics Institute Working Papers*. 74(10).
<http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>, (30.01.2021).
- _____ (1992b). The Capital Development of the Economy and The Structure of Financial Institutions. *Levy Economics Institute Working Papers*, 72(32).
<http://www.levyinstitute.org/pubs/wp72.pdf> Minsky, (30.01.2021).
- MISHKIN, F. S. (1998). The Mexican Financial Crisis Of 1994–95: An Asymmetric Information Analysis. *Financial Crisis Management in Regional Blocs*, 149-181.
- _____ (1999a). Lessons from the Asian Crisis. *NBER Working Paper*. 7102.
- _____ (1999b). Global Financial Instability: Framework, Events, Issues. *Journal of Economic Perspective*. 13(4): 3-20.
- _____ (2001). Financial Policies and Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries. *NBER Working Paper Series*, 8087(3).

- MURPHY, K. (2020). Causes of Chaos: Understanding Economic Crises in Latin America. University of New Hampshire.
<https://scholars.unh.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1517&context=honors>, (29.08.2019).
- MUSACCHIO, A. (2012). Mexico's Financial Crisis of 1994-1995. *Harvard Business School Working Paper*, 12(101).
- MUSTAFAOĞLU, Z. *Rusya Krizi ve Türkiye Üzerine Muhtemel Etkileri*
https://sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2018/11/RUSYA_Krizi_ve_Turkiye_Uzerine_Muhtemel_Etkileri.pdf, (20.08.2019).
- OBSTFELD, M. (1994). The logic of currency crises. *Cashiers Économiques et Monétaires*. 43: 189-213.
- _____ ve ROGOFF, K. (1986). Ruling Out Divergent Speculative Bubbles. *Journal of Monetary Economics*, 17(3): 349-62.
- OECD. (1993). *OECD Economic Outlook*. 54.
https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=EO54_VINTAGE, (29.08.2019).
- OKTAR, S. ve DALYANCI, H. L. (2010). Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizler. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*. 29(2): 1-22.
- OSKAY, C. ve KUBAR, Y. (2010). Küresel Mali Krizde Türk Bankacılık Sektörü, *Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 7(1): 70-83.
- ÖNAL, S. (2010). *Mortgage Sistemi, Mortgage Sigortaları ve 2008 Yılı Mortgage Krizine Genel Bir Bakış*.
 (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.
- ÖNDER, İ. (2001). Ekonomik Kriz. *Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı I*. (ss. 56-63). Ankara: Yeni Türkiye Dergisi.
- ÖZATAY, F. (2009). *Finansal Krizler ve Türkiye*. İstanbul: Doğan Kitap Yayıncılık.
- _____ (2011). *Finansal Krizler ve Türkiye*. İstanbul: Doğan Egmont Yayıncılık.
- ÖZBEK, D. (1999). *Uluslararası Para Sistemi*. Ankara: İmaj Yayınları.
- ÖZCAN, Ş. K., PAPAIOANNOU, E. ve PEYDRO, J. L. (2009). Financial Regulation, Financial Globalization and the Synchronization of the Economic Activity. *NBER Working Paper*, 14887: 225-233.
- ÖZDEMİR, B. K. (2007). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Erken Uyarı Sistemleri: Markov Geçiş Modellemesi*.
 (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- ÖZEL, S. (2005). Global Finansal Krizler. İstanbul: Deniz Kültür Yayınları.
- ÖZER, H. (2004). *Nitel Değişkenli Ekonometrik Modeller Teori ve Bir Uygulama*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- ÖZMEN, M. (2003). *Kasım 2000-Şubat 2001 Ekonomik Krizleri ve Göller Bölgesi Mermercilik Sektörüne Etkileri*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- ÖZTÜRK, N. (2015). 1994 Krizine Yeniden Bakmak. *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi* (ss.433-463). Ankara: Orion Kitabevi.
- ÖZTÜRK, M. ve ARAS, O. N. (2015). 1997 Asya Krizi ve Küresel Etkileri. *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi* (ss.221-239). Ankara: Orion Kitabevi.
- ÖZYILDIZ, R. H. (2009). *Yorum: Kriz, Krizler, Para ve İktisatçılar* (ss.1999-221). İstanbul: Remzi Kitabevi.
- PALMA, J. G. (2012). The 1999 Brazilian Financial Crisis: How to Create a Financial Crisis by Trying to Avoid One. *University of Cambridge, Faculty of Economics*. March.
- PAMUK, Ş. (2014). *Türkiye'nin 200 Yıllık İktisadi Tarihi*. İstanbul: Türkiye İş Bankası Yayınları.
- PARASIZ, İ. (2002). *Enflasyon Kriz Ayarlamalar, Dünyada ve Türkiye'de Kalkınma Makro Ekonomisi Sorunları*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- _____ (2009). *Finans Krizinin Güven Krizine Dönüşmesi Küresel Kriz*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- _____ ve EROĞLU, İ. (2017). *Tarihsel Süreçte Türkiye Ekonomisi Yapısal Dönüşüm ve Politika Uygulamaları* Bursa: Ekin Basın Yayın Dağıtım.
- _____ ve BİLDİRİCİ, M. (2003). *Finansal Makro Ekonomi*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- _____ ve BİLDİRİCİ, M. (2006). *Modern Konjonktür Teorileri*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- _____, EKREN, N. ve EROĞLU, İ. (2016). *Para Politikası ve Türkiye Uygulaması*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- PARGUEZ, A. (1981). Hayek et Keynes face ala Crise, *Economies et societes*. 16(67): 705-738.
- PASTOR, R. A. (1987). Latin America's Debt Crisis: Adjusting to the Past or Planning for the Future?. *Publisher: Lynne Rienner*.
- PAYA, M. (2013). *Küresel Ortamda İktisat Politikaları*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- PEREZNIETO, P. (2010). Including Children in Policy Responses to Previous Economic Crises: The Case of Mexico's 1995 Peso Crisis and Argentina's 2002

- Convertibility Crisis, *United Nations Children's Fund (UNICEF) Social and Economic Policy Working Paper*. December.
- PERRY, G. ve SERVEN, L. (2003). The Anatomy of a Multiple Crisis: Why was Argentina Special and What Can We Learn from It?. *Policy Research Working Paper*. 3081.
- POLAT, M. A. (2018). Küresel Finans Krizinin Nedenleri. *Injosos Al-Farabi International Journal On Social Sciences*. 1(2): 177-195.
- PUKELIENE, V. ve DEKSNYTE, I. (2010). Currency Crises: Models and Their Possibility in Lithuania. *Ekonomika Ir Vadyba*. 15: 206-211.
- QUARANTELLI, E.L. (1988). Disaster Crisis Management: A Summary of Research Findings. *Journal of Management Studies*. 25(4): 373-384.
- RADELET S. ve SACHS, J. (1998). The Onset of the East Asian Financial Crisis. *Harvard Institute for International Development Working Paper*.
- _____ (1999). Asia's Reemergence. *Foreign Affairs*. 76.
- RAMIREZ, M. D. (1993). Stabilization and Adjustment in Latin America: A Neostructuralist Perspective. *Journal of Economic Issues*, 27(4): 1015-1040.
- REINHART, C.M. ve ROGOFF, K.S. (2009). This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly. *Princeton University Press*. New Jersey.
- ROSE, A. ve SPIEGEL, O. (2009). Cross-Country Causes and Consequences of the 2008 Crisis. *American Economic Review*. 101: 1676-1706.
- ROSIER, B. (1991). İktisadi Kriz Kuramları. Çev. Nurhan Yentürk. İstanbul: İletişim Yayınları.
- ROUBINI, N. ve MIHM, S. (2012). *Kriz Ekonomisi: Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği*. Çev. Işıl TEZCAN. İstanbul: Pegasus Yayıncılık.
- SANCAR, C. (2010). Finansal Serbestleşme Sonrasında Latin Amerika, Meksika, Güneydoğu Asya ve Türkiye'de Yaşanan Krizler, Nedenleri ve Uygulanan IMF Tipi İstikrar Programlarının Sonuçları. <https://www.researchgate.net/publication/284502718>, (29.08.2019).
- SCHWARTZ, A. J. (1995). *Systemic Risk and the Macroeconomy, In Resarch in Financial Services and Public Policy*. Greenwich: JAI Press.
- SEVİM, C. (2012). *Öncü Göstergeler Yaklaşımına Göre Finansal Krizler ve Türkiye Örneği*. Ankara: BDDK Kitapları.
- SEYİDOĞLU, H. (2001). *Uluslararası İktisat*. İstanbul: Güzem Yayınları.
- _____ (2003). Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*. 4(2): 141-156.

- SHALUF, I., AHMADUN, F. ve MAT SAID, A. (2003). A review of disaster and crisis. *Disaster Prevention and Management*. 12(1): 24-32.
- SHAIKH, A. ve TONAK, A. E. (1994). *Measuring the Wealth of Nations, the Political Economy of National Accounts*. Cambridge: Cambridge Universty Press.
- SUSAM, N. *Türkiye Ekonomisi ve Maliyesi*.
http://auzefkitap.istanbul.edu.tr/kitap/maliye_ue/turkiyeekonomisivem.pdf,
 29.08.2019.
- STAILINGS, B. (1998). *Impact of the Asian Crisis on Latin America*. United Nations Economic Commission for Latin America and the Caribbean.
https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/34845/S9800515_en.pdf?sequence=1&isAllowed=y, 29.08.2019
- STIGLITZ, J. E. (1994). The Role of the State in Financial Markets.
<https://documents.worldbank.org/pt/publication/documents-reports/documentdetail/239281468741290885/the-role-of-the-state-in-financial-markets>, 25.03.2021.
- ŞANLI, B. (2011). Türkiye'de Uygulanan Kur Politikaları. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*. 49(0): 183-200.
<https://dergipark.org.tr/tr/pub/iuifm/issue/814/8878>, 29.08.2019
- ŞEN, A. (2006). Asimetrik Bilgi - Finansal Kriz İlişkisi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 14: 1-25.
- ŞENDOĞDU, A. ve ÖZTÜRK, Y. E. (2009). Küresel Krizin Büyüyen Etkisi ve 1929 Dünya Ekonomik Buhranı Bağlılıları Işığında Türk Bankacılık Sektörü. *Journal of Azerbaijani Studies*, 423-431.
- ŞİMŞEK, H. A. (2007). Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler Ve Maliye Politikaları: Teorik Bir Değerlendirme. *Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi*. 13(1): 183-208.
<http://dergipark.ulakbim.gov.tr/sduibfd/article/view/5000122579>, 29.08.2019.
- TARHAN, A. (2015). Kapitalizm ve Krizleri: Radikal Yaklaşımlar. *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi* (ss.137-149). Ankara: Orion Kitabevi.
- TARI, R. (2008). *Ekonometri*. İstanbul: Kocaeli Üniversitesi Yayın.
- TAŞAR, M. O. (2010). Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" ve Makroekonomik Etkilerinin Analizi. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 3(1): 76-97.
- TAY, A. (2007). *Erken Uyarı Sistemleri ile Finansal Krizlerin Analizi: Türkiye ve Geçiş Ekonomileri Örneği*. İstanbul: İktisadi Araştırmalar Vakfı.
- TCMB. (2001). Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı.

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/26640b7b-9641-4c35-99ec-cd10a9d4e51b/program.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPA-CE-26640b7b-9641-4c35-99ec-cd10a9d4e51b-m3fB7oF>, 14.10.2020

- TOPRAK, M. (2001). Yükselen Piyasalarda Finansal Kriz. *Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı II*. 7(42): 854-889.
- TOSUNER, A. (2005). Finansal Krizler ve Kırılganlık: Türkiye İçin Bir Erken Uyarı Sistemi Denemesi. *İktisat İşletme ve Finans*. 20(235): 42-61.
- TÜRKKAN, E. (2006). *Ekonomik Kriz ve Güven Faktörü*. İstanbul: Arıkan Basım Yayım.
- TÜZ, M. (2001). *Kriz ve İşletme Yönetimi*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- _____, HAŞİT, G., İPÇİOĞLU, İ ve SUHER, İ. K. (2013). *Kriz İletişimi ve Yönetimi*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayını.
- ULUDAĞ, İ. ve SERİN, V. (1987). *Dış Şoklara Karşı Dünyada ve Türkiye’de Geliştirilen İstikrar Politikaları*. İstanbul: İTO Yayınları.
- URAL, M. (2003). Finansal Krizler ve Türkiye. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 18(1): 11-28.
- _____, ve ACAR BALAYLAR, N. (2007). Bankacılık Sektöründe Yüksek Risk Alımı ve Baskı İndeksleri. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*. 44(509): 47-57.
- UYAN, H. D. (2011). *1980 Sonrası Türkiye’de Ekonomik Krizler ve İstikrar Programları*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Gaziantep: Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- UYGUR, E. (2001). Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, *Türkiye Ekonomi Kurumu*, 2001(1): 1-40.
- ÜNAL, A. ve KAYA, H. (2009). *Küresel Kriz ve Türkiye*. İstanbul: Ekonomi ve Politika Araştırmaları Merkezi.
- ÜNSAL, E. M. (2014). *Mikro İktisat*. Ankara: Bigbang Yayınları.
- ÜŞÜR, İ. (2009). Kriz Bir “Kavram”a Açıklama Notu, *Mülkiyeliler Birliği Dergisi*, XXIII(214): 38-45.
- ÜZEYİR, A. ve KARA, O. (2008). Krizlerin Türkiye Ekonomisine Etkisi: Geleceğin Öngörüsüne Yönelik Bir Deneme. 2. *Ulusal İktisat Kongresi* (ss.2-19), Düzenleyen Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü. 20-22 Şubat 2008.
- WALCK, C. (2007). *Handbook on Statistical Distributions for Experimentalists*. University of Stockholm. 96(01).
- WEBSTER. *Webster Dictionary*.
<https://www.merriam-webster.com/dictionary/crisis>, 29.08.2019

- WHAPLES, R. (1995). Where is There Consensus Among American Economic Historians? The Results of a Survey on Forty Propositions. *The Journal of Economic History*. 55(1): 139-154.
- WRAY, L. R. (2001). *Financial Instability*. 19.
https://www.researchgate.net/publication/251239027_Financial_Instability, 20.01.2021.
- van der MOLEN, M. (2013). The Tequila crisis in 1994", *Rabobank RaboResearch - Economic Research*.
<https://economics.rabobank.com/publications/2013/september/the-tequila-crisis-in-1994/>, (29.08.2019).
- VARLIK, C. (2002). Enflasyon Hedeflemesi: İkiz Krizler: Para Krizleri İle Bankacılık Krizleri Arasındaki Bağlantılar. *Ekonomik Yaklaşım*. 13(42-43): 159-180.
- YAVAŞ, H. (2007). *1980 Sonrası Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Finansal Krizler, Finansal Kriz Modelleri ve Çözüm Önerileri*.
(Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- YAY, T. (1993), F. A. Hayek'te İktisadi Düşünce. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- ____ YAY, G. G. ve YILMAZ, E. (2001). *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*. İstanbul: İTO Yayınları.
- YELDAN, E. (2001). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: İletişim Yayınları.
- YENTÜRK, N. (2002). Arjantin Krizi: Dış Borç ile Tango. *İktisat İşletme ve Finans*. 17(193): 51-66.
- ____ (2003). *Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- YILDIRTAN, D. Ç. (2006). *Finansal Krizler, Erken Uyarı Sistemleri*. Ankara: Nobel Kitap Yayınevi.
- ____ (2011). *E-Views Uygulamalı Temel Ekonometri Makro Ekonomik Verilerle*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- YILDIZ, M. (2011). *2008 Yılı Küresel Finansal Krizin Önemi ve Türkiye'ye Yansımaları*.
(Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Erzurum: Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- YILMAZ Ö., KIZILTAN, A. ve KAYA, V. (2005). İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 24: 77-96.

ZARNOWITZ, V. (1985). Recent Work on Business Cycles in Historical Perspective: A Review of Theories and Evidence. *Journal of Economic Literature*. 23(2): 523-580.



EKLER

Ek-1 Tablo 3.1 ve Tablo 3.2’de Yer Alan İşaretler İle İlgili Açıklamalar

➤ **Tablo 3.1’de Yer Alan İşaretler:**

Pazarlarda Ekonomik Durgunluk: Avrupa ve ABD’de GSMH artışı yıllık %1’in altındaysa (xx), %1-2 aralığında (x), %2’nin üzerindeyse (0).

DTH’de Aleyhe Dönüş: %10’dan fazlaysa (xx), %5-10 aralığında (x), %5’in altındaysa (0).

Pazarlarda ve Rakip Mal Satanlarda Yerli Paraların Devalüasyonu: İhrac pazarı olan veya bu pazara benzer malları/hizmetleri satan ülke paralarının %20 veya daha fazla devalüasyonu (xx), %10-20 arası devalüasyonu (x), %10’un altında devalüasyonu (0).

Dünya veya Bölgesel ya da Türkiye İçin Kredilerin Reel Faizlerindeki Artışlar: Reel faiz artışı %10’un üstündeyse (xx), %6-10 aralığında (x), %6’nın altındaysa (0).

Kısa Vadeli Sermaye Kaçışı veya Çekilişi: İhracat gelirinin %10’unu aşan net çıkış (xx), %5-10 aralığında (x), %5’in altında (0).

➤ **Tablo 3.2’de Yer Alan İşaretler**

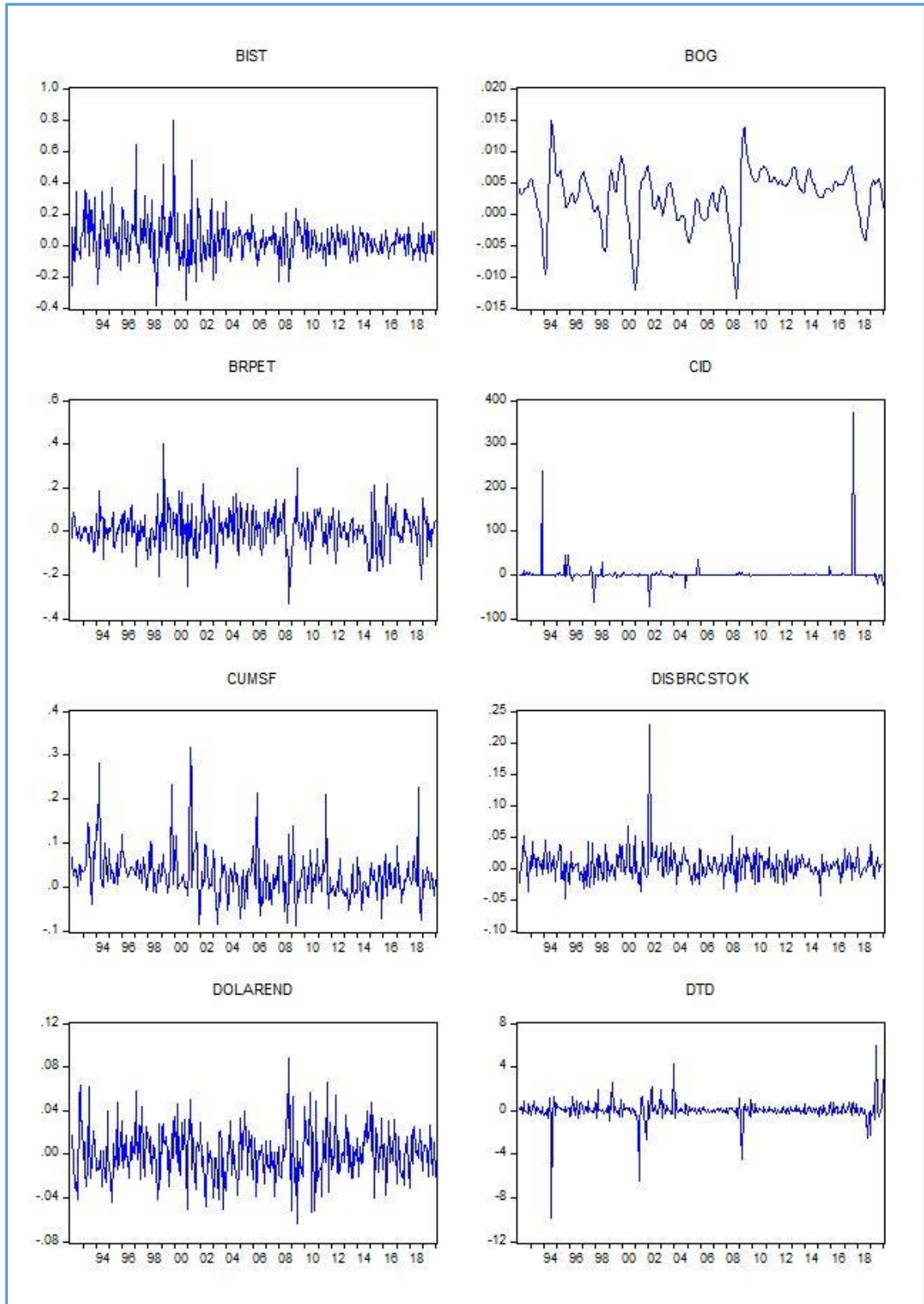
Uygunsuz Ekonomi Politikaları: Dönemin ekonomisinin taşıyamayacağı çapta serbestleşme yapılması (xx), mali piyasaları denetimli planlı ekonomi (0).

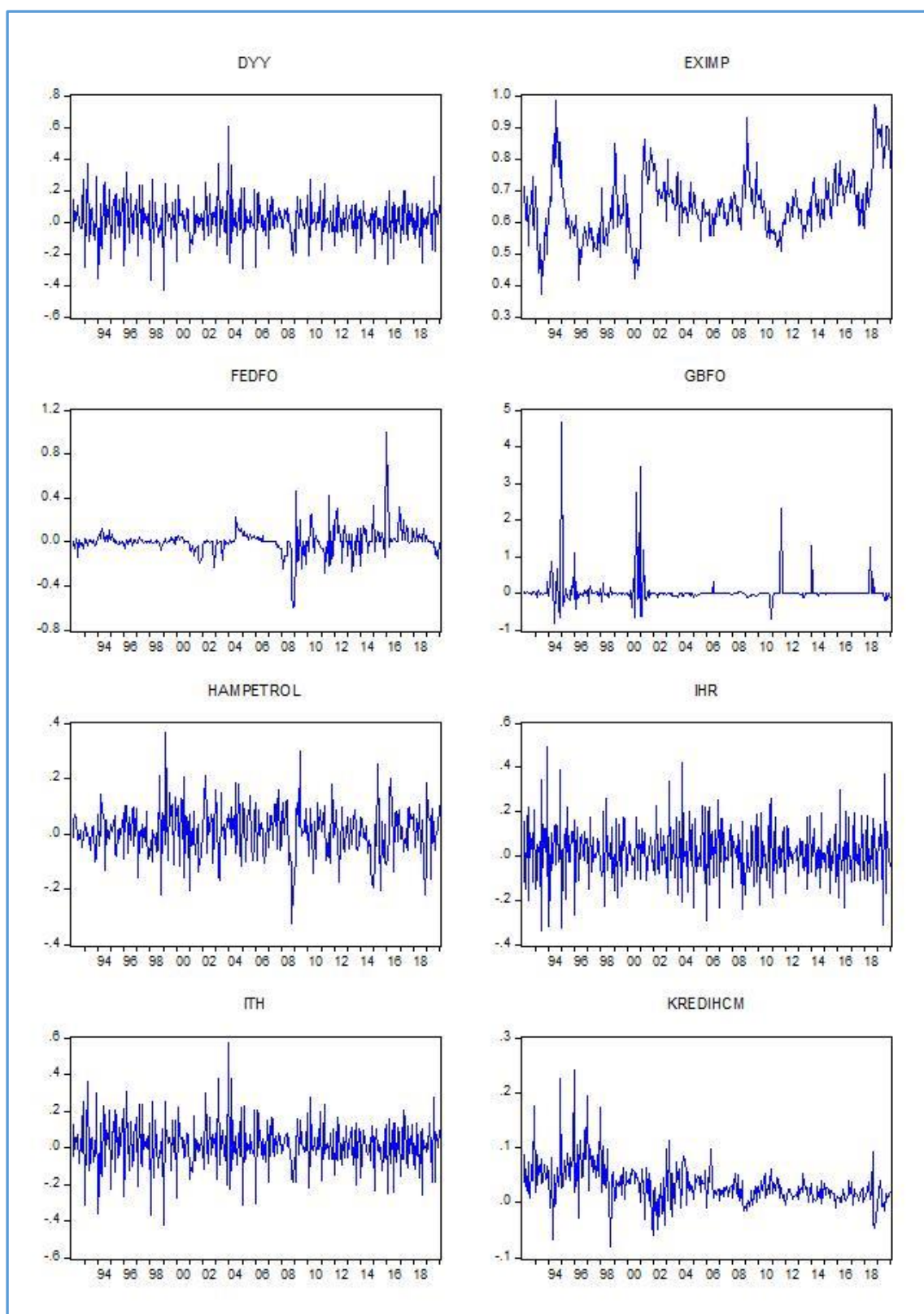
CİB Açıkları: CİB açığı %4’ün üzerindeyse (xx), %2-4 arasında (x), %2’nin altındaysa (0).

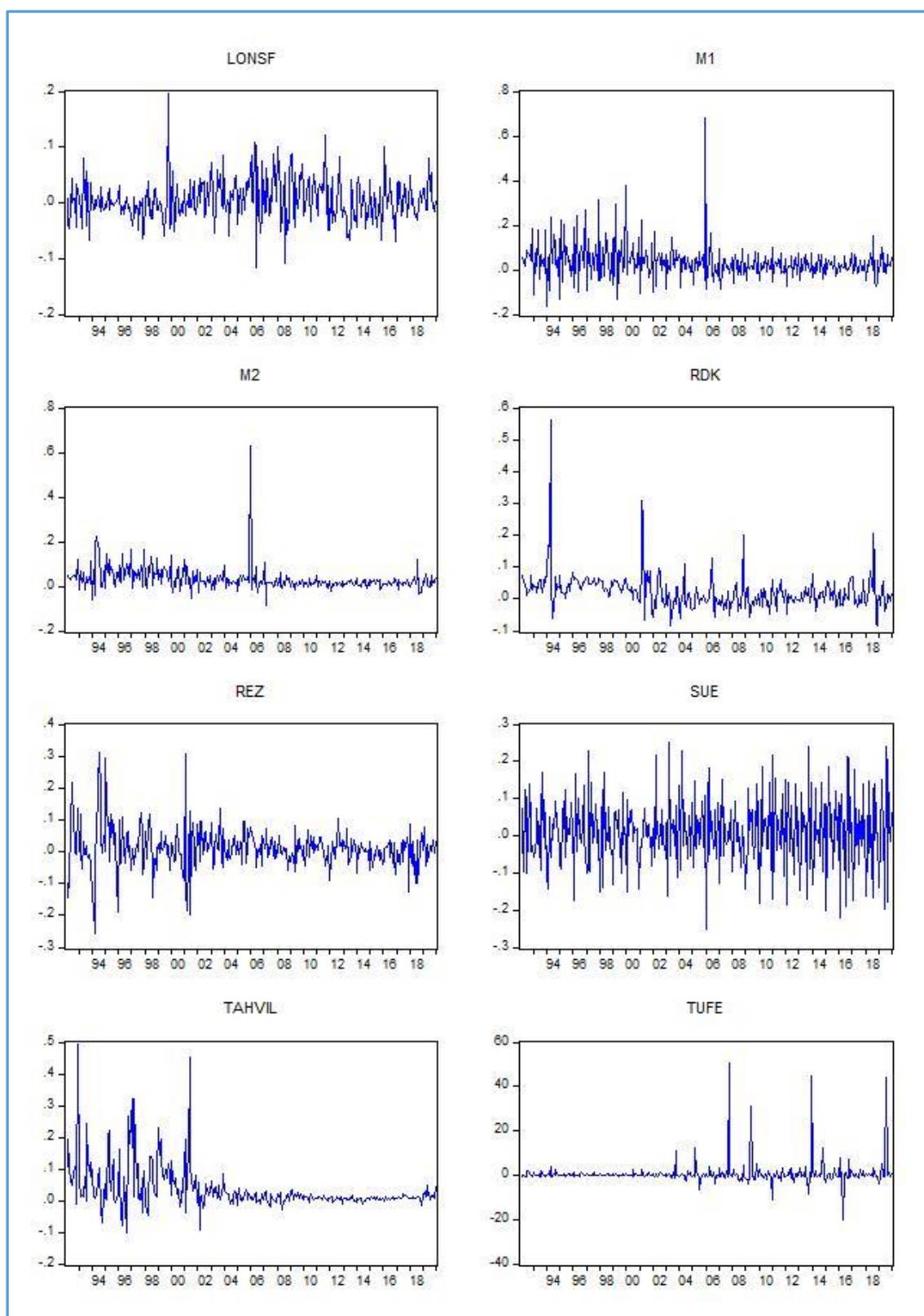
Kamu İç ve Dış Borç Stoku: Bu toplamın GSMY’ye oranı %50’nin altındaysa (0), %50-60 arasında (x), %60’ın üstündeyse (xx).

Makroekonomik İstikrarsızlık: Yıllık enflasyon oranı %20 ve daha fazlaysa (xx), %10-20 arasında (x), %10’un altındaysa (0).

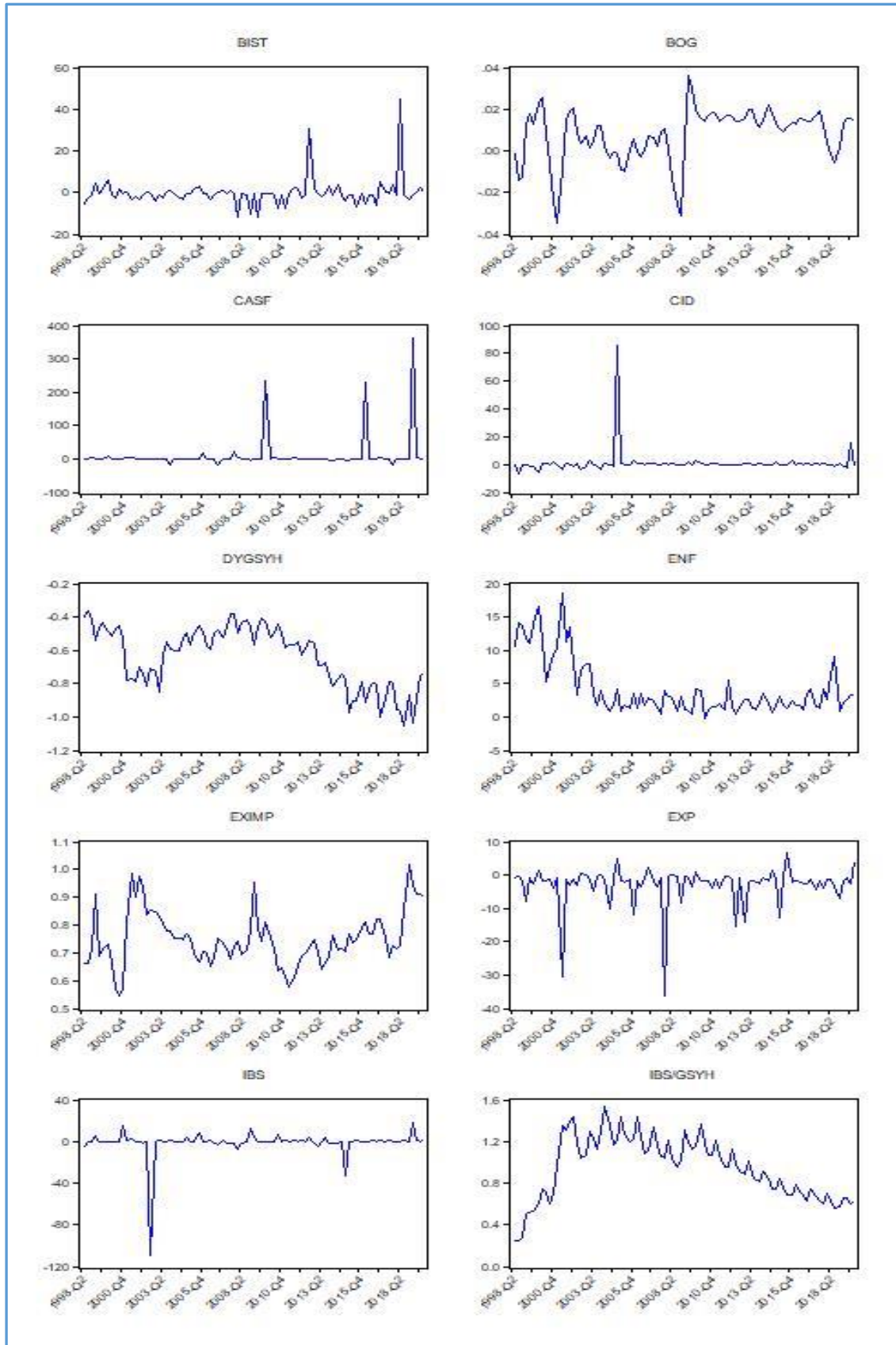
Ek-2 Aylık Verilere Ait Zaman Yolu Grafikleri

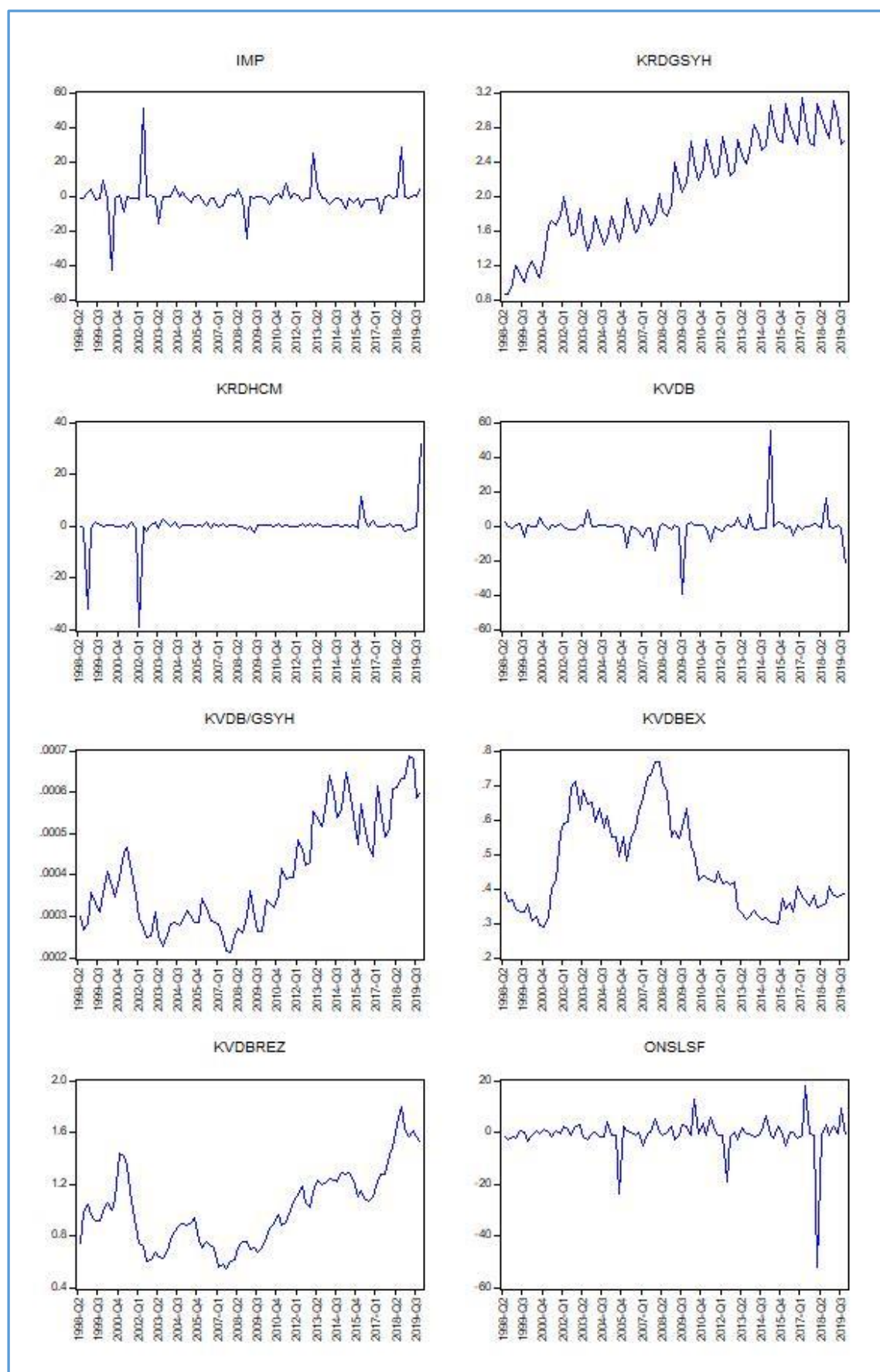


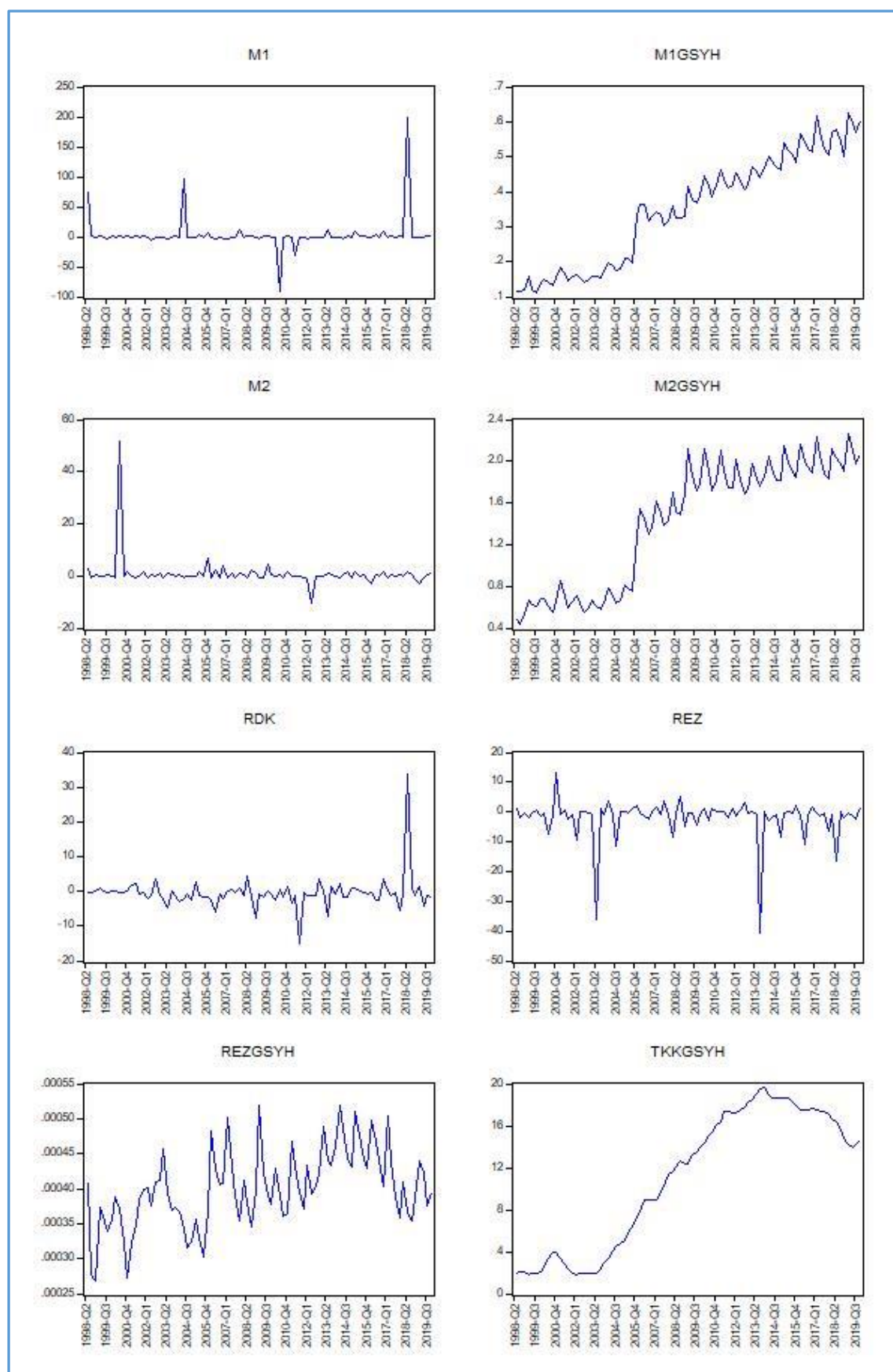




Ek-3 Üç Aylık Verilere Ait Zaman Yolu Grafikleri







Ek-4 Logaritmik Aylık Verilere İlişkin ADF Durağanlık Analizi Sonuçları

Değişken	ADF (Sabitsiz)		ADF (Sabitli)		ADF (Sabitli ve Trendli)	
	Düzy	1. Fark	Düzy	1. Fark	Düzy	1. Fark
BIST	0.202730 (0.7446)	-12.95611 (0.0000)	-1.602320 (0.4802)	-12.97100 (0.0000) *	-17.98333 (0.0000)	-12.96293 (0.0000)
BKH	0.790666 (0.8831)	-14.52377 (0.0000)	-1.315431 (0.6233)	-14.55131 (0.0000) *	-3.213930 (0.0835)	-14.55956 (0.0000)
BRPET	0.404272 (0.7995)	-13.15152 (0.0000)	-4.360963 (0.0004) *	-13.17177 (0.0000)	-11.16624 (0.0000)	-13.21844 (0.0000)
CID	-1.089158 (0.2501)	-14.42020 (0.0000)	-2.647752 (0.0845)***	-14.42098 (0.0000)	-13.56319 (0.0000)	-13.56319 (0.0000)
CASF	0.005300 (0.6837)	-13.14737 (0.0000)	-11.20432 (0.0000) *	-13.13766 (0.0000)	-12.98672 (0.0000)	-13.12991 (0.0000)
DBS	0.696426 (0.8654)	-13.51711 (0.0000)	-3.278166 (0.0167) **	-13.53436 (0.0000)	-7.854011 (0.0000)	-13.52265 (0.0000)
USDEND	0.043938 (0.6961)	-14.42140 (0.0000)	-3.599687 (0.0063) *	-14.40257 (0.0000)	-16.28033 (0.0000)	-14.40172 (0.0000)
DTD	-1.157847 (0.2252)	-12.04123 (0.0000)	0.647934 (0.9908)	-12.16037 (0.0000) *	-6.616499 (0.0000)	-12.25928 (0.0000)
DYY	1.710249 (0.9791)	-11.72980 (0.0000)	0.587190 (0.9892)	-11.87005 (0.0000) *	-1.173367 (0.9134)	-11.93763 (0.0000)
ENF	-1.113044 (0.2413)	-9.738288 (0.0000)	3.133049 (1.0000)	-9.941344 (0.0000) *	1.865113 (1.0000)	-10.43116 (0.0000)
IMP	1.701576 (0.9787)	-11.57517 (0.0000)	0.634119 (0.9905)	-11.71296 (0.0000) *	-1.397559 (0.8602)	-11.78882 (0.0000)
EXP	1.034980 (0.9213)	-9.512547 (0.0000)	-0.672363 (0.8506)	-9.565855 (0.0000) *	-1.015875 (0.9392)	-9.657248 (0.0000)
EXPIMP	-0.786993 (0.3746)	-28.43021 (0.0000)	-5.192794 (0.0000) *	-28.39463 (0.0000)	-6.048412 (0.0000)	-28.35046 (0.0000)
FEDFO	0.614321 (0.8486)	-11.44136 (0.0000)	-1.106855 (0.7141)	-11.48855 (0.0000) *	-5.795567 (0.0000)	-11.54344 (0.0000)
GBFO	0.184826 (0.7393)	-15.09035 (0.0000)	-0.923634 (0.7801)	-15.12760 (0.0000) *	-2.818118 (0.1918)	-15.14387 (0.0000)
HPWTI	0.216523 (0.7486)	-12.93360 (0.0000)	-4.825889 (0.0001) *	-12.94751 (0.0000)	-11.65037 (0.0000)	-12.98319 (0.0000)
RDK	0.146054 (0.7278)	-13.64264 (0.0000)	-6.587731 (0.0000) *	-13.63577 (0.0000)	-7.874327 (0.0000)	-13.63759 (0.0000)

LASF	0.353364 (0.7864)	-14.89884 (0.0000)	-2.071387 (0.2566)	-14.89474 (0.0000) *	-12.94406 (0.0000)	-14.89876 (0.0000)
M1	1.958784 (0.9883)	-12.43297 (0.0000)	-0.115140 (0.9455)	-12.64838 (0.0000) *	-1.986468 (0.6061)	-12.65401 (0.0000)
M2	1.320250 (0.9530)	-9.375071 (0.0000)	-0.138634 (0.9428)	-9.483571 (0.0000) *	-7.008600 (0.0000)	-9.545633 (0.0000)
BOG	0.516518 (0.8268)	-11.76270 (0.0000)	-3.012998 (0.0347) **	-11.76343 (0.0000)	-6.140810 (0.0000)	-11.75878 (0.0000)
REZ	0.979910 (0.9136)	-12.14714 (0.0000)	-4.114556 (0.0011) *	-12.21642 (0.0000)	-7.228545 (0.0000)	-12.21566 (0.0000)
SUE	1.500403 (0.9672)	-7.507030 (0.0000)	2.287403 (1.0000)	-7.628271 (0.0000) *	0.820845 (0.9998)	-7.861885 (0.0000)
THVL	0.042902 (0.6958)	-16.93634 (0.0000)	-2.671392 (0.0801) ***	-16.92870 (0.0000)	-4.974511 (0.0003)	-16.90300 (0.0000)

Ek-5 Logaritmik 3 Aylık Verilere İlişkin ADF Durağanlık Analizi Sonuçları

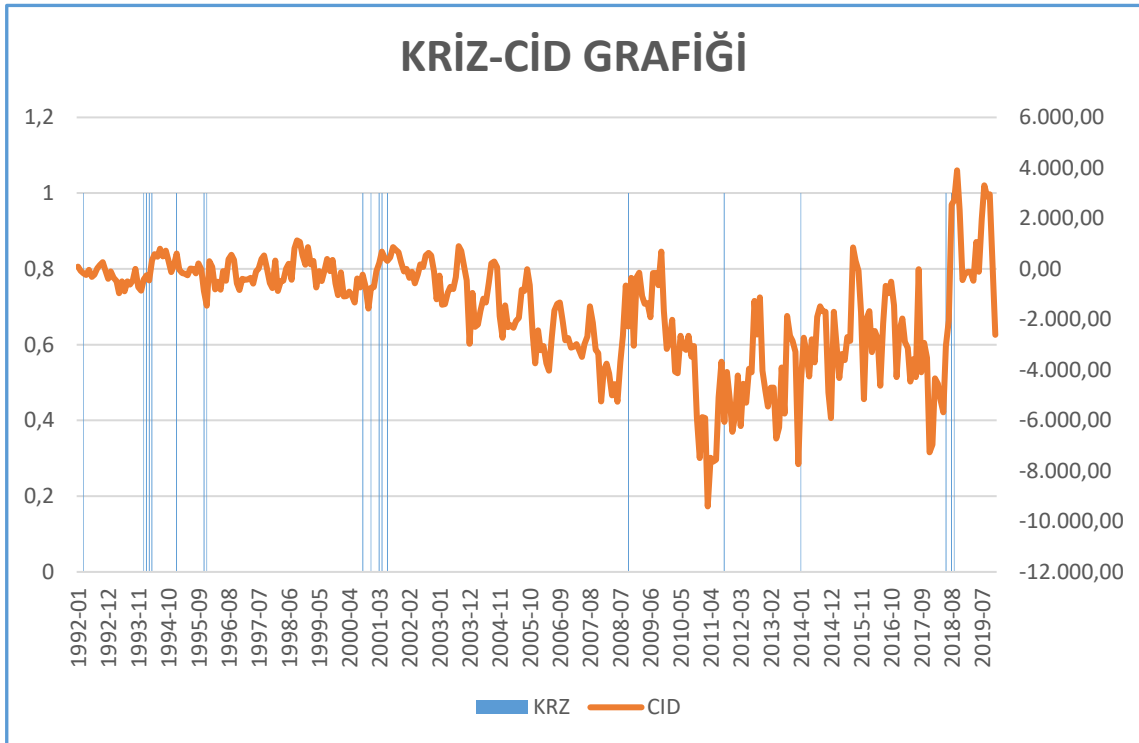
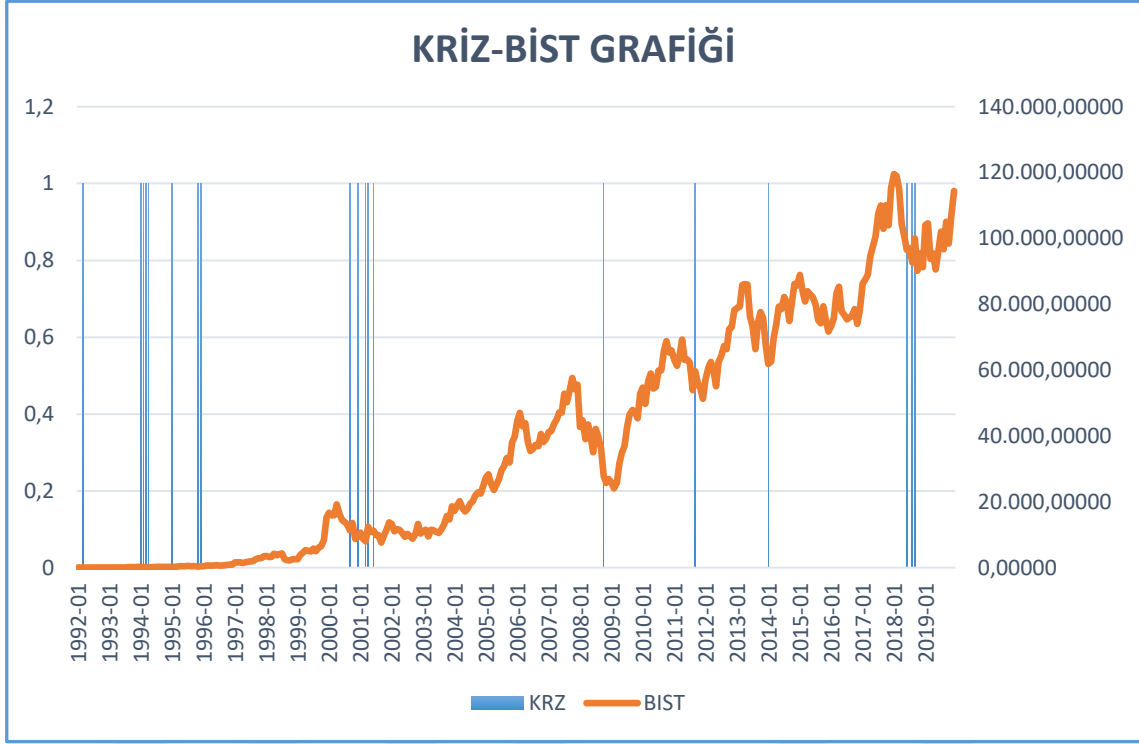
Değişken	ADF (Sabitli)		ADF (Sabitli)		ADF (Sabitli ve Trendli)	
	Düzy	1. Fark	Düzy	1. Fark	Düzy	1. Fark
BIST	-1.192292 (0.2116)	-9.140963 (0.0000)	-0.556873 (0.8734)	-9.207415 (0.0000) *	-9.001444 (0.0000)	-9.296263 (0.0000)
CID	-1.275543 (0.1848)	-9.884578 (0.0000)	-11.94722 (0.0001) *	-9.848480 (0.0000)	-11.89772 (0.0000)	-9.072022 (0.0000)
CASF	-1.176831 (0.2169)	-8.117947 (0.0000)	-6.265463 (0.0000) *	-8.107755 (0.0000)	-7.065237 (0.0000)	-8.109272 (0.0000)
LASF	-0.972896 (0.2932)	-2.171275 (0.0296)	4.913340 (1.0000)	-2.368869 (0.1538)	4.445756 (1.0000)	-2.967361 (0.1480)
TKKGSYH	1.084062 (0.9263)	-1.321889 (0.1708)	-1.118713 (0.7047)	-2.032586 (0.2726)	-0.232984 (0.9912)	-3.950831 (0.0144)
DYYGSYH	2.248105 (0.9938)	-0.846295 (0.3462)	2.183501 (0.9999)	-2.448942 (0.1322)	0.946130 (0.9998)	-3.320157 (0.0709)
ENF	-1.674837 (0.0887)	-9.549502 (0.0000)	-4.137304 (0.0014) *	-9.667336 (0.0000)	-6.727600 (0.0000)	-9.634174 (0.0000)
IMP	-1.463854 (0.1330)	-12.58458 (0.0000)	-1.290462 (0.6308)	-12.61752 (0.0001) *	-2.935267 (0.1570)	-12.60578 (0.0000)
EXP	-1.388689 (0.1523)	-10.47511 (0.0000)	-2.266990 (0.1850)	-10.49750 (0.0000) *	-8.297469 (0.0000)	-10.51825 (0.0000)
EXPIMP	-0.454829 (0.5152)	-8.999241 (0.0000)	-2.807803 (0.0613)***	-8.954223 (0.0000)	-3.958408 (0.0137)	-8.919464 (0.0000)
RDK	-7.011315 (0.0000)	-6.962017 (0.0000)	-5.050764 (0.0001) *	-7.156155 (0.0000)	-7.193796 (0.0000)	-7.312229 (0.0000)
M1	-1.180676 (0.2156)	-9.045088 (0.0000)	-0.155943 (0.9388)	-9.173182 (0.0000) *	-6.240129 (0.0000)	-9.260040 (0.0000)
M1GSYH	-2.641007 (0.0088)	-3.443086 (0.0008)	-1.378107 (0.5892)	-4.170785 (0.0013) *	-2.085321 (0.5459)	-4.244941 (0.0060)
M2	-1.377791 (0.1552)	-13.93259 (0.0000)	-1.312502 (0.6206)	-13.92993 (0.0001) *	-4.886952 (0.0007)	-13.97721 (0.0000)
M2GSYH	-0.458938 (0.5134)	-0.458938 (0.5134)	-1.198668 (0.6718)	-3.525831 (0.0096) *	-1.809721 (0.6911)	-3.527330 (0.0430)
BOG	0.874936 (0.8962)	-8.692814 (0.0000)	-2.301039 (0.1741)	-8.666088 (0.0000) *	-7.300341 (0.0000)	-8.660977 (0.0000)
REZ	-1.139684 (0.2299)	-16.13775 (0.0000)	-0.688614 (0.8433)	-16.15871 (0.0001) *	-2.023799 (0.5799)	-16.28546 (0.0000)

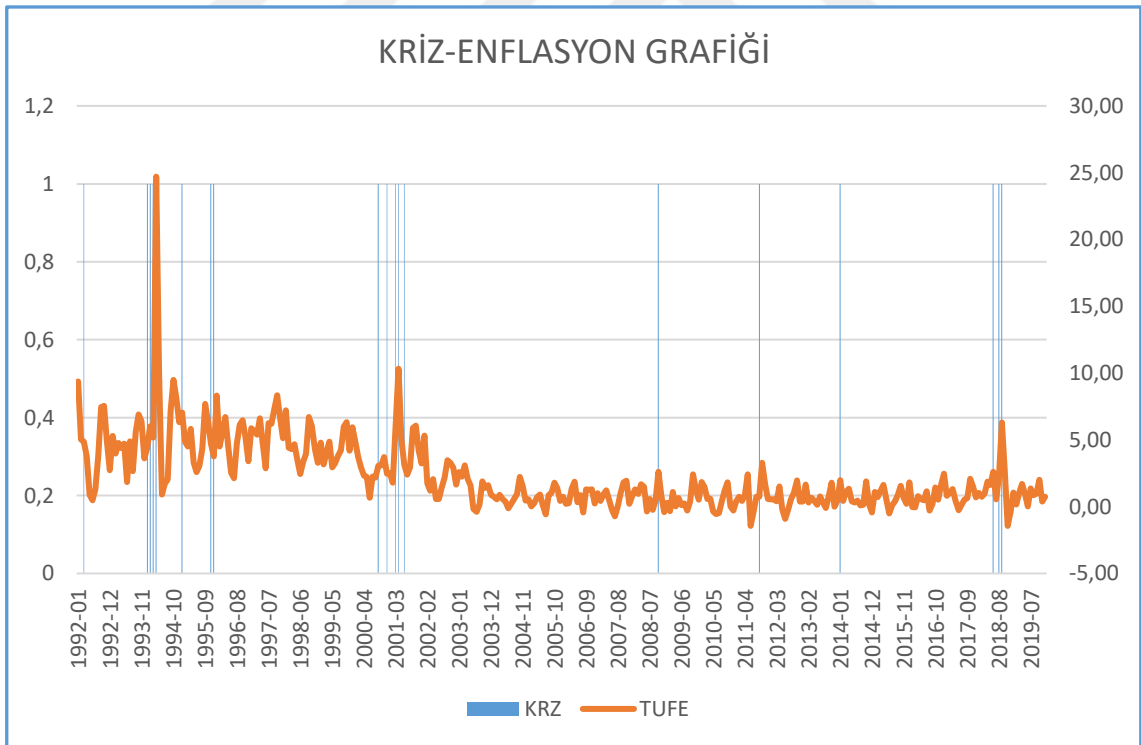
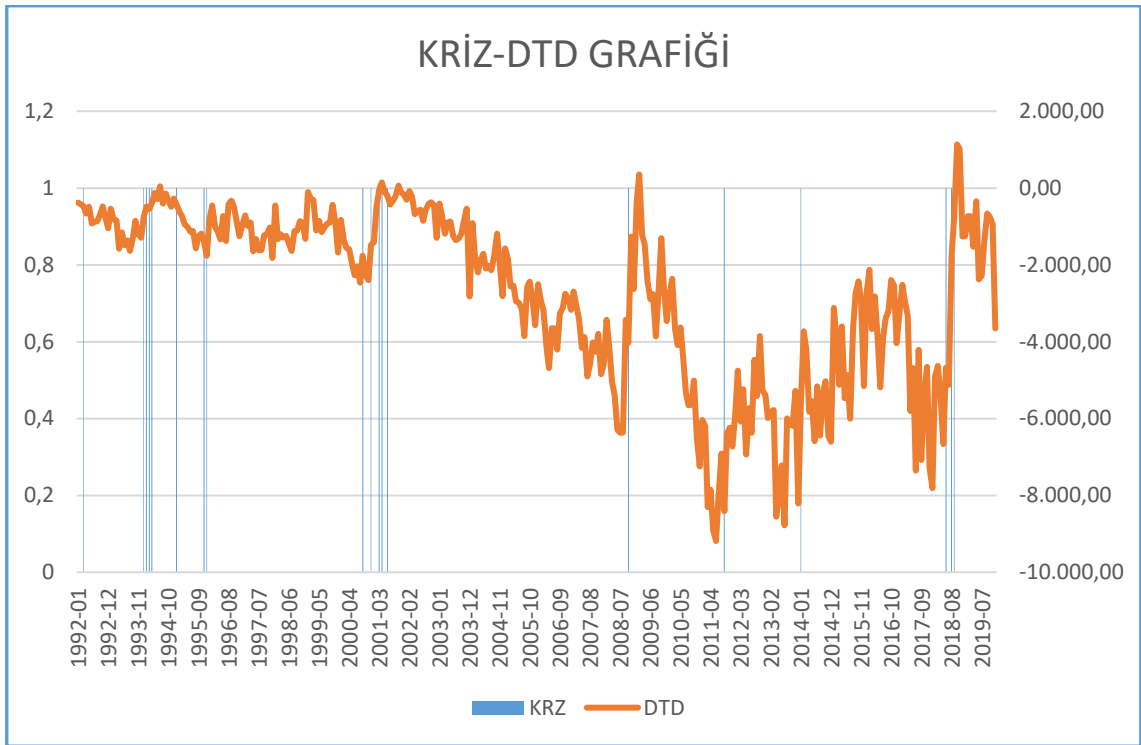
REZGSYH	-0.271521 (0.5853)	-5.183492 (0.0000)	-3.562165 (0.0087) *	-5.152716 (0.0000)	-4.334714 (0.0046)	-5.120740 (0.0004)
IBS	-1.376920 (0.1554)	-7.966364 (0.0000)	-1.459674 (0.5492)	-8.091718 (0.0000) *	-3.383518 (0.0605)	-8.089779 (0.0000)
IBSGSYH	-1.542629 (0.1148)	-2.746709 (0.0066)	-1.672280 (0.4412)	-2.699316 (0.0788)***	-5.871060 (0.0000)	-2.110204 (0.5318)
KRDGSYH	1.154674 (0.9349)	-4.050516 (0.0001)	-1.839842 (0.3588)	-3.480459 (0.0112) **	-4.528606 (0.0026)	-3.652015 (0.0320)
KRDHCM	-2.178337 (0.0291)	-15.87075 (0.0000)	-2.003153 (0.2851)	-15.89926 (0.0001) *	-2.866777 (0.1785)	-15.81009 (0.0000)
KVDB	-1.090942 (0.2475)	-8.813176 (0.0000)	-5.763368 (0.0000) *	-8.800054 (0.0000)	-6.917423 (0.0000)	-8.795948 (0.0000)
KVDBGSYH	-0.839341 (0.3493)	-4.201248 (0.0001)	-0.729366 (0.8328)	-4.267190 (0.0010) *	-2.572667 (0.2937)	-4.327666 (0.0047)
KVDBREZ	-1.538983 (0.1156)	-7.446171 (0.0000)	-1.497116 (0.5304)	-7.403492 (0.0000) *	-2.432913 (0.3603)	-7.430799 (0.0000)
KVDBEX	-0.710617 (0.4060)	-4.747270 (0.0000)	-1.927363 (0.3184)	-4.718523 (0.0002) *	-2.261939 (0.4495)	-4.731941 (0.0013)

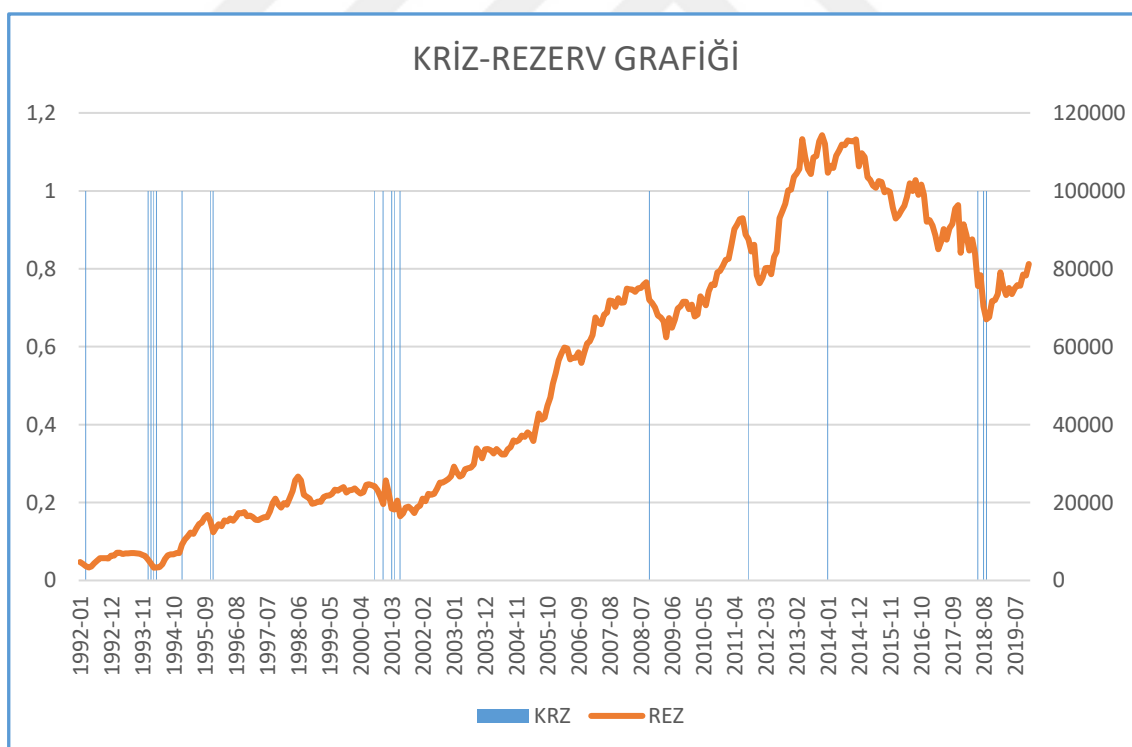
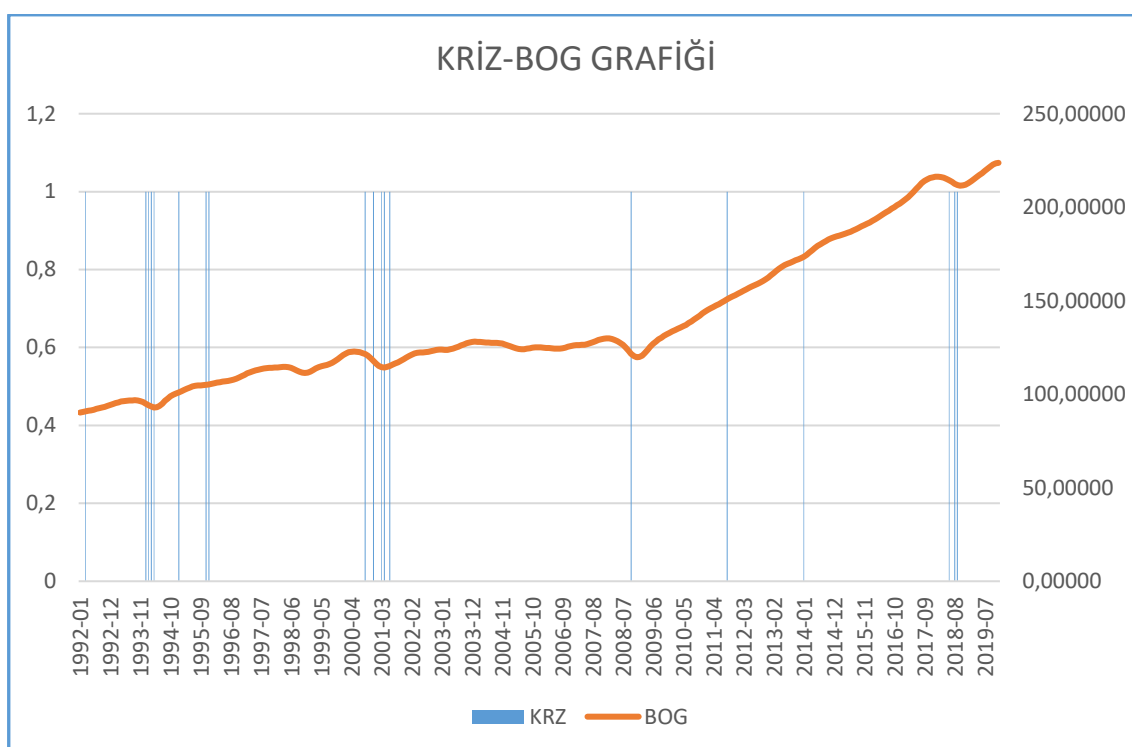
ADF Durağanlık Analizi 2. Fark Analiz Sonuçları

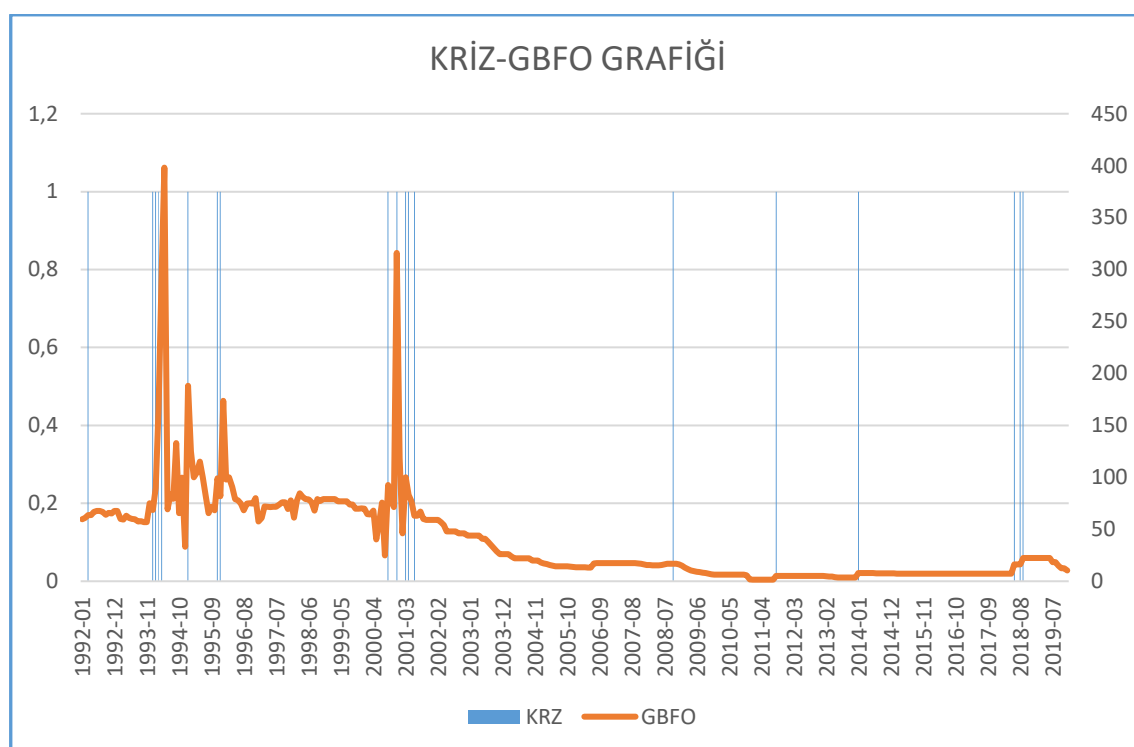
ADF (Sabitli)			
	Düzey	1. Fark	2. Fark
LASF	4.913340 (1.0000)	-2.368869 (0.1538)	-7.011315 (0.0000) *
TKKGSYH	-1.118713 (0.7047)	-2.032586 (0.2726)	-6.909329 (0.0000) *
DYYGSYH	2.183501 (0.9999)	-2.448942 (0.1322)	-8.690326 (0.0000) *

Ek-6 Analiz Sonucu Elde Edilen Kriz Öncü Göstergelerinin Kriz Dönemlerindeki Değişim Grafikleri (Aylık)

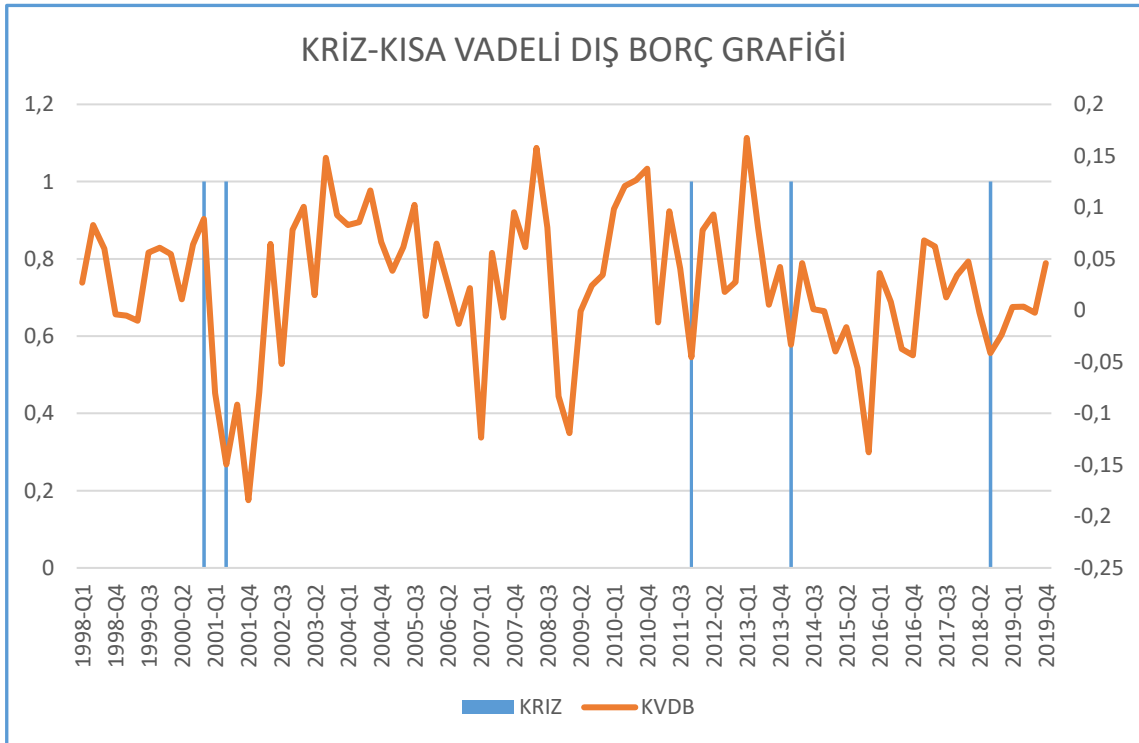
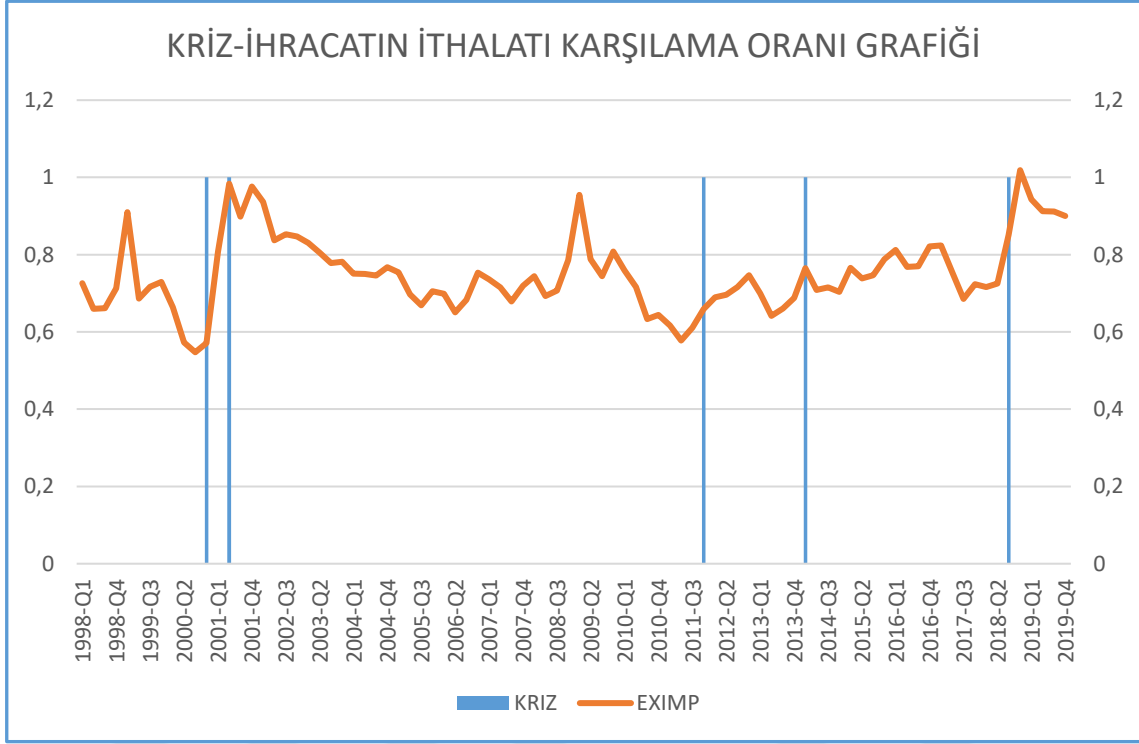


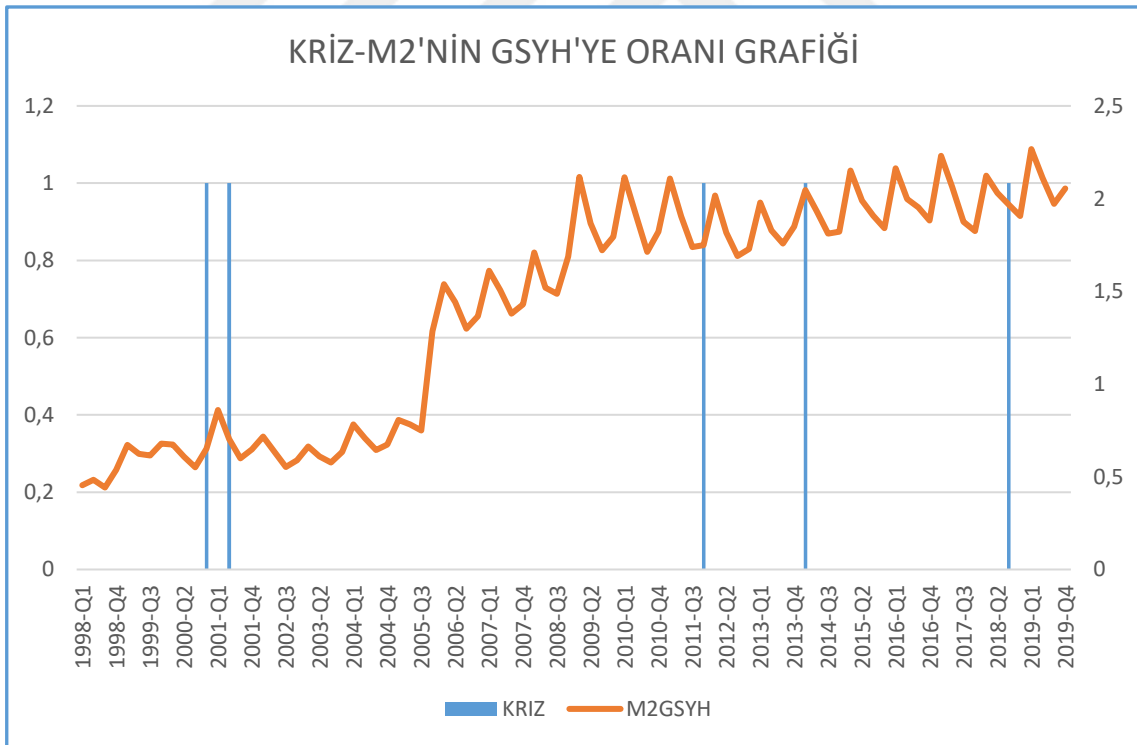
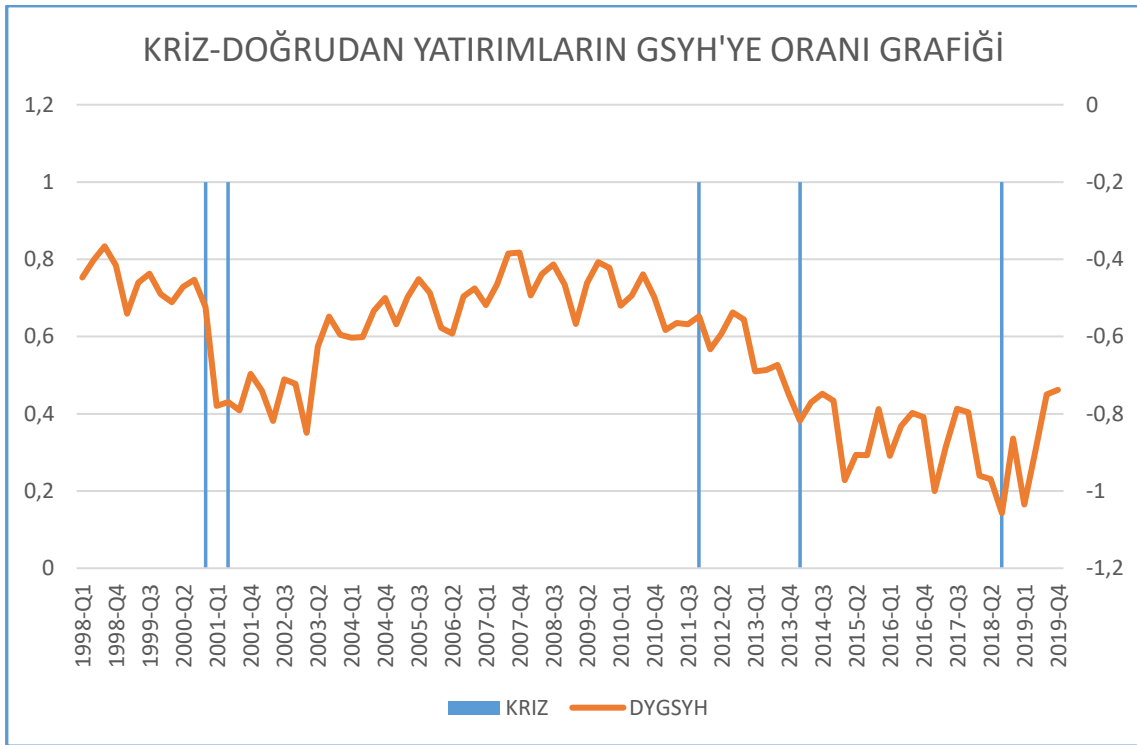


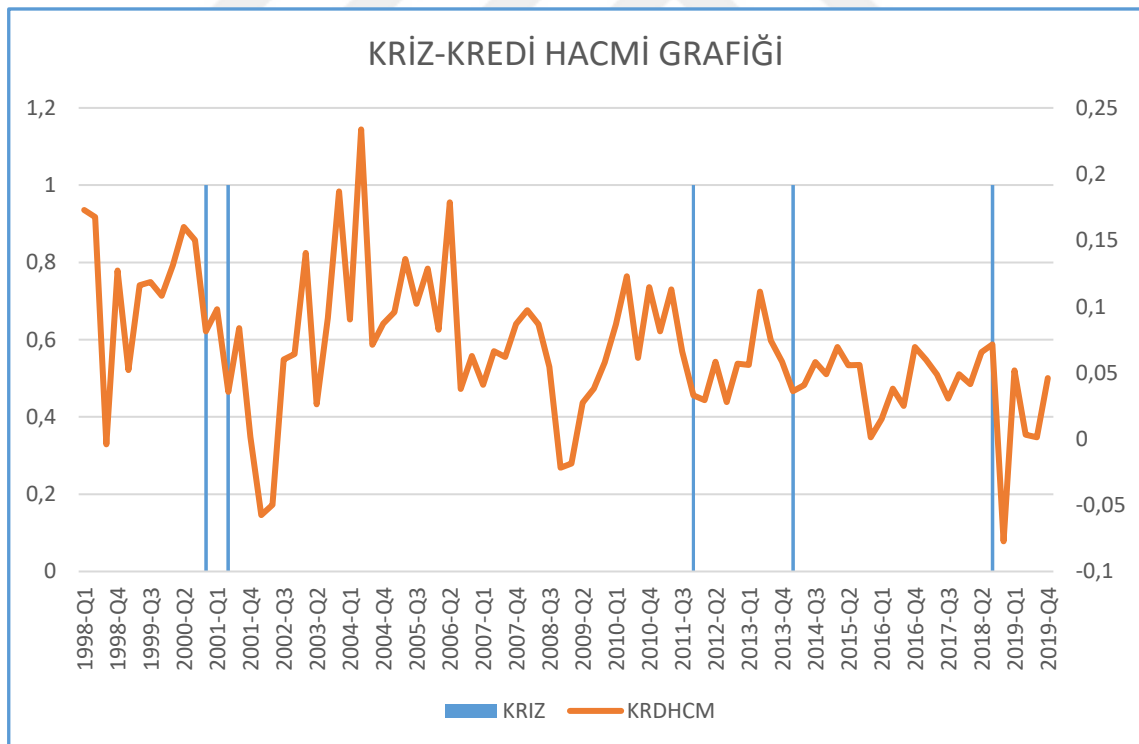
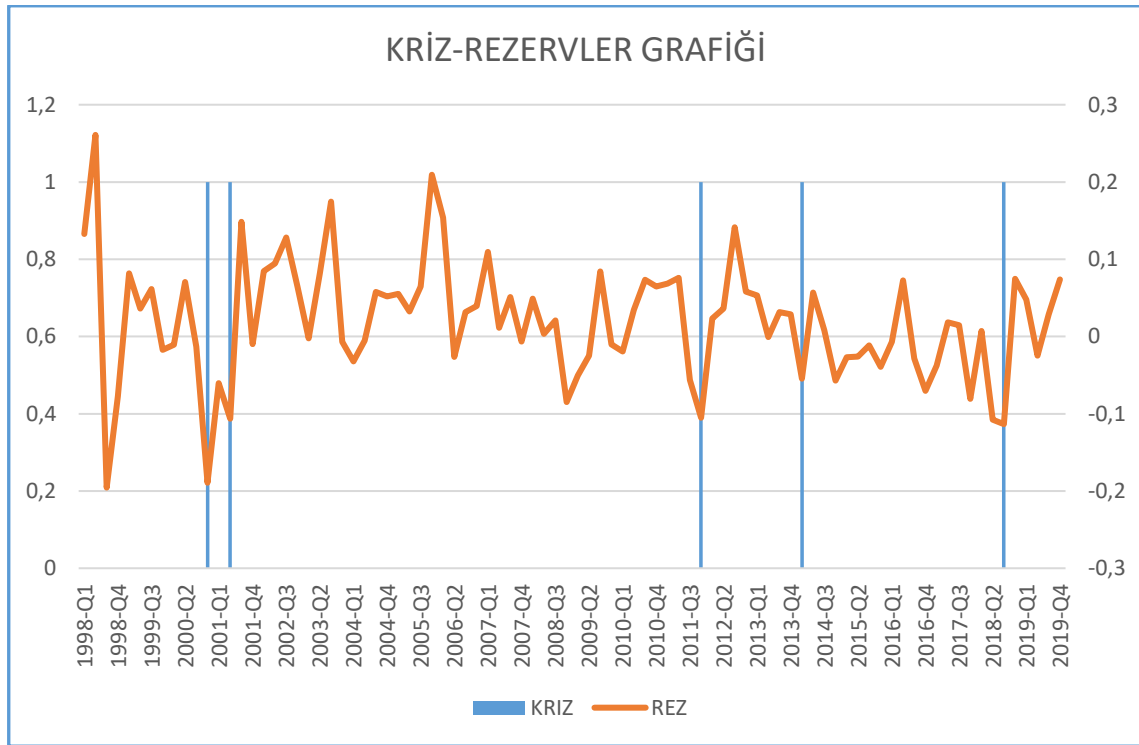


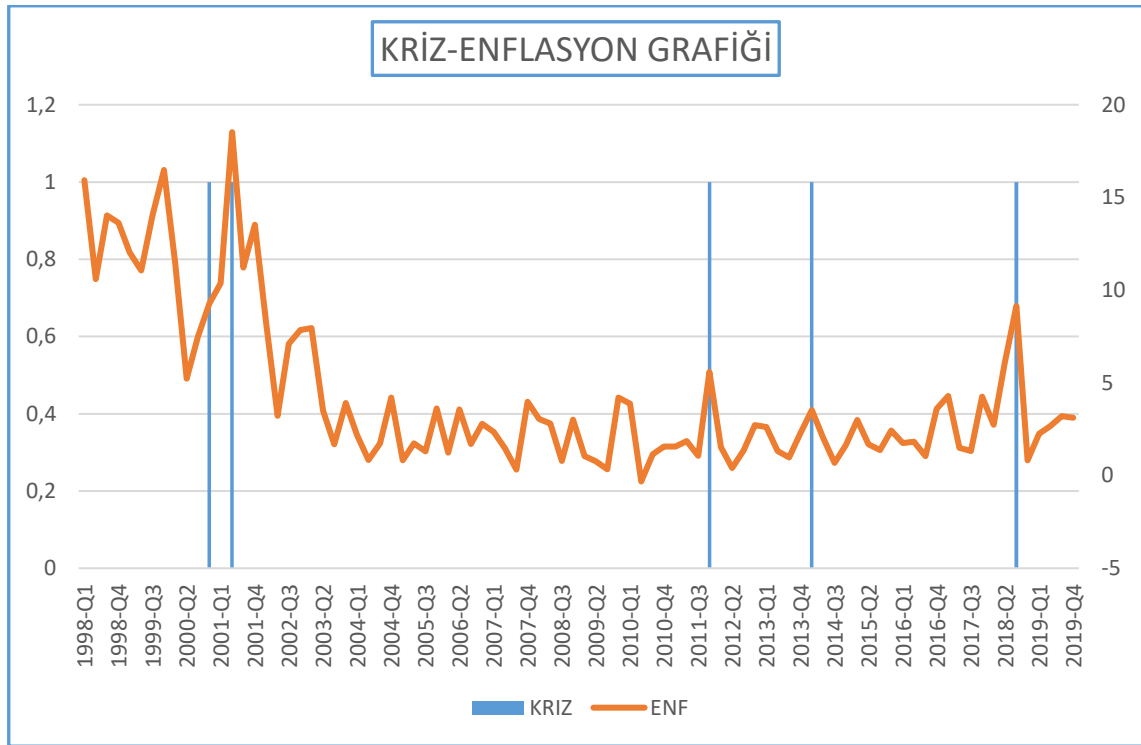


Ek-7 Analiz Sonucu Elde Edilen Kriz Öncü Göstergelerinin Kriz Dönemlerindeki Değişim Grafikleri (3 Aylık)









ÖZGEÇMİŞ

