

T.C.
GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE FİNANSAL
KIRILGANLIK VE KRİZLER

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Selcan OĞUZ

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Sezgin POLAT

HAZİRAN 2018

ÖN SÖZ

Yüksek lisans eğitimim boyunca bilgi ve deneyimi ile yol gösteren, bu tez çalışmasında yardımlarını ve katkılarını esirgemeyen değerli danışman hocam Sayın Doç. Dr. Sezgin Polat ve Doç. Dr. Sevgi İnceci'ye, ayrıca öneri ve katkılarından dolayı rahmetli Annem Serpil Oğuz'a, desteklerini esirgemeyen değerli hocalarım'a sonsuz teşekkürlerimi sunarım.



İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER.....	iii
KISALTMALAR.....	v
ŞEKİL LİSTESİ	vi
TABLO LİSTESİ.....	v
ÖZET	viii
GİRİŞ.....	1
1. FİNANSAL KIRILGANLIK.....	5
1.1. Tanım	5
1.2. Kırılğanlık Modelleri	11
1.2.1. Minsky ve Finansal (Mali) Kırılğanlık.....	14
1.3. Kırılğanlık ve Likidite	19
1.4. Kırılğanlık Ölçütleri ve Kırılğanlık Endeksi.....	22
2. ÜLKELERDE KIRILGANLIK	24
2.1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Kırılğanlık	26
2.2. OECD Ülkelerinde Kırılğanlık	31
2.2.1. Asya Ülkelerinde Kırılğanlık	33
3. FİNANSAL KRİZLER	36
3.1. Finansal Kırılğanlık ve Kriz Arasındaki İlişki.....	37
3.1.1. Kriz Öncesi Dönem (1998-2006).....	38
3.2. Finansal İnovasyonlar (Reformlar).....	40
3.3. Rezervler.....	41
3.4. İş Döngüleri	42
3.5. Balonlar.....	45
3.5.1. Kriz Dönemi ve Kriz Gelişimi (2007-2008)	46
3.5.2. Kriz Sonrası Dönem ve Krizin Uzun Dönemli Etkileri	49
3.6. Değerlendirme	51

3.7. Dünyada Yaşanmış Krizler ve Kırılganlık.....	53
3.8. Kriz Çeşitleri.....	56
4. KRİZ GÖSTERGELERİ VE KIRILGANLIK NEDENLERİ	59
4.1. Rezervler ve Deposit Oranları	61
4.2. Sermaye Akım Değişiklikleri	63
4.3. Yapısal Değişimler	66
4.4. Bankacılık Sistemi	67
4.5. Kur Dalgalanmaları.....	73
4.6. Büyüme Oranları.....	73
6. SONUÇ	75
KAYNAKÇA.....	76

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Finansal İstikrarsızlığa İlişkin Teorik Yaklaşımlar.....	10
Tablo 2: Hisse veya Hisse Değişimleri	35
Tablo 3: Bazı ülkelerde kriz göstergeleri	59
Tablo 4: Para ve Bankacılık Krizleri	60
Tablo 5: Bankacılık Sorunları Olan Ülkelerin Sınıflandırılması.....	70

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1: Çok değişkenli kendini gerçekleştirme dengesi	12
Şekil 2: Rasyonel Beklentiler Işığında İnnovasyonla Denge	14
Şekil 3: Finansal kırılganlık risk alma artışı	19
Şekil 4 : 1920 ve 1980’li yıllarda, kapitalist dünya ekonomisinin yaşadığı krizler	56
Şekil 5: Ekonomik Krizlerin Oluştukları Piyasalara Göre Sınıflandırılması	58

KISALTMALAR

DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırımlar
FIH	: Finansal İstikrarsızlık Hipotezi
FSOC	: Financial Stability Oversight Council
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IDFF	: Institutional Development Fund
IMF	: Uluslararası Para Fonu
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Organizasyonu)

ÖZET

Finansal kırılganlık ana başlığı altında incelenen bu çalışmada öncelikle finansal kırılganlık tanımı ele alınacak, daha sonra tarihsel bir bağlamda oluşturulmuş finansal kırılganlık hipotezleri açıklanacaktır. Bunun yanı sıra makalelerde yer alan çeşitli makro ve mikro finansal kırılganlık modelleri ele alınırken Minsky'nin "Finansal İstikrarsızlık Hipotezi" ve modeli ana başlık olacaktır. Yine, finansal kırılganlığın makro anlamda ölçütleri incelenirken çok tartışılan likidite tuzağı ve ele alınacaktır.

Her ülkenin kendine özgü bankacılık sistemi ve kur-rezerv sistemi modellenmiş olsa da buradaki öncelik, bu ülkelerin ortak özelliklerini vurgulamaktır. Son olarak, gelişmekte olan ülkelerde finansal kırılganlık ele alınacak ve gelişmiş ülkeler ve OECD ülkeleriyle kıyaslamalar ve kırılganlığın krizle olan ilişkisi ve finansal krizlerle ile çalışma son bulacaktır.

RESUME

Dans cette étude, examinée sous le titre de fragilité financière, d'abord la définition de la fragilité financière sera discutée puis les hypothèses de fragilité financière seront établies dans un contexte historique seront expliquées. En outre, l'hypothèse de l'instabilité financière de Minsky et le modèle seront le sujet principal tout en discutant divers modèles de vulnérabilité macro et micro financière dans les articles. Encore une fois, bien que les critères de macro-sens de la vulnérabilité financière soient examinés, question controversée concernant le piège de liquidité sera abordée.

Alors que le système bancaire et le système de réserve d'échange de chaque pays soient modélisés, la priorité est de mettre en évidence les caractéristiques communes de ces pays. Enfin, la vulnérabilité financière dans les pays en développement sera abordée et le travail avec des relations comparatives et fragiles avec les pays développés et les pays de l'OCDE et les crises financières prendra fin.

SUMMARY

In this study ,which is discussed under the main heading /title of financial vulnerability , the description of financial fragility will be explained first, following by the financial vulnerability hypotheses established in a historical context. In addition to this ,Minsky's "Financial Instability Hypothesis" and his model will be the main topic while analyzing various macro and micro vulnerability models in the articles. Again, much discussed liquidity trap will be discussed when examining macroeconomic measures of financial vulnerability.

Although each country's own banking system and exchange-reserve system are modeled, the priority here is to emphasize the common features of these countries. Finally, the financial vulnerability for developping countries will be analyzed within the study which will end by comparison to developed and OECD countries, within the relationship between fragility and financial crises.

GİRİŞ

Kırılgnlık terimi, yani finansal krizlere olan yatkınlık ve önlenememezlik durumu, geçmişten günümüze değin kullanılan bir terimdir. Bu terim birçok iktisadi kavramla açıklanır. Örneğın, bankaların ve iktisadi teşebbüslerin çok az yatırım almış olmasıyla tanımlanabilmektedir. Literatürde piyasa çeşitlerine göre çok farklı tanımlar da yapılmıştır. Genel olarak bankacılık sektöründe kırılgnlıklar, finansal olmayan piyasada kırılgnlıklar (reel sektörde kırılgnlıklar), finansal sektörde kırılgnlıklardan bahsedilebilir. Ayrıca kırılgnlık sözcüğü ekonomik anlamda literatürde dış kırılgnlıklar, finansal kırılgnlıklar ve de mali kırılgnlıklar olarak da tanımlanmıştır.

Literatürde birçok ekol, finansal kırılgnlığı krizin alt başlığı olarak görse de Hyman Minsky gibi ekonomistler (post-keynesyenler) ekonomik sistemin bir vazgeçilmezi olarak öngörmüştür. Örneğın, Micheal Bordo Minsky ve hipotezi krizi açıklayan bir akım olarak öngörölmüştür. Birinci bölümde Minsky'nin ve post keynesyenlerin finansal istikrarsızlık teorisi incelenmiştir. Teori birçok ekonomist tarafından geliştirilip incelenmiş ve de ekonomistlerin krize dair oluşturdukları hipotezler ortaya atılmıştır. Bu durum Bilgin'in (2006) tablosunda rahatlıkla görölmektedir.

Minsky, finansal istikrarsızlık hipotezinde üç finansman türü incelemiştir. Bu finansman türleri ponzi hedge ve spekülatif her finansman şekli, nakit akışlarını karşılayıp karşılayamamasıyla tanımlanmıştır. Ayrıca Minsky, kırılgnlık üzerine birçok çalışma yapmıştır. Daha çok yatırım faiz oranı ve bankacılık sistemini incelediğı bir teorisinde de şu anki krizi tanımlamak için de kullanılan "Minsky anı" dedikleri bir hipotez ortaya atmıştır.

Minsky anı dediğimiz süreç, Minsky döngüsü ile açıklanmıştır. İstikrar zamanlarında alınan riskli kararlar ve riskli yatırımlar istikrarsızlık zamanlarını doğurmaktadır. Diğer bir deyişle, sistemik kriz, kapitalizm ve para politikalarının bir

sonucuydu. Sistemik kriz ilk olarak kötü bilançoların para krizlerine doğru evrilmesiyle ortaya çıkmaktadır. Daha sonra bilançoların para krizleri dolayısıyla da kötüleşme ile sonuçlanmaktadır. Borç piyasalarının, devalüasyona uğrayan para piyasalarıyla etkileşime girmesi sonucu sistemik kriz ortaya çıkmaktadır (Minsky 2003).

Kırılganlık göstergeleri birçok kriteri içermektedir. Örneğin, bir şirketin kırılganlığını belirleyen göstergeleri durgunluğu engellemek, dolandırıcılığı önlemek adına belirlenip işleme sokulmaktadır. Bununla birlikte bir ülkenin kırılganlığını belirten göstergeler de FED tarafından açıklanmıştır.

Likidite, merkez bankasının faiz oranlarını ve de para arzını kontrol eden bir mekanizma olabilmekte ve krizin yayılmasında veya krizin ilerlemesinde önemli rol oynamaktadır. Özellikle bankacılık krizlerinde ve de 2008 krizinde olduğu gibi devlet müdahalesi sonrası piyasada likidite eksikliği olabilmektedir.

Kırılganlık ile ilişkili birçok kişi ve ekol tarafından farklı tanımlar ve göstergeler üretilmiş gibi, birçok ülkenin farklı nedenlerden dolayı kırılgan sayılabileceği tespit edilmiştir. Birden fazla tanımı olan kırılganlığın her ülkeye ait bir tanımı mevcuttur. Her ülke ekonomisinin kendine has özellikleri olduğu için (bankacılık sistemi rezerv oranları, likidite oranları) farklı kırılganlık göstergelerinden ve tanımlarından bahsedilmektedir.

İlk olarak, kur sistemi kırılgan olabilir ya da hükûmetlerin kur sistemleri dışsal şoklara dayanıksız olabilirdi. Daha sonra finansal olan sektör, finansal mühendislikten yoksun olabilirdi. Birçok teori ve hipotez sonucunda uygulanan politikalar, beklenen sonucu vermeyebilirdi. Rasyonel hipotezler teorisi sonucu oluşan beklentilere yerel üreticiler farklı bir sonuç verebilirdi. Bu beklentileri ele alan modeller incelendi.

Örneğin, 1980'lerde başlayan global sistemde olan açıklık ve yeni integrasyon süreci gelişmekte olan ülkeler için kırılganlık nedeni olmuş ve krizlere yol açmıştır. Bu durumun daha çok Asya ülkelerine özgü olduğu gözlemlenmiş ve kırılganlık ülkelere göre incelenmiştir.

Daha sonra tespit edilen kırılganlıkların krize yol açıp açmayacağı sorusu sorgulanmış ve kriz kırılganlık ilişkisi mercek altına alınmıştır. Krizlerin önlenmesi için yapılan çalışmaların bir ürünü olan kırılganlık, birçok kez tanımlanmıştır ancak bu çalışmada kırılganlığın krizle olan ilişkileri incelenmiştir. Diğer bir açıdan kriz çeşitleri

ve kriz modelleri terimleri açıklanmış ve dünyada yaşanan belli başlı krizlere değinilmiştir.

Kriz göstergeleri, tıpkı kırılmalık göstergeleri gibi ele alınmıştır. Krizin kırılmalığın bir sonucu olarak çıktığının (kırılmalığın bir şok sonucu krize dönüşümü) örneklendirilmiştir. Kriz; GSYH, büyüme, işsizlik, enflasyon gibi birçok makro ekonomik göstergenin eşik değerlerinin altına düşmesiyle oluşmaktadır. Bununla birlikte birçok çeşit kriz bulunmaktadır ve her bir krizin farklı göstergesi bulunmaktadır.

Krizler, tarihsel açıdan incelenirken tarihsel bazı göstergelerin bazı ülkeler için hayati önem kazandığı ve öne çıktığı (gelişmekte olan ülkeler ve finansal entegrasyon gibi) fark edilerek nesiller açısından incelenmiştir. Örneğin, Latin Amerika krizlerini inceleyen Krugman, onlara birinci nesil krizleri adını vermiştir. Bu çalışmada, ikinci nesil krizleri ve Doğu Asya ülkelerini kapsayan üçüncü nesil krizlerini ele almaktayız.

Bunların yanı sıra birçok ekonomist çalışmasındaki kriz indeksleri incelenmiştir. Kriz indekslerinden biri, örnek olarak ele alınmıştır. Örneğin; gelişmekte olan ülkelere krizler ve finansal piyasada işlem gören ürünler ele alınmıştır. Amaç daha çok gelişmiş ülke ekonomilerini kıyaslamaktır. Finansal piyasaların büyüklüğü, işlem hacmi ve gelişmişliğin ülkelere göre değiştiği gözlemlenmiştir.

Çalışmanın sonlarına doğru en son gerçekleşen 2008 global krizi ele alınmıştır. Krizin oluşumu ile onun öncesindeki refah dönemi büyüme oranları ve faiz oranları ve gelişim aşamaları (yapılan politikalar) ayrıntılı bir şekilde değerlendirilmiştir. Faiz oranları, büyüme oranları ve ticari yönü ve hacimleri gibi göstergeler incelenmiştir. İnceleme sırasında özellikle gelişmiş ve gelişmemiş ülke ayrımı yapılmıştır.

Kriz gerçekleşme aşamasındayken “subprime mortgage crisis” oluşumu incelenmiştir. Bu oluşuma kısaca değinmek gerekirse Amerika’da oluşan mortgage balonu ele alınmaktadır. Piyasada evler için verilen kredilerin faiz oranları, evler tarafından karşılanamayacak derecede yükselmiştir. Karşılığı alınmak istenen mortgage kredileri ödeme gücü yetersiz olan müşterilere verilmiştir. Bu piyasaya bağlı oluşan fonlar da dolayısıyla türev piyasalar da işlem karşılığı veremeyecek hâldedir. Kriz Amerika’da çıkmakla birlikte Avrupa’da Euro krizi olarak karşımıza çıkmıştır. Ancak kriz, 2008 Avrupa Birliği bölgesinde kamu borçlarının artmasıyla sonuçlanmıştır.

Mortgage krizi özellikle İspanya, İtalya, Portekiz, İrlanda, Yunanistan gibi ülkeleri derinden etkilemiş bir Euro borç krizini tetiklemiştir. Merkez ülkeler (Almanya, Fransa vb.) krizi daha sakin atlatırken, Avrupa Birliği'nin içerisindeki koordinasyon problemleri belirginleşmiştir. Örneğin, İspanya'da mortgage balonunun oluşması piyasayı düzenlenemez hâle getirmiştir. Aynı zamanda birçok OECD ülkesinin makro değişkenini de olumsuz yönde etkilemiş, bankacılık sektöründe kırılmalıklar yaratmıştır.

Son olarak krizden sonra kırılmalık, mikro ekonomik ve makro ekonomik göstergeler ile ayrıntılı bir biçimde incelenmiştir. Kriz sonrasında krizin yarattığı olumsuz spekülative atakları dengelemek amacıyla çeşitli regülasyonlara gidilmiştir. Örneğin, Türkiye Merkez Bankası likidite sorununu gidermek amacıyla maliye ve para politikaları uygulamıştır.

Morgan Stanley, kırılmalık ülkenin en önemli özelliklerinden birini kriz zamanında yatırım çeken ülkenin kriz geçtikten sonra artık yatırım çekmeyecek olması şeklinde tanımlamıştır. Örneğin, sermaye akımlarının kriz dönemi boyunca krizden daha az etkilenen ülkelere yatırım yapılmasıdır.

Her on yıllık dönem, büyüme açısından ele alınmıştır. 1950-1960 yılları arası hızlı büyüme dönemi olup 1970'lerde stagflasyonun etkisi gözlemlenmiştir. 1970'ler aynı zamanda petrol krizlerinin yoğun hissedildiği dönemdir. Ülkeler arası büyüme farklılıkları aynı zamanda, krizlerde de hissedilmektedir. 1990'lı yıllarda kriz, hem cari açık hem de döviz kurundan kaynaklanan açıktan etkilenmektedir. Bu yıllarda ülkelerin paraları aşırı değerlidir.

Bu çalışmada öncelikle kırılmalık ve kriz tanımları ele alınmıştır. Daha sonrasında aralarındaki ilişki incelenmiş olup, herhangi bir kırılmalığın krize geçiş olanağı verip vermeyeceği sorgulanmıştır. Daha sonra, 2008 ekonomik krizi değerlendirilmiştir. 2008 krizi üç başlıkta incelenmiş olup çalışmanın amacı krizin oluşum öncesi koşulları değerlendirebilmektir. Bir sonraki evrede krizin dünya ekonomisine etkisi incelenmektedir. En son olarak krizi neleri değiştirebildiğini ve de bundan sonra neleri değiştirebileceği ele alınmıştır.

1. FİNANSAL KIRILGANLIK

1.1. Tanım

Finansal olarak kırılganlık ifadesi, operasyonel maliyetlerini dış borçlarla finanse eden, başka bir deyişle yüksek ve yükselen cari açıkları sebebiyle yabancı sermaye akımlarına daha bağımlı hâle gelen ülkeler için kullanılmaktadır (Morgan Stanley, 2013). Kısa vadeli borçlara bağımlı olan ülkeler finansal kırılgandır. Birçok göstergenin ekonomide kötüye gittiğine işaret eden dönemlerdir. Herhangi bir dışsal şokla veya herhangi bir politikayla veya öngörülmedik teknolojik gelişmeyi veya herhangi öngörülemeyen spekülatif saldırılara karşı dayanıksız yapıyı ifade eder.

Finansal kırılganlık dönemi, finansal genişleme dönemlerinde köklerini bulurken finansal istikrarsızlık dönemlerinden önce ortaya çıkar. Finansal istikrarsızlık hipotezinde değişen nakit akışı ilişkilerinde sakın yılların sağlam finansal sisteme dönüşümü ve bir vade sonrasında kırılgan bir sisteme dönüşümü ele alınır (Marc Lavoie, 1983).

Finansal kırılganlık, aynı zamanda mali kırılgan durum, bilançoları çok zayıf, ekonomilerin önemli derecede yatırım azlığı çekmesini, yatırım kaynaklarının yanlış tahsis edilmesini ve de yatırımın tamamen çökmüş olmasıyla karakterize edilir. (Bernanke, 1983). Finansal istikrarsızlık ya da kırılganlık, yatırım projeleri üstlenmek isteyen girişimcilerin net değere sahip olduklarında ortaya çıktığını; bunun dış finansman üzerindeki ağır güvene bağlı olması, kurumun yatırım maliyetlerinin yüksek olmasına neden olmaktadır. Yüksek kurum maliyetleri, düşük ve verimsiz yatırımlara yol açmaktadır. Finansal kırılganlık ile mücadele için yapılan standart politikalar, potansiyel borç alanlarının net değerini koruyan veya arttıran transferler olarak yorumlanabilir (Bernanke 1987).

Bu araştırma boyunca “mali kırılganlık” kavramının ekonomik literatürde neden farklı tanımlarla ifade edildiği ve finansal kırılganlık, finans sektöründe kırılganlık,

bankacılık sektöründeki finansal kırılganlık gibi birçok kırılganlığın mevcut olduğu ifade edilecektir. Bununla birlikte birçok ülkenin finansal açıdan kırılgan olduğu ve değişik ekonomik özellikler yansıttığı görülecektir. “Finansal Kırılganlık”ın tespit edilmesi kısmen birinin nasıl tanımladığına bağlı olduğu için farklı kırılganlık tanımları üzerinde çalışılacak ama en çok bir ülkenin kırılgan olması ele alınacaktır.

Finansal kırılganlık, çok küçük şokların ekonomiyi eşik ötesinde patlayan bir krize sürükleyebileceği bir durum olarak yorumlanır. Başka bir deyişle, finansal kırılganlık aşırı duyarlılığın aşırı bir örneğidir. Amaç kriz çıkmasını, herhangi bir işlevsizliğin domino etkisi yaratıp daha büyük çapta borçlanma, likidite eksikliği yaratmamasıdır. Şimdi bir birimin finansal kırılganlığını yapısal duyarlılığı olarak tanımlayabiliriz. Şoklar tanımlanan ödeme gücüne zarar verecek minimum şokla ölçülür. Bu tanımda finansal kırılganlık finansal birimin yapısal dengesizliğini, yani mesafeyi tanımlar (Gale 2010).

Ekonomik kırılganlık göstergelerini belirlemede ortak bir görüş olmamasına rağmen, genel olarak kabul görmüş göstergeler; dış kırılganlıklar, mali kırılganlıklar ve finansal kırılganlıklar olarak üç grupta incelenebilir (Özyıldız, 2014):

a) Dış kırılganlıklar: Cari açık/GSYİH (%4,5’i aşması kriz sinyali olmakla beraber cari açığın sürdürülemez olduğuna işaret eder), uluslararası döviz rezervleri/kısa vadeli dış borç (%), uluslararası döviz rezervleri/GSYİH (%), toplam dış borç/GSYİH (%), toplam dış borç/toplam yıllık ihracat, reel kurun aşırı değerlendirilmesi;

b) Mali kırılganlıklar: Bütçe açığı/GSYİH, kamu açığı/GSYİH, toplam kamu borcu/GSYİH, kısa vadeli dış borç/GSYİH, kamu dış borcu/GSYİH;

(c) Finansal kırılganlıklar: Kredi /mevduat, yıllık kredi büyümesi, yurt içi kredi/GSYİH.

Kırılganlık, sektöre ve sadece bankaya özgü ve makro-spesifik değişkenler tarafından değil, aynı zamanda finansal liberalizasyon ve bankacılık düzenlemeleri ve denetim politikaları ile de ilgilidir. Bu çalışmada finansal reformlar, finansal liberalizasyon ve bankacılık düzenlemesinin kalitesi ile finansal kırılganlık gözetimi arasındaki ilişki araştırılmaktadır. Kırılgan ülkenin özellikleri daha sonra ele alınacak olup GSYİH büyümesi, işsizlik oranı ve hükümet bütçesi açığı gibi etmenler ön plana çıkmaktadır.

Bu nedenle finansal kırılganlık, birçok şeyi ifade etmekle beraber istikrarsızlık dediğimiz şeyin çok açık bir örneğidir (Finansal İstikrarsızlık Hipotezi, Minsky). Post Keynesyen ekonomistlere göre finansal kırılganlık finansal istikrarsızlıkla sonuçlanabilecek bir süreçtir. Ana akımcı ya da Yeni Keynesyen ekonomistler için finansal kırılganlık, geleneksel olarak bir şokun istikrarsızlığı tetikleyebileceği bir devir olarak tanımlanmıştır. Bununla birlikte, daha yakın zamanlarda, ana akım ekonomistler tanımlarını, finansal istikrarsızlığın belli bir biçimi –bir olay– olarak yeniden düzenlediler. Mali kırılganlığın her tanımı, üzerine kurulduğu teorik temel ile yakından ilintilidir. Bu, politika yapıcılarının bir ekonominin sağlığını değerlendirip yönetebilmeleri için önemli izler taşır.

Mali kırılganlığın tanımlanması ve tespitine yönelik farklı yaklaşımlar, ilgili gösterge setleri kullanılarak karşılaştırılmıştır. Post Keynesyen yaklaşımın göstergeleri, Hyman Minsky'nin teorisine uygun basit bir nakit akışı muhasebe çerçevesinden türetilmiştir. Post Keynesyenlere göre modern zamanlardan günümüze kadar var olan önemli tartışmalara rağmen kapitalist ekonomiler, doğası gereği kırılgandır, kırılganlık literatürü tamamen tutarlı tek bir modele sahip değildir.

Bir ekonomide sermayeleştirme arttıkça kırılganlık daha da artar. Kırılganlık terimi ilk 1930'larda "büyük buhran" zamanında ortaya çıkmıştır; ilk olarak Fisher'ın (1933) ve Keynes'in (1936) teorilerinde yer almıştır. 1957 yılında Minsky tarafından yayınlanmış olan finansal istikrarsızlık teorisinin dayanağı mikro temelleri (bankaların ve firmaların yatırım davranışlarını ele alan) vurgulandı. Ödünç alınabilir fonlar ilgili finansal kırılganlığı açıklayan bir hipotez geliştirilmiştir. Minsky'e göre finansal kırılganlık, finansal sistemin bir özelliğidir.

Minsky'nin analizinde istikrar yaratmak için üretilen ve oluşturulan davranışlar sistemde kırılganlık yaratıyor fikrine dayanıyordu. Minsky için içsel olarak istikrarsızlığı doğuran temel unsur; kârlar, yatırım düzeyi, yatırımın finansmanı ve doğan borç ödemesi arasındaki ilişkilerdir. Marc Lavoie, dış finansman, teminat olarak görülen kredi borç transferi, varlık yükümlülük oranlarını, bir firmanın ya da bir ülkenin borç aldıktan sonra kârlılık düzeyini yansıtan kaldıraç oranlarını, kırılganlığı etkileyen makro ekonomik göstergeler olarak ele alır.

1960'lı yılların ortalarından bu yana Amerikan ekonomisinin döngüsü ve büyüme karakteristiği, II. Dünya Savaşı'ndan sonra ortaya çıkan 20 yıllık dönemi daha da kötüleştiren iki farklılık gösterdi. Bu farklılıklar, para ve maliye politikalarının tepkisinden kaynaklanmaktadır. 1960'ların ortalarında baskın bir faktör olarak ortaya çıkan finansal sistemin kırılganlığından bahsedebiliriz. Finansal krizler ve ciddi depresyon çıkışları, finansal kriz rejimini de tehdit eder. Geçen on yıl boyunca mali açıdan kırılgan yapı ve uygun olmayan finans politikalarının birleşimi, mali krizlerin hızlanması ve borçlanma enflasyonu arasında ekonominin dalgalanmasına yol açmıştır. Bu kalıp, yeni stabilizasyon sisteminin önünü açmaktadır (Hyman Minsky, 1960).

Henry Kaufman, 60'lı ve 70'li yıllarda finans piyasaları ile ekonomi arasındaki bağlantıların şu an olduğu kadar iyi anlaşılmadığı durumlarda çok iyi fikirler sunmuştur. Kaufman, finansal piyasaların sıklıkla aşırıya yönelip hareket edebileceğini bize göstermiş ve Federal Rezerv'in son çare olarak borç vermesinin önemini vurgulamıştır.

1980'lerde finansal kırılganlık üzerine tartışmalar genellikle "aşırı borç" birikimine odaklanmıştır (Kaufman, 1987). Kaufmann'a göre kırılganlık, daha derin bir düzeyde ulusal zenginlik dağılımının bir ürünüdür. Finansal sistem, daha az verimlidir ve alt makro ekonomik dengeleri destekler niteliktedir. Potansiyel kredi net değerleri düşük seviyelere sahiptir.

Tartışmanın özü, 1980 sonrası neoliberal büyüme modelinin, ücretlerdeki durgunluk ve genişletilmiş gelir eşitsizliğinin yarattığı toplam talepteki açığı doldurması için artan borç ve varlık fiyat enflasyonuna dayanmasıdır. Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi, finansal piyasaların bu açığı makul bir şekilde beklenenden daha uzun bir süre için nasıl doldurduğunu açıklıyor.

Bu perspektiften bakıldığında, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinde tanımlanan mekanizmalar, neoliberal dönemi anlamak açısından kritik öneme sahiptir ancak daha geniş bir anlatının parçasıdır. Neoliberal model, her zaman sürdürülemezdi ve kendi anlaşmasının bir duruşuna zemin hazırladı. Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin rolü, neoliberal modelin neden beklenenden daha uzun sürdüğünü açıklamaktır.

Politika yapıcılar, Minsky'nin finansal inovasyon mekanizmalarına, finansal deregülasyona, düzenleyici kaçışlara ve finansal risk için artan iştahına serbestçe destek

vererek neoliberal modelin ömrünü uzatmıştır. Kuyruğun sokulması, finansal piyasaların sınırlarına ulaştığı zaman krizin daha derin ve daha ani olmasını sağladı. Finansal inovasyon ve finansal deregülasyon olmadan, neoliberal model on yıl önce durgunluğa sıkışmış olurdu fakat durgunluk, finansal krizlerin proteknikleri olmadan olurdu.

Ülkeler kırılganlık dönemine yatırım şokları (aşırı yatırım ya da az yatırım) yaşadığı zaman giriyor. Genişleyen ekonomilerin bilançoları daha spekülative duruma gelirken artan ekonomik aktivite, bilançoları ve ödemeler dengesini daha likit olmayan ve kırılgan duruma getiriyor. Büyüme, yatırım artışına bağımlı olarak meydana geliyor. Yatırımın kaldırıcı bu dönemde artıyor. Yatırımcılar ve bankalar bu dönemde olağan dışı kârlı bir iklimde işlem yapıyor (Marc Lavoie, 1986) Bankacılık sistemleri kırılgan olan ülkeler (örneğin, Meksika) zayıf sermaye yapısına sahip olabiliyor.

Finansal kırılganlık, finansal piyasalarda iki yönlü beklentinin sonucu oluşur (Boissay 2011). İyi zaman dengesi; yüksek kaldırıcı, yüksek ödemeler dengesi ve bankacılık sektöründe alınan yüksek krediler ile karakterize edilir. Kriz zamanı dengesi ise ticarete düşüş ve likidite istifiyle meydana gelir. Bu iki denge aynı anda devrede değildir.

Finansal kırılganlık daha sonra detaylı incelenecek olan finansal istikrarsızlıkla birebir bağlantılı olup hipotezin farklı zaman dilimlerinde farklı bir şekilde ve farklı okullarca değerlendirildiğini ele alıyoruz.

Tablo 1: Finansal İstikrarsızlığa İlişkin Teorik Yaklaşımlar

Yaklaşım	Öncüleri	Özellikleri
Klasik: Borç Yaklaşımı	Fisher (1932,1933)	Finansal krizler, finansal piyasalarda gelişen aşırılıklara yönelik tepkilerdir. Kârlı yatırımlara neden olan dışsal olaylar çevrimsel yükselişi başlatır. Sabit yatırımlarla birlikte varlık piyasalarındaki spekülasyon artar. Süreç borç finansmanına dayalıdır; mevduatlar, para arzı ve fiyatlar artar. Aşırı borçlanma sorunu ortaya çıkar. Likit varlık yetersizliği krizi tetikler. Borçlar ödenemez, satışlar başlar, deflasyon sorunu görülür. İflaslar ve banka hücumları görülür.
Post Keynesyen Yaklaşım: Finansal İstikrarsızlık Hipotezi	Minsky (1977,1982) Kindleberger (1978) Kaufman (1986)	Finansal krizler iş çevrimlerinin dönüş noktasında görülür. Kırılganlık Hedge, Spekülatif ve Ponzi finansman kavramları tanımlanır. Merkez bankasının son ödeme işlevinin aktif kullanımı, aktif maliye politikası, otomatik istikrar sağlayıcılar önerilmektedir.
Parasalcı Yaklaşım	Friedman ve Schwartz (1963) Schwartz (1987) Cagan (1965)	Finansal krizler parasal daralmaya neden olan bankacılık panikleri ile açıklanır. Enflasyonist dinamikler istikrarsızlığı besler. Bankalara yönelik toplumsal güven öne çıkar. İstikrarlı, öngörebilir para arzı, kriz döneminde para arzını artırma konusunda isteklilik, mevduat sigortası, ilan edilmiş güvenilir son ödeme rolü önerilir.
Yeni Klasik Yaklaşım: Rasyonel Beklentiler	Muth (1961) Flood ve Garber (1982) Krugman (1991) Blanchard ve Watson(1982) Obstfeld (1986)	Bu yaklaşımda toplumsal çılgınlıklar rasyonel spekülatif balonlar, banka hücumları fiyat sabitleyici programlara yönelik spekülatif ataklar, panik ise zamanlaması doğru tahmin edilememiş sürü davranışı olarak tanımlanır. Döviz ve para krizlerinden bahsedilmektedir.
Belirsizlik Yaklaşımı	Knight (1921) Meltzer (1982) Shafer (1986) Benink (1991)	Belirsizlik objektif olasılıklara kolaylıkla indirgenemeyecek olaylarla ilgilidir. Gelecek ne tam olarak ne de olasılık olarak bilinebilir. Bireyler diğer bireylerin davranışlarına dikkat eder ve sapma gösterecek davranışlar içine girmezler. Kitlese yanılğı finansal kriz demektir, ancak krizden önce kitlese yanılğıyı işaret edecek nesnel bir taban yoktur. İstikrarsız makroekonomik politikalardan kaçınılmalıdır, araçlar üzerinde denetçiler ve piyasaların etkisi artırılmalıdır, sermaye yeterliliği, varlık kalitesi gibi kriterler takip edilmelidir.
Kredi Tayınması Yaklaşımı	Gutteng ve Herring (1984) Bond ve Briault (1983)	Finansal krizler kredi kısıtlamalarının aşırı derecede gevşetildiği bir dönemi takiben aniden artan kredi tayınması ile tanımlanır. Borç verenler arasındaki rekabet dolayısıyla borç verenlerin risk algıları (sübjektif olasıklar) gerçeklikten (objektif olasıklar) sapabilir. Psikolojik ve kurumsal etkenler ön plandadır. Bankaların sermaye oranlarının doğrudan denetimi, güvenlik denetimi tavsiye edilmektedir.
Yeni Keynesyen Yaklaşım: Asimetrik Bilgi	Stiglitz ve Weiss (1981) Mishkin (1991) Mankiw (1986)	Bilgi asimetrisinin neden olduğu ters seçim ve ahlaki tehlike olguları öne çıkar. Faiz oranlarındaki artışlar yükselen belirsizlik bu sorunları ağırlaştırır. Merkez bankasının müdahale etmediği banka panikleri durumunda likidite azalır, faizler yükselir, bilgi asimetrisine bağlı sorunlar yaşanır.
Aracı Piyasa Dinamikleri Yaklaşımı	Pratt (1988) Bingham (1992) Glosten ve Milgrom (1985)	Menkul kıymet piyasaları finansal istikrarsızlığın temelinde yatan likidite krizlerini hafifletecek özelliklere sahiptir. Belirsizlik aynı şekilde bu piyasaları da olumsuz yönde etkiler. Piyasa yapıcı birimlerin davranışı önemlidir. Bilgiye dayalı sonuçlar bu piyasalarda olumsuz etkiler yaratır.

Kaynak: Bilgin C.(2007:26)'den alınmıştır.

1.2. Kırılganlık Modelleri

Piyasada kırılganlığının yanı sıra mali kırılganlık hakkında birçok mikro ekonomik (finansal sektördeki aracı kurumlardaki veya bankacılık sektöründeki düzensizlikleri ele alan ya da finans sektöründe illikit taahhütleri, finansal piyasayı ve ürünlerini içeren firma davranışlarını ele alan modeller) ve makro ekonomik (borç enflasyon oranını ve ticari hadleri, ödemeler dengesi, finansal liberalizasyon ve likidite oranları) model mevcuttur. Modellerin zayıf yönü az öngörü gücüne sahip olmasıdır. Mikro ekonomik anlamda banka işlemleri ve bankacılık sektöründeki aktörler üzerine daha farklı modellemeler yapmak mümkündür. Modellerde birçok genel denge hâli görebiliyoruz.

Diamond ve Dybvig (1983) kriz zamanı oluşan panik analizi esasen çoklu denge modellerine örnektir. Teorinin cazip yönü, finansal açıdan kırılganlığın çarpıcı bir örneğini oluşturmasıdır. Banka işlemleri, likidite tercihi veya varlık getirisi gibi işlemlerdir. Kırılganlık dışsal faktörlere karşı herhangi bir dışsal şoka yanıt verememesi durumunda ortaya çıkar.

İncelenen birçok modelde dikkat çeken noktalardan biri de finansal yenilik ile finansal kırılganlık arasında kurulan teorik bağıdır. Finansal yeniliğin farklı çevrelerde nasıl ele alındığı (örneğin, yerel tüketicilerin finansal kırılganlığa 1. zaman aralığında nasıl tepki verdiği, rasyonel beklentiler teorisi gereğince tepki vermesi gibi) ve sermaye yapısına ve aracı kurumlara nasıl yansıdığı inceleniyor (Nicole Gennaioli, Andrei Sheifer, Robert Vishny, 2010).

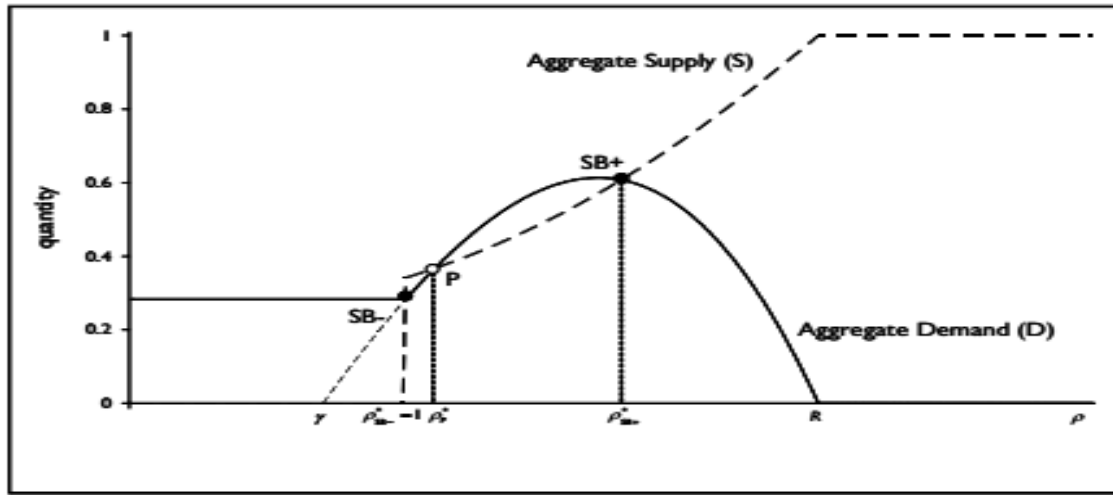
Douglas, tüketicileri zaman değişkenine göre erken dönem tüketicisi ve geç dönem tüketicisi olarak ikiye ayırmaktadır. İncelediğimiz kırılganlık modellerinin çoğunda üç zamanlı modeller görülmektedir ($t = 0, t = 1, t = 2$). Ele alınan modellerde erken dönem tüketici ve geç dönem tüketicilerinin her zaman döneminde durağan varlıklarla, likit ürünlere veya likidite arasında tercihleri ve kırılganlığı oluşturan faktörler inceleniyor.

Bankalar, tüketicilerin varlıklarını birleştiren risk paylaşım kuruluşları olarak modellenmiştir ve varlıkları uzun ve kısa vadeli yatırım portföyüne yatırırlar; bağışları karşılığında tüketicilere bir mevduat sözleşmesi sunarlar.

Kısa dönem ve uzun dönem loanlarla nasıl işlem yapılacağı ve bankada yapılan her kontratın niteliği borç alıcı ve borç verici depositor'un ne görevle çalışacağı banka davranışlarının t zaman ölçeğinde inceleniyor. Örneğin, 0-1 arasında kısa dönemli anlaşmaların likidite çevrilip çevrilmeyeceği yeni gelen finansal yenilikler doğrultusunda alınacak kararlar arasında öncelikli olanlardan biridir. Nedeni ise uzun dönemli anlaşmalarda 0-1 zaman aralığında likidite hemen çevrilmeye tercih edilip edilmemesi oluşturulacak dengenin önemli unsurlarındandır (Boissay 2011).

Bankalar arasındaki rekabet, bankaları, mevduat sahiplerinin refah düzeyini en üst düzeye çıkarmaya zorlar. Bir tüketicinin yapabileceği her şeyi, banka da yapabilir. İncelenen modelde, piyasada borç alıcıların sayısını artırmak ve banka kontratlarının talebini artırmak daha yetenekli borç vericiler ve yetenekli borç alıcılar ortaya çıkarır. Kaldıraç arttıkça bu yetenekli borç vericilerin yerini toplam talepte oluşan açıktan dolayı daha yeteneksizleri almaktadır. Bu doğrultuda modeldeki denge sağa kaymaktadır (Boissay, 2011).

Şekil 1: Çok değişkenli kendini gerçekleştirme dengesi



Kaynak: Boissay, 2011

Diğer bir mikro ekonomik modelde kırılğanlık terimi banka davranışları yerine firma davranışlarını, firmaların karşılıklı ticari ilişkide olduğu borç alıcılarını, yapılan kontratların yatırım harcamalarını ve üretimi ele almaktadır. Ayrıca bilançoların güçlü ve zayıf yönlerini, yapılan projelere karşı yanlış sermaye hareketlerini ve yetersiz olan

yatırımları ele alır. Bunların dışında diğer bir yönden de dengesiz eşleşmeyen proje sermayesi ve proje yapımı değerlendirilmektedir (Bernanke ,1998).

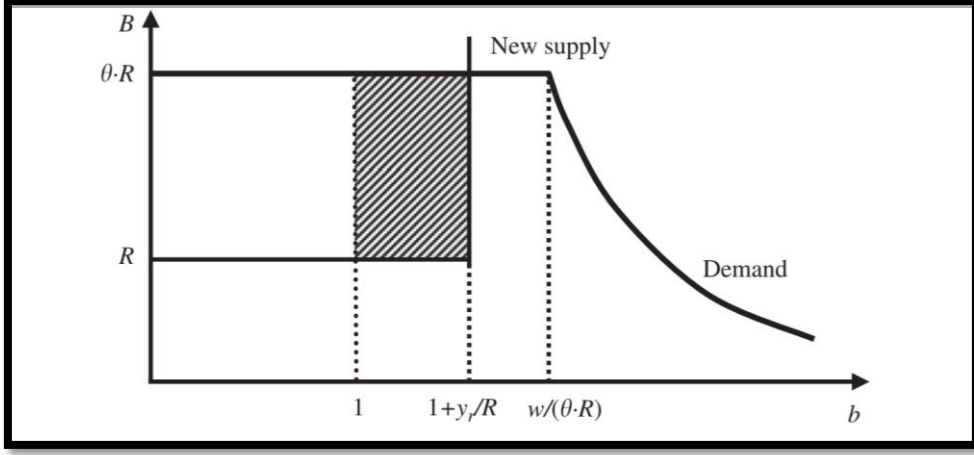
Temel model ise yatırım sürecini incelemeye başlar. Bağlam, basit bir iki dönemlik genel denge modeli olup bilgi asimetrisini inceler. Analiz, ilişkiyi açıklamak için hazırlanmıştır. Girişimcilerin / borçluların net değeri ile sermayenin derecesi arasındaki fark, pazar tasarrufları alternatif kullanımlara verimli bir şekilde tahsis edebilir.

Özellikle, girişimcilerin dış finansmana ne kadar çok bağımlı olması gerektiğini gösteriyoruz.

Projeleri üstlenmek için yatırımın ajans maliyetleri ne kadar artarsa ekonominin “düşük yatırım”dan çekilme olasılığı da o kadar artar, hatta bir “yatırım çöküşü” de yaşayabilir (Bernanke ,1998).

İncelenen bir başka modelde yükselişten çöküşe ani bir değişim o kadar dikkat çekicidir ki, krizin bir göstergesi, etkin kaynakların tahsisi ile sürtüşmeyen finansal bir piyasaya yakın olan ve diğerinde ticarette bir çöküş ile karakterize edilen iki olası dengeye sahip bir modeldir (Portes, 2009). İncelediğimiz ilk kırılma modeli basittir ve nihai olarak, toplama arzı ile toplu talep arasındaki standart bağlantıyı ele alacağız. Modelin kritik, standart dışı özelliği, piyasa sürtüşmelerinden ötürü toplanıp biçilen toplam talep eğrisinin formudur. Diğer bir deyişle, toplu talep, toptan satış finansal piyasa için sınırlı likidite emme kapasitesini yansıtan faiz oranı için azami bir seviyeye ulaşır. Para piyasası nihai borçlu olan reel kesimin verimliliğine bağlı olan emisyon kapasitesini aştığında finansal piyasa kırılma ve uygulanabilir niteliktedir.

Şekil 2: Rasyonel Beklentiler Işığında İnnovasyonla Denge



Kaynak: Citation Gennaioli, Nicola, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 2010.

1.2.1. Minsky ve Finansal (Mali) Kırılganlık

Minsky, finansal krizleri ve kırılganlığı açıklamak için borç-gelir ilişkisinin bozulması ve aşırı borçlanma gibi kavramlardan yararlanarak finansal istikrarsızlık hipotezini ortaya koymuştur. Bir ekonominin normal yaşam döngüsündeki finansal piyasa kırılganlığını, finansal piyasalarda endişe yaratan spekülasyon balonları ile bağlantılı teorileri önermiştir. Minsky, müreffeh zamanlarda, şirket nakit akışı borcunu ödemek için gerekli olanın ötesine yükseldiğinde, spekülasyon öfke gelişti ve kısa süre sonra borçlar, borçluların gelirlerine göre ödeyebilecekleri miktarı aştı ve bunun sonucunda bir finansal kriz ortaya çıktı. Bu tür spekülasyon borçlanma balonlarının bir sonucu olarak, bankalar ve borç veren kuruluşlar, krediyi alabilecek şirketler için bile kredi kullanılabilirliğini sıkılaştırmakta ve daha sonra ekonomi sözleşmesi yapmaktadır.

Minsky'nin "finansal istikrarsızlık hipotezi" (FIH) olarak adlandırdığı kredi sistemi modeli, John Stuart Mill, Alfred Marshall, Knut Wicksell ve Irving Fisher tarafından dolaşıma katılan birçok düşüncüyü bir araya getirdi. 1966, 1969-1970 ve 1974, 1975 yıllarında yaşanan acımasız krizin körüklenmesi kaza ya da politika hatalarının sonucu değildi, sadece özel ekonomimizi işleyişimizin sonucuydu. Ekonomimizin temel bir özelliği olan kırılganlık hakkında Minsky'nin 1974 yılında eserinde belirttiği gibi: "finansal sistem sağlamlık ve kırılganlık arasında salınım yapar ve bu salınımlar iş çevrelerinin ürettiği sürecin ayrılmaz bir parçasıdır."

Finansal sistemde istikrardan kırılganlığa doğru krizin izlediği bu yavaş hareket, Minsky'nin en iyi bilinen konusudur ve "Minsky anı" ifadesiyle anılır. Minsky'nin akademik çalışmalarının bu yönünü ifade eder (Minsky,1976).

Minsky anı, kredi döngüsünün veya iş döngüsünün bir parçası olan varlık değerlerinin ani bir şekilde çökmesidir. Daha genel bir tanım yapılacak olursa "*Minsky Cycle*" bir istikrarsızlık döneminin risk alımını teşvik ettiği ve daha tutucu ve riskten kaçan bir istikrarsızlık dönemine yol açtığı bir dizi Minsky anını içerir. Durağanlık geri yüklenene kadar döngü sürer (Minsky 1980). Durağanlık gelişmemesi için politika yapıcılar regülasyonlarla ve kurumlarda innovasyonlara yönelir. Kurumsal sistemin uygun gelişimi krizlerin dinamiği hâline gelebilir. Gelişmenin ve olgunlaşmanın olmadığı yerlerde kriz çıkmazken hiçbir düzenleyici politika yapılmaması durgunluğa neden olmaktadır.

Minsky'ye konu hakkında çeşitli şekillerde eleştiri getirilmektedir. Bu eleştiriler, Minsky'nin kurumsallaşmasında gördüğümüz üç ana sınırlamayı cevaplamayı içerir. Bunlar: kurumların net bir tanımının olmaması, FIH'ın altında yatan kurumsal mekanizmaların küresel bir yaklaşımının olmaması ve son olarak Minsky'nin kurumsal gelişimlerinin sezgisel karakteridir (Christine Sinapi, 2011).

Minsky'nin mikro ekonomik modellerinin temelleri daha detaylı incelenmeden önce modelin makro ekonomik olarak desteklediği tez şu şekildedir: Faiz oranları artış gösterecek ve döngü eninde sonunda kırılganlığa ulaşacaktır. İyi çalışan sağlam bir sistem kırılgan bir sisteme dönüşecektir. Mikro temeller ise şu şekildedir: Faiz oranlarının artışı yatırım bombalarına neden olurken daha çok kâr arayan bankaların ve banka müşterilerinin arasında daha karmaşık finansal düzenlemeler yapılmaktadır. Örneğin; yeni oluşan kâr alanları karşısında paranın nasıl tutulacağı ve likit olmayan varlıkların nasıl değerlendirileceği ele alınmaktadır.

Kırılgan terimi, özellikle kısa vadeli borç finansmanı (Minsky 1995, 85) başta olmak üzere, finansmanın kademeli olarak artması nedeni ile brüt kârlara kıyasla ödeme taahhütlerinde artış anlamına gelmektedir. Bireysel firmaların artan kırılganlığı, ekonominin bir bütün olarak finansal olarak istikrarsız hâle geldiğini ve finansal krize karşı savunmasızlığını artırdığını göstermektedir. Finansal krizler, o zaman gelişmiş kapitalist ekonomiye endojen, endojeniktir. Kriz başlangıcı, borç verenlerin firmaların

ödeme taahhütlerini yerine getirmek için akaryakıt alma yeteneklerine olan güvenlerini sarsacak olayların ortaya çıkması veya olayların ortaya çıkması ile tetiklenir. Tam olarak nasıl ortaya çıktığı, ekonominin kurumsal özelliklerine ve ekonominin politika yapıcılarının nasıl ve ne zaman müdahale edeceğine bağlıdır (Bhaduri, 2010).

Birikmiş kazançlar, borç oranlarından daha yavaş büyür ise bazı firmalar yükselecek, faiz oranları yükselecek ve bir likidite krizi ortaya çıkabilecektir. Ortaya çıkan finansal kırılganlık modelinden esinlenen bazı matematiksel modellerin bile, etkili talebin gerçekleşen kâr oranı ve gerçekleşen kaldıraç oranı üzerindeki etkisi görmezden gelinmektedir.

Lance Taylor ve Stephen O’Connell’ın Minskian modeli (1985), Kaleck’çi ekonominin dinamiklerini; büyümenin yatırım üzerindeki olumlu bir geribildirimini, para politikasını ve verim artışı yoluyla büyüme oranı stabilize edilmesini analiz eder. Aynı zamanda modifiye edilmiş olan sermaye girişleri yoluyla yatırıma finansal olarak sağlamak için ekonominin spekülasyon rejime ulaşmasını sağlar. Faiz politikası büyüme oranını stabilize ettiği zaman pozitif büyüme oranı şoku dinamik bir yolla ekonomiyi Ponzi Finansal kırılganlık rejimine getirir. İlk başlangıç şokunun olasılık dağılımları kayıpların büyüklüğünü ve korelasyonları, finansal sistemlerin sağlamlığı veya kırılganlığının belirlenmesinde anahtar rol oynamaktadır (Martinez – Jaramillo, 2010).

Finansal kırılganlık, üretimini finanse etmek için borç sözleşmeleri kullanan firmaların yaygın uygulamasından kaynaklanmaktadır. Bir borç sözleşmesinde borçlanan firma borç verenden faiz ve kredi süresi boyunca bir sözleşmeye dayalı akışını vadetme karşılığında anapara ödemelerini (borç servisi) alır. Bu sözleşme ödemelerinin birini yapmak için borçlanan firmanın başarısızlığı öteki firmanın normal çalışmasını keser ve onun iflasa tetikler. Sözleşmeli borç servisi, ödemesini almayan diğer alacaklıları riske sokar. Tek firmanın iflası diğer firmaların iflasına neden olur ve ekonomi bir zincirleme reaksiyona girer. Minsky açısından bu durum mali kırılgandır.

Bir bütün olarak ekonomide kırılganlık ya da sağlamlık derecesi sonuçta finansman düzenlemelerin sağlamlığına veya ekonomik kırılganlığına ve kurucu birimler düzeyinde ne kadar taşıdığına bağlıdır. Minsky, bir ekonomiyi krize doğru iten önemli mekanizmanın özel sektörün borç birikimi olduğunu savundu. Bu iflas borç

birikimine katkıda bulunan borçlular için üç tip belirlenmiştir: hedge borçlular, spekülâtif kredi ve ponzi borçlular (Christine Sinapi, 2011).

Finansal yenilik, mali kırılganlığın büyümesini gizler, kırılgan mali yapıları artırarak sonunda büyük krize yol açacaktır. Bu bağlamda, Minsky üç finansman pozisyonunu ayırt eder: Hedge finansmanı, borçluların net nakit akışı pozisyonu yeterince olumlu olduğunda borçların servisi hiç tehlikede değildir; spekülâtif finans, net nakit akışı pozisyonlarının gerekli olan tahakkuk ettikleri dönemde taahhütleri karşılar; ponzi finansman, mevcut yetersiz ek borç ödemelerinin borç servis ücretlerini karşılar (Christine Sinapi, 2011).

Minsky “hedge” finansı, nakit akışlarının tüm öngörülebilir nakit taahhütlerini karşılamak için yeterli bir düzenleme değildir. “Spekülâtif” finans sadece nakit taahhütlerini vadesi geldiğinde borçları üzerinde yuvarlayarak aşılabileceğini içermektedir. “Ponzi” finans spekülâtif finansın özellikle tehlikeli şeklidir. Sadece anapara değil, aynı zamanda mevcut borçlarının faizi altüst olacağı tahmin edilmektedir (Christine Sinapi, 2011).

Zamanla, davranış ve bireysel servetleri birimlerin, başka bir kategoriye değişir. Sistem genelinde finansal koşulların her kategoride birimlerin oranına bağlıdır. Daha hedge finans sağlam koşulları imal eder; daha spekülâtif finans kırılganlığı imal eder. İstikrarsızlık yatırım zayıf olduğu için “kırılgan finans”ı ihtiva eder, büyüme yavaşlar (Christine Sinapi, 2011).

Minsky, refah dönemlerinde finansal pozisyonları giderek borçlu olma eğilimi gösteren, dolayısıyla borç-enflasyon krizlerine karşı daha savunmasız olan ülkeleri kırılgan olarak ele alıyor (Christine Sinapi, 2011).

Minsky’nin açıkladığı gibi finansal istikrarsızlık hipotezi bu nedenle yukarı yönlü fazda artan, finansal kırılganlığı içeren ve endojen dinamiktir.

Minsky için risk alma döngüsünün bu iki faktörün iki faktörde yalanlanması söz konusudur. Bunlar kapitalist ekonomilerin iç dinamikleri ve “tutmak için tasarlanan müdahaleler ve düzenlemeler sistemidir.

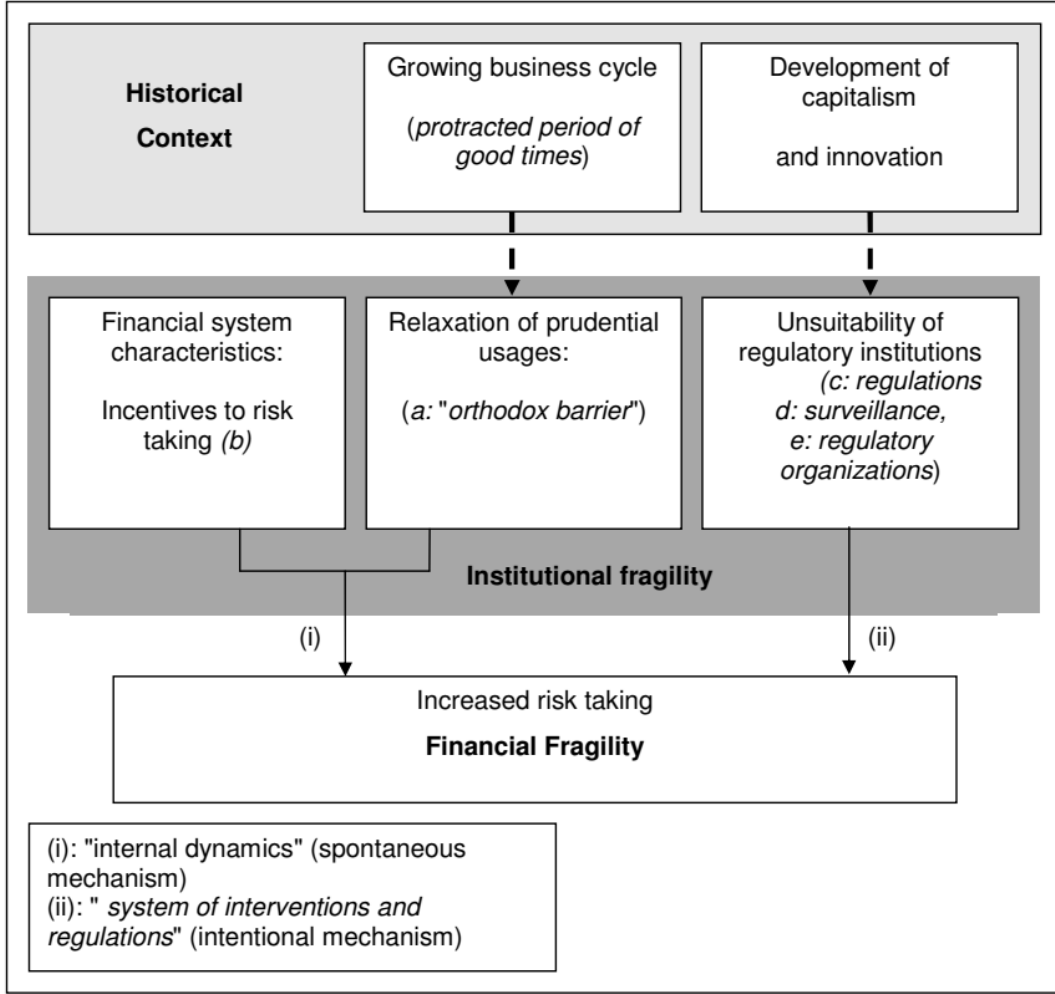
Minsky ve Post Keynesyen iktisatçılara göre, her şeyden önce, iktisadi olayları açıklayacak yeni bir paradigmaya ihtiyaç vardır. Bu yeni paradigma her şeyden önce

mantıksal zaman içerisinde değil, tarihsel zaman içerisindeki gerçek iktisadi olayları açıklayacak şekilde dizayn edilmelidir. Yeni paradigmada, para ve finansal ilişkiler dışarıda bırakılmamalı, para-kredi ilişkileri tüm boyutlarıyla analizlere dahil edilmelidir (Minsky, 1982).

Sistemdeki sorunlar, sadece sisteme dışarıdan yapılan müdahalelerin bir sonucu olarak görülmemeli, sistemin kendi içsel mekanizmalarıyla sistemin bizzat kendisinin üreteceği sorunlar olarak kabul edilmelidir. Kısaca, gerçek dünyayı daha iyi açıklayan parasal üretim ekonomisine uygun bir paradigma hakim kılınmalıdır (Minsky, 1995: 2). Çünkü finansal sistem içerisinde cereyan eden para-kredi ilişkileri, parasal ve finansal yapılar sadece geçmiş, şimdi ve geleceği birbirine bağlayan hatları kurmamakta aynı zamanda sistemdeki uyumsuzlukları ortadan kaldıran istikrarlı bir kapitalist sistemin nasıl olması gerektiğini de ortaya koymaktadır.

Parayı ve finansal ilişkileri başlangıç noktası olarak almayan bir teorinin, yatırım sürecinde finansal araçların ve bankaların merkezi bir yer işgal ettiği günümüz kapitalist ekonomilerini tam bir şekilde analiz etmesi beklenemez (Minsky, 1992b: 6).

Şekil 3: Finansal kırılganlık risk alma artışı



Kaynak: Mishkin, 1996.

1.3. Kırılganlık ve Likidite

Araştırma sonuçları, kırılganlığın temel varlıklarının likidite seviyesine sıkıca bağlı olduğunu ve aşırı likit olmayan varlıklara yatırım yapan fonların kırılganlığı artırdığını gösteriyor (Qi Chen, İtay Goldstein, Wei Jiang, 2010).

Minsky yatırımdan daha yavaş büyüyen kazanç borç oranını yükseltir ve firmaların nakit sıkıntısı çekmesini sağlar, faiz oranları yükselir ve likidite krizi baş gösterir. Merkez Bankaları likiditeyi düzenlemek amaçlı çeşitli politikaları uygulamaktadır (TCMB, Çıkış stratejisi, 2010).

Finansal kırılganlık, toptan finansal piyasa üzerinde iki tatmin edici beklenti dengesinin bir arada bulunması olarak tanımlanmaktadır. “İyi zaman” dengesi yüksek kaldıraç, geniş bilanço ve bankacılık sektöründe yüksek kredi riski ile karakterizedir. “Kriz zamanı” dengesi ise borç azaltma, ticaretteki çöküş ve likiditenin istiflenmesiyle ilgilidir. Bu iki denge her zaman bir arada bulunmaz; toptan mali piyasalar sadece kırılgan hâle gelir. Mevcut likidite, reel sektörde verimlilik belirli bir işlevi vardır. Belirli bir eşiği aştığında kırılgan hâldedir. Ekonominin sınırlı likidite emme kapasitesine sahip olduğu gösterilmiştir. Model, önemli bir yan ürün olarak, uluslararası sermaye akımlarının ve küresel dengesizliklerin mali sistemi nasıl fakirleştirdiğini göstermektedir (Boissay,2011).

Düzenleyici sermaye gereksinimlerinin mikro ve makro ihtiyatlı etkilerini de tartışmaktadır: Sermaye gereksinimlerinin artması, banka düzeyinde risk alma oranını düşürmesine rağmen, toplam finansal kırılganlık açısından toplu düzeyde herhangi bir gelişme görülmemektedir (Boissay, 2011).

Finansal kırılganlık, ilikidite yaratabildiği gibi bankalar, kırılgan bir sermaye yapısına sahip olabilir. Bu sonuç, önceden taahhüt edilen ödemeleri yeniden müzakere ederken ve girişimciden çıkardığı her şeyi mevduat sahiplerine iletir. Bu yüzden kırılganlık sermaye yapısı ilişkisi borç verenin, likid olmayan maddenin, elindeki krediyi tam değerine karşılık ödünç vermesini sağlar. Bu, daha sonra beklenen bir geri dönüş talebinde bulunmadan ön ödeme yapmasına izin verir (Douglas W. Diamond, Raghuram G. Rajan,1999).

Likit, likidite için prim ve likiditeye maruz kaldıklarında girişimciyi tasfiye etmeden şoka maruz kalır. Ülkeler, düzenleyici bankaları kendi kırılganlıklarından korumak için denetlemektedir ve her bankacılık krizinden sonra ekonomistler, banka faaliyetlerinin birleşiminin ne kadar riskli olduğuna dair bankacılık faaliyetlerinin yasalaştırılması gerekmektedir. Kırılganlığı oluşturan bankaların karakteristikleri ele alınırsa varlıkları likit değildir; varlıklar, başkaları adına uzmanlaşmış beşeri sermayelerini kullanmayı taahhüt edemez (Douglas W. Diamond, Raghuram G. Rajan,1999).

Örneğin, üretilen fazlalık üzerinde pazarlık gücü, hangi sözleşmeyi imzalamış olursa olsun, bir projeye sahip bir girişimci, geçici bir aşamada projeden çıkmakla tehdit edilebilir.

Finansörler, fazlasıyla ödemek için söz veremez. Dolayısıyla gerçek varlıklar likit değildir. Onlar bu sınırlı yetenek nedeniyle sattıkları tam değer karşılığında satılamaz veya ödünç verilemez (Douglas W. Diamond, Raghuram G. Rajan,1999).

Tabii ki, borç verenlere kontrol hakları verilebilir; bunlar varlıkları ele geçirme ve tasfiyedir. Girişimcinin ürettiği fazlalık, onların üzerinde pazarlık gücü sağlayacaktır. Ayrıca bir borç veren, girişimcinin modus operandisini görür. Finansman ilişkisi boyunca, girişimcinin işini anlayacaktır ve de daha iyi ve böylece daha fazla varlık tasfiye edebilecektir (Douglas W. Diamond, Raghuram G. Rajan,1999).

Talep mevduatını kullanarak bir kırılğan sermaye yapısını kullanan kırılğan bir sermaye yapısı vardır. Borç verenin belirli toplama becerilerini bir taktik olarak geri çekmekle tehdit ederse; daha fazla kira elde etmek, o mudiler tarafından koşuşturup, daha sonrasında kiralarını sıfıra indirmektedir (Douglas W. Diamond, Raghuram G. Rajan,1999).

Bu sonuç, önceden taahhüt edilen ödemeleri yeniden müzakere etmeye çalışmayacaktır ve girişimciden çıkardığı her şeyi mevduat sahiplerine iletecektir. Bu yüzden kırılğanlık sermaye yapısı ilişkisi borç vereninin, likid olmayan maddenin tam değerine karşılık elindeki krediyi ödünç vermesini sağlar. Bu, daha sonra beklenen bir geri dönüş talebinde bulunmadan ön ödeme yapılmasına izin verir. Likidite için prim ve likiditeye maruz kaldıklarında girişimciyi bertaraf etmeden likidite şoku meydana gelir. Finansal kırılğanlık, likidite yaratılmasına izin verir (Douglas W. Diamond, Raghuram G. Rajan). Bunun tam tersi durumuna ise Keynesyen likidite tuzağı denir. Bu dengede, toplam likidite arzında ekzojen bir artışın denge piyasası getirisi üzerinde herhangi bir etkisi olmaz.

Finansal sistem iki tür verimsizliğe tabidir. İlk olarak, ekonomide mevcut toplam likiditenin bir kısmı bankacılık sektöründe boşa tutulur. İkinci olarak, bireysel krediler, beklenen verimlilik normal zamanlarda finanse edilecek girişimcilerinkinden daha düşük olarak girişimcilere de ulaşır (Boissay, 2011).

1.4. Kırılgnlık Ölçütleri ve Kırılgnlık Endeksi

Finansal kırılgnlık endeksi, düzenleyicilere finansal kırılgnlığı tespit etmek için ekonomik faaliyetin, işin kârlılığının, varsayılanın haklılığından bağımsız olarak bir araç sağlar. Daha doğrusu kırılgnlık endeksi bir ekonomik durgunluk beklentisi, dolandırıcılık, ekonomik birimlerin geleceği ya da bakış açlarına odaklanır. Ekonomik aktiviteye ekonomik birimlerin ekonomik faaliyetlerini fiilen nasıl finanse ettiğine dair bir analiz uygulanabilir. Düzenleyici ve denetleyici için böyle bir endeksin önemi büyüktür. Durgunluk ile bir kez daha amaç gösterilmiştir (Éric Tymoigne, 2011).

Kırılgnlık yaratan finansalları tespit etme ve bu bilgilere müdahale etmek veya en azından bu bilgilerle karar verme sürecidir. Hem araştırma hem de politika çıkarılmasında, krizlere karşı savunmasız finansal sistemlerin özelliklerini tanımlayan kapsamlı bir uluslararası veri tabanına ihtiyaç duyularak kırılgnlığın ölçütleri oluşturuldu. Böyle bir veri tabanının analizi, krizlerin başlatılması ve yaygınlaştırılmasının temel mekanizmaları hakkındaki anlayışımızı geliştirecektir. Mali kırılgnlık bir krizi hızlandıracak kadar şiddetli olmadığı zaman bile, finans büyüme ilişkisinde aksamalara neden olan açıklama bölümünün bir parçasıdır. Bir kırılgnlığın sürdürülebilir olup olmadığı da bu endeksle belirlenecektir (Loayza ve Ranciere, 2006).

Literatürde birden çok kırılgnlık ve kriz indeksi mevcuttur. Özellikle Eric Tymoigne'ın Minsky'nin finansman (ponzi, hedge) çeşitlerine dayanarak her alt sınıflandırmanın yer aldığı bir indeks yaratılmıştır (hane halkı, finansal olmayan sektörler, şirketler). Ayrıca Amerika'da FSOC adında finansal kırılgnlık indeksi kuruluşu mevcuttur. Bunlardan bir tanesi, örnek teşkil etmesi açısından incelenmiştir. Literatürde yer alan indekslerin makro ekonomik ve mikro ekonomik temelleri mevcuttur; tıpkı Eric Tymoigne'ın modelinde olduğu gibi. Eric modelinin mikro temeli kırılgnlığı likiditenin bir alt basamağı olarak görmesidir. Makro temeli ise borç deflasyonu terimiyle açıklamaktadır.

Öncelikle mikro ekonomik anlamda kırılgnlık göstergeleri belirlendi. Kırılgn bankalar yeni krediler yapmakta isteksizdir (Andrianova ve diğ., 2015b). Bunun yerine, gayretlerini bozan mudiler güvenini gidermek için bilançolarını bilançolarından çıkarmaya ve likidite tamponlarını güçlendirmeye çalışmaktadır. Bu ihtiyaca cevap verebilmek için 1998'den 2012'ye, 124 ülke için finansal kırılgnlık üzerine yeni bir

veri tabanı oluşturuldu. Banka düzeyindeki veriler, finansal sistemdeki hassasiyete ilişkin farklı yönle odaklanan sekiz farklı finansal kırılganlık ölçütü oluşturmak için kullanıldı. Bunların yedi tanesi; aktifleştirme, varlık kalitesi, yönetsel verimlilik, kazançlar, likidite ve riske maruz kalma dahil olmak üzere banka düzeyinde kırılganlık önlemleri ile ilgilidir. Sekizinci ölçüt, daha sonra incelenen tüm bankacılık sisteminin iflasından uzaklığını ölçen Z-skordur.

En kaprisli bankalardan gelen veriler dahil olmak üzere, ulusal toplamaların yıllık değişimlerinde ortaya çıkacak tahminleri yanlış olabilir çünkü rapor veri eğilimi banka performansıyla ilişkilendirilebilir. Öte yandan, yalnızca belirli veri türleri raporlayan bankalar dahil olmak üzere, uzun vadeli ulusal ortalamalara ilişkin sonuç tahminleri de yanlış olabilir çünkü bazı banka türleri verileri diğerlerinden daha tutarlı şekilde raporlayabilir. Bu nedenle IDFF, banka raporlamasının tutarlılığı açısından az çok kısıtlayıcı olan çeşitli seçim kurallarına dayanan alternatif toplam tedbirleri bildirmektedir.

Daha genel olarak, bu veri setinin hem akademik araştırmalar hem de politika üretme konusunda kullanılacağı düşünülmektedir. Veri setinin analizi, finansal kırılganlığın ekonomik büyümeyi nasıl etkilediği, finansal sistemlerini liberalleştiren ülkelerin çok hızlı bir şekilde finansal kırılganlığa daha açık hâle gelip gelmediği ve mali krizlerin tahmininde kullanılabilecek kırılganlık göstergeleri olup olmadığı gibi sorulara ışık tutabilir. Dahası, düşük gelirli ülkelerde tamamen yok olmasa da finans büyüme bağlantısıyla ilgili olan soruları incelemek için kullanılabilir.

Finansal kırılganlığın göstergesi, bir şirketin finansal tablolarında bulunan beş oranın hesaplanmasını içerir: toplam aktifler, toplam varlıklara satış, borçlara özsermaye (borç sermaye oranının tersi), toplam varlıklara işletme sermayesi ve toplam varlıklara birikmiş kârlar.

Son olarak makro ekonomik anlamda FED'in Şubat 2014 tarihli Para Politikası Raporunda bir kırılganlık endeksi yayınlandı. Bu endekste 15 yükselen ekonomi cari açık / GSYİH, Kamu kesimi brüt borç stoku / GSYİH, son üç yılın ortalama enflasyonu, özel sektör banka borçları / GSYİH oranında son beş yıldaki artış oranı, toplam dış borç stoku / yıllık ihracat oranı, döviz rezervleri / GSYİH oranı ele alınarak sıralanıyor (FED, 2014).

2. ÜLKELERDE KIRILGANLIK

Önceki bölümde anlatılan modeller, ülke ayrımı yapılmaksızın ele alınmıştır. Ancak her ülke için farklı ele alınabilecek tüketim davranışları mevcuttur. Örneğin erken dönem, geç dönem tüketicisi yerine sabırlı veya sabırsız tüketici olarak ele alınan modeller mevcuttur. Her bölge için farklı olan tüketim davranışları olsa da genelde Avrupa Birliği baz olarak oluşturulmuştur (Corsetti, Pesenti, Roubini, 1999). Kırılganlık terimi daha çok gelişmiş ülkelerin incelediği ve üzerinde politikalar hazırladığı bir terim olarak karşımıza çıkmaktadır. Bununla birlikte, bu bölümde amaç ABD, Japonya, Almanya, Fransa, Birleşik Krallık, Kanada, İsveç, Norveç, İtalya ve Avustralya gibi ülkelerin genel özelliklerini anlatmakla beraber amaç bu gibi ülkeler ile kıyaslamaktır.

Ekonominin tüm kollarında minimum gelir düzeyini korumak (işsizlik ödeneği, çiftlik sübvansiyonları, kurumlar vergisi mektubu, bankalar için zarar teminatı vb.) önemsendi. Bu da o dönemdeki ülkeleri kırılgan yaptı. Aynı zamanda Savaş dönemi ekonomisine özgü özellikler sistemde finansal kırılganlığı yaratan sebeplerdendir.

1947 yılında bir kriz gerçekleşmiştir ve 1950-1960 yıllarda finansal reformların yarattığı finansal kırılganlığa rastlanır. 1970'lerin stagflasyon krizi sırasında artan kamu harcamaları yukarı doğru baskı altına girer; enflasyona bağlı vergi yüklerinin yoğunlaşması kırılganlık oluşturur.

1970'ten bu yana göze çarpan özellik, birçok gelişmiş ülkede finansman davranışları ve finansal yapının hızlı ve çalkantılı değişim modelleri olmuştur. Bu kalıplar, yükselen borçlar, değişken volüm fiyatları ve finans dışı sektörler, finansal sektörler veya her ikisi için de finansal stres dönemleri ile sık sık belgindir. Aynı zamanda, finans teorisinin kapsamı ve derinliklerinde, özellikle finansal kurumların ve piyasaların doğası ve davranışıyla ilgili olduğu dikkate değer bir gelişme kaydedildi.

Reagan ve Thatcher döneminde muhafazakâr karşı-devrim, daha sonra kıtaya yayılmış; hükûmetin rolünü sınırlamayı ve bütçe açığının azaltılmasını amaçlayan Avrupa

eğilimlerini ortaya çıkarmıştır. 1980’de kamu borçları GSYİH’nin %20,5’inden 1995’te %42’ye yükselirken OECD ülkelerinde, aslında sonraki on yıl boyunca orantılı bir şekilde düştü (örneğin; ABD’de GSYİH’nin %38’i).

1990’lar, (borç yakıtlı) sermayeye karşı büyük miktarda “*New Economy*” etkileri 2000’de ortadan kalkıncaya dek, aynı zamanda Avrupalı ve Amerikalılar 1990’lı yılların başında ve 2000’lerin başında yönetilen firmalar yatırım harcamalarını artırmadan kârlılığını saygın seviyelere geri getirerek orantılı nispeten kısa süreli düşüşlerden kurtuldu.

Bu kopukluk, kendi kendini finanse etme kapasitesini artırdı ve onları daha az şirketin bankacılık faaliyetlerinin serbestleştirilmesinin ardından (AB’nin İkinci Bankacılık Direktifi 1989, ABD’de 1999 Finansal Hizmetler Modernizasyonu Yasası), bankalar için daha büyük yenilikçilik kapsamı vardı ve böylece kredi sistemi kredilerden menkul kıymetlere çevrildi.

Bu durum, 1980’lerde önemsiz tahvillerin ortaya çıkmasıyla birlikte ABD’de başlamış ancak bir bütün hâline gelmiştir. Bankalar kredileri bir araya getirip bunları menkul kıymet hâline getirmeye başladığında yeni boyut, menkul kıymetleştirme, mevduat kabul etme ve geleneksel “dolaylı finansman” modelini dönüştürdü, “menşe ve dağıtım modeli”ne kredi ve bankalara büyük kazanç sağladı. Ücret ve komisyon akışlarını artırırken finansman hacmini de büyük ölçüde artırdı. Ortalanmış, düzenlenmemiş ve oldukça kaldıraçlı gölge bankacılığı ağı çevresinde, bankalar süreçleri çok katmanlı bir sistem bağlama kredileri, kısa vadeli para piyasası araçları, uzun vadeli menkul kıymetleri ve çeşitli türevleri birlikte içerir.

1990’lı yıllarda %21-30 arasında değişen aralıklar 2007’de %41’lik paya ulaşmıştır. ABD’deki finansal sektör borçları daha etkileyici bir şekilde, GSYİH’nin %25’inden büyüdü. 1982’den 1991’e kadar %49’a çıkmış ve 2008’de şaşırtıcı derecede yükselerek %121’e ulaşmıştır.

Mali sektör 1990’ların ortalarından itibaren olağanüstü genişledi. Özellikle ipotek destekli menkul kıymetlerle konut finansmanı gerçekleşti; bankalar, yeni menkul kıymetleştirme tabanlı finansman makinesini tüketici borcuna oranla genişletti.

1996’da yaşanan krizlerle Asya ülkelerinin aksine kaynaklanan problem kura ve finansal liberalizasyona bağlıdır. Finansal kırılganlığın tanımını yaparken yukarıda daha çok mikro temellerini incelediğimiz finansal sektördeki yapısal bozuklukları ele alındı. Özellikle

gelişmiş ülkelerde kırılganlıktan bahsedilirken daha çok 2008 krizinden sonra ortaya çıkan etmenleri ele alındı.

Finansal anlamda gelişmiş ülkelerin yapısal sorunlarını anlatmak için bu bağlamda, teorik ve ampirik açıdan ileri sanayi ekonomilerindeki düzeylerini anlamak gerekir: Bunun için borçlanma değişiklikleri (borç) arasındaki ilişkilerin doğası, finansal olmayan sektörde temerrüde düşebilirlik (finansal kırılganlık) ve finansal sektörde yaygın istikrarsızlık (sistemik risk) ele alınmalıdır.

Finansal sistemlerin karşılaştırmalı davranış analizinde, özellikle de kurumsal finansa yapısal bir yaklaşım yaygın olarak görülürken istikrarsızlığa uygulanması nispeten nadirdir. Analizin uluslararası kapsamı göz önüne alındığında iş, finansal sistemlerin tüm kapitalist ekonomilerde olduğu kadar uluslararası sermaye piyasalarındaki davranışlarının anlaşılması için de geçerlidir.

2.1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Kırılganlık

Kırılganlık terimi daha çok gelişmiş ülkelerin incelediği ve üzerinde politikalar hazırladığı bir terim olarak karşımıza çıkıyor. Gelişmekte olan ülkelere kastedilen Ortadoğu ve Asya ülkeleri olup Latin Amerika ülkeleridir (özellikler Brics) ve Türkiye de bu sınıflamaya dâhil edilmektedir. Uluslararası Para Fonuna (IMF) göre, 25 gelişmekte olan ülke piyasa ekonomisine girmektedir. Bu ülkeler farklı düzeylerde ekonomik büyüme, enflasyon, ticaret ve mali koşullar sergiler. On yıl önce, Goldman Sachs Brezilya, Rusya ve Hindistan'ı ve Çin (BRIC) en parlak ekonomik büyüme beklentileriyle gelişmekte olan pazarlar olarak ilan etti. Kırılganlık incelenirken sınıflama içine makro anlamda genel özelliklerini ve de kırılganlık yaratan piyasa işleyişlerini belirtiyoruz.

Son yirmi yılda, birçok ülkenin sermaye hesabı ve yerli finansal sistem liberalleştirildi. Aynı zamanda sanayileşmiş, gelişmekte veya geçiş döneminde olan birçok ülkede önemli bankacılık sektörü sorunları oluştu (Lindgren, Garcia ve Saal, 1996). Birçok ülkede, Avrupa'dan Latin Amerika'ya ve Doğu Asya'ya, keskin bir devalüasyon (veya amortisman) şeklinde, döviz piyasasında döviz rezervlerinde büyük bir azalma, faiz oranlarında bir tempolu bir devinim ya da dış borç (World Economic Outlook, 1998) hizmet eden bir moratoryum görüldü. Birçok kalkınmakta olan ülke kısa dönemli dış borca bağımlı hâlde sermayelerini yapılandırdı.

Sermaye hesabı liberalizasyonu ve finansal kırılganlık arasında çeşitli teorik bağlantılar tespit edildi. Finansal liberalizasyon, ekonomik büyümeyi ve ekonomik kalkınmayı olumlu yönde etkilerken finansal kırılganlığı arttırmaktadır. Özellikle banka krizlerinin artmasına, bankacılık sisteminin kırılganlaşmasına neden olmuştur. Yapılan ekonometrik çalışmalar, finansal serbestleşmenin gelişmekte olan piyasalarda bankacılık sistemini kırılganlaştırdığı ortaya çıkmıştır (Aslı Demirgüç Kunt, 1998). Döviz kurlarının serbest bırakılması dışsal şoklar karşısında savunmasız kalan gelişmekte olan ülkelerde finansal liberalizasyon Minsky tarzı bir finansal kırılganlık döneminin tetikleyicisi olmuştur.

Serbestleştirme gerçekleştiğinde yeni firmaların büyük bir kohortu piyasaya girerse bilgi sermayesinin olmaması yüksek faiz oranlarına neden olur. Ayrıca riskli bankaların kredi portföyü kaçınılmaz olarak kredi yanlış tahsisine neden olur. Makro ekonomik düzeyde ise bu; bankacılık krizlerine, kredi genişleme ve düşük daralma döngülerine neden olur. Özellikle de ekonomi büyük şokların etkisi altındaysa bu rakamın çıkıştaki büyümesi, borç verme faiz oranları azalır. Uzun vadede toplu düzeyde, uygun kredi tahsisi, daha yüksek ve daha kararlı verimlilik artışı meydana gelir (Norman Loayza, Romain Rancière, 2004).

Küçük, açık, gelişen bir ekonomide finansal kırılganlık dönemlerinde devlet gelecek olası firmaların borçlarını şu veya bu şekilde absorbe etmek zorundadır. Böylece özel sektörün finansal kırılganlığı kamu sektörünün mali açığına dönüşebilirken kamu maliyesinin ve döviz rezervlerinin bir krizi şeklinde ortaya çıkabilir (Aslı Demirgüç Kunt, 1998).

Kırılganlık gelişmekte olan ülkelerde mevcut sistemin bir parçasıdır. Kırılganlık bazı gelişmiş ülkelerin ve değişik gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde bazen istenilen hatta yatırım artırıcı bir durum olarak ortaya çıkmaktadır. Tam aksine, ülkedeki üretim seviyesi finansal entegrasyon dolayısıyla belirli bir seviyenin altında olabilmektedir. Mali kırılganlığın yanı sıra finansal sektör kırılganlaşmasına yol açmaktadır (European Bank, 2011). Dolayısıyla bu bölümün önemli bir sonucu, gelişmekte olan ülkelerin finansal entegrasyonunun, reel sektöre verimlilik seviyesi göz önüne alındığında, bu ülkelerin finansal gelişim derecelerinin çok düşük olması durumunda finansal sistemi tehlikeye atmasıdır (Boissay, 2011).

Liberalizasyonla oluşan kırılganlık faktörlerinden biri ahlaki bozukluktur. Özellikle örtük teminatların çarpıtılması sonucunda oluşmuştur. Bu garantiler, hükûmetlerin iç finansal piyasada katılımcılara kurtarma paketleri sağlaması ve de sorunlu ülkeleri kurtarmak için gelen istekli uluslararası yardım kuruluşlardan gelen yardımlardan kaynaklanıyor. Bunlar,

yatırımcıların da yatırımlarında aşırı risk almasını teşvik eder, karşı karşıya kalınan risklerin tam sorumluluğunu üstlenmesine gerek olmadığını göstermektedir. Finansal kırılganlık kökünde bu aşırı risk alma eğiliminin olduğunu görebiliriz (Eichengreen, R. Hausmann, U. Panizza, 2007).

İlgili çözüm, daha dinç denetim ve finansal sistemin düzenlenmesidir. Uluslararası kurtarmanın özel sektörle külfet paylaşımı gerektiren bir programla değiştirerek ahlaki tehlikeyi azaltmaktır. Döviz kuru sisteminde reforma gidilmesi gerekir. Saptanmış döviz kurlarında uygulanan örtülü garanti dolayısıyla ahlaki tehlike kaynağı olan bir form vardır. Uzun süreli hedge statüsünde olmayan döviz borçlanmasını teşvik, kısa vadede çarpık finansal akımlar yaratır. Bu hedge statüsünde olmayan, kısa süreli, döviz cinsi yükümlülükler patlamayı bekleyen bir saatli bomba yaratır. Dolaylı olarak daha esnek döviz kurları, kısa vadeli sermaye girişlerinin sınırlanmasını ve finansal sistemin istikrarının desteklenmesini sağlar (Eichengreen, R. Hausmann, U. Panizza, 2007).

Yerli paranın yurt içinde ve de yurt dışında ödünç veya uzun süreli ödünç para olarak kullanılamaz olduğu durumdur. Tüm yerli yatırımların döviz uyumsuzluğu ya da bir vade uyumsuzluğuna sahip olacaktır. Bu eksikliğin olduğu durumlarda, finansal kırılganlık kaçınılmazdır (uzun vadeli projeler kısa vadeli krediler ile finanse edilecektir). Bankalar ve firmalar arasında risklerden korunma amacı: yapılan ihtiyat eksikliği nedeniyle oluşan bir uyumsuzluk değildir. Sorun döviz cinsinden dış borçları olan bir ülkenin tanım gereği bunları hedge edememesidir (Eichengreen, R. Hausmann, U. Panizza, 2007).

Döviz riskinden korunma pazarının diğer tarafında da şirketler vardır. Ülkenin kendi para biriminde yurt dışından ödünç alabileceğini varsayabiliriz. Benzer şekilde, sorun firmaları sadece kendi varlık ve yükümlülüklerin vade yapısına uyacak şekilde yapılandırmasının öngörü eksikliği değildir; onların vade yapısına uygunluğunun imkânsız olmasıdır. Finansal piyasaların bu eksikliği, finansal kırılganlığın kökündedir (Eichengreen, R. Hausmann, U. Panizza, 2007).

Hem sabit hem de dalgalı döviz kurları sorunludur. Hükûmet para biriminin değer kaybetmesine izin veriyorsa para birimi ile olan uyumsuzluğu iflaslara neden olacaktır. Eğer, rezervleri satarak faiz oranlarını yükselterek kuru savunursa kısa vadeli iç borçlanmalarında sorun çıkacaktır. Çözüm daha esnek bir kurdansa hiç esnek kur olmayışıdır.

Dolar bir kere bütün iç ödemeler için uygulanmaya başlanırsa kur farklılıkları erir. Artık, gelir akışları ve yükümlülükleri aynı birim cinsindendir. Dolar uzun vadeli kâğıt sorununun çözümü daha kolay olur çünkü vade uyumsuzlukları zayıflatılmış demektir. Ülke sakinlerinin evde paralarını terk etmesi, yabancıların yatırımlara daha istekli olması ekonomiyi daha az kırılgan hâle getirirken ve kriz eğilimini azaltıp, yerli finans piyasalarını derinleştirmektedir (Eichengreen, R. Hausmann, U. Panizza, 2007).

Gelişmekte olan ülkelerde kırılganlığı yaratan üçüncü başlık ne ahlaki tehlike ne de orijinal hatalardır. Kurumların taahhüt sorunlarından kaynaklanan zayıflığı mali krizlerin oluşmasını neden olur. Tarafların işlemi tamamlamak için bir kez bulduğu piyasada, finansal sözleşmeler zamanla ödenir. Alacaklılar bugünün borcunu almak için yarın geri ödemesini beklemek zorundadır. Finansal işlemlerin, diğer bir deyişle zaman içinde gerçekleştirilen dönemler arası işlemler bulunmaktadır. Bu nedenle kaçınılmaz olarak bağlılık ve uygulama sorunları ortaya çıkar. Karşılıklı arzu edilen *ex ante* olan işlemler karşılıklı arzu edilen *ex post* olmayabilir. Bu zorlama gücü, mali anlaşmalarda borçlunun geri ödeme yapmaması olabilir. Bu finansal piyasa sözleşmelerinde yoğun adli uygulamaya neden güvenildiğini anlamanın tek yoludur. Sözleşmelerde işlem hacmi küçük ve üretimin oynak olduğu hâlde, sözleşmelerin, yasal ve yargısal alt yapının en azından yeterli olması gerektiğini anlıyoruz (Eichengreen, R. Hausmann, U. Panizza, 2007).

Sorunun çözümü, finansal altyapıyı geliştirmek için politikalar yapılmasıdır. Örnek adımlarla mülkiyet haklarını ve buna bağlantılı başlıkları güçlendirmek, teminatta hızlı bağlantı sağlamak için kredi büroları geliştirmek sayılabilir. Kur politikası üzerindeki etkileri daha az nettir. Bir yandan, kurumsal az gelişmişlik koşullarında özellikle kırılgan ve resmî desteğe ihtiyaç olması muhtemeldir. Piyasayı düşürmek için yetkililerin esneklikten daha fazla argümanı vardır. Sabit bir kur oranında kararlı iseniz, merkez bankası ve son çare devlet borç-giderme hizmetini vermesi engellenebilir. Bankacılık sistemi, aksi takdirde sürdürülemez borçların gerçek değerini düşürmek için bir sürpriz enflasyon mühendisliğiyle de engellenecektir. Aynı zamanda, borç verenler, yetkililerin son çare kredi teşvikine ve vergiye başvurulması daha yüksek faiz oranları talep etmek demek olduğunu anlayacak ve yüksek faiz oranları mali sistemi daha kırılgan hâle getirecektir. Borç onlara hizmet eden kapasiteden daha hızlı ölçüde büyüyecekti (Eichengreen, R. Hausmann, U. Panizza, 2007).

Toptan finans piyasasının kırılganlaşmasının sebebi; reel sektördeki üretim fonksiyonunun likidite gereksinimleri sınırı aşması olarak tanımlanır. Ekonomi, kısıtlı likidite kapasitesini eritme gücünü gösterir. Üretimin önemli bir etmeni olarak, uluslararası finansal sermayelerin ve global dengesizliklerin sistemi kırılganlaştırdığını gösterir. Makro ve mikro anlamda, düzenleyici sermaye gerekliliklerinin ve ihtiyati etkileri bankacılıkta sermaye gerekliliklerinin yükseltilmesi riskini azaltırken toplam düzeyde finansal kırılganlığa hiçbir etkisi bulunmamaktadır (Boissay, 2010).

Minsky görüşüne göre yukarıda anlatılan şekilde oluşan mali kırılganlık merkez bankaları için zor bir sorun oluşturur. Mali kırılgan bir ekonomi kontrol altında tutulmaya çalışılırken para politikasının sıkılaştırılması, faiz oranlarını yükseltilmesi önlenmek istenen mali krizleri tetikler (Aslı Demirgüç Kunt, 1998).

Kısa vadede büyüme oranı ve kâr oranı arasında kuvvetli pozitif korelasyon vardır. Bu tip ekonomilerde küçük, açık, Kaleck'çi ekonomi olduğu zaman kâr oranı azalırsa büyüme oranı düşer ve ekonomi mali kırılgan hâle gelir. Bu anlayış, mali krizi önlemek için kısıtlayıcı para politikasına ve kemer sıkma politikalarına dayalı büyüme oranı azaltma anlayışına tezat olduğunu kanıtlamaktadır.

Merkez bankası denge büyüme oranından çok düşük hedef seçmesi gerekir. Düşük büyüme oranlarında, kar oranları düşük ve ekonomi Ponzi rejimine daha yakındır. Ekonomide karşılaşılabilecek büyüme hızını sınırlayan, altyapı ve yetkili girişimcilik kaynağı eksikliği gibi kısıtlamalar vardır.

Şoklara karşı ekonomiyi istikrara kavuşturmak için faiz oranlarını yükselten merkez bankası faiz oranları ve kâr oranları ilişkisi etkisi, firma bilançolarının finansal kapasitesi dikkate alınmalıdır. Aşırı kuvvetli faiz politikası yanlışlıkla finansal kırılganlık ve mali krizi tetikleyebilir.

Bernanke ve Gertler (1986, 1987), kendi çalışmalarında uygulanan literatürde olduğu gibi, bilançoların kritik olduğu görüşünü sürdürmüştür. Özellikle, önemli bir faktör olarak borçluların net değer pozisyonlarını saymaktadırlar. Bir bütün olarak borçlularda daha güçlü bilanço pozisyonları varsa (yükümlülüklerin net değerinde daha yüksek bir oran) böylece, o, diğer şartlar sabitken makro ekonomik denge daha verimli olduğunu söyler. Borç vericinin bilanço pozisyonu, finansal gelişme ve ekonomik büyüme, ekonomik dönüşüm, kalkınma arasında korelasyon ötesinde bir ilişki vardır. Borç, fonları artırmak için tek araçtır. Böylece,

burada bilanço pozisyonları ve yatırımı, kredi piyasaları ve kredi yatırımlarının çökmesi ile arasındaki teorik bağlantıyı kuruyoruz. Bağlam bilgilendirme asimetrisi olduğu, basit bir iki dönemli genel denge modeli vardır. Ekonomi “yatırım eksikliği” ve “yatırım çöküşü” yaşayacaktır.

Sermaye yapısının kırılabilirliği, borç verenle ödünç alanın ilişkisinde likit olmayan kredinin tam değeri karşılığını almasını engeller. Bu daha sonra, likit olmayan beklenen geri dönüş talep etmeksizin ödünç vermeyi engellerken bir likidite şoku ile karşı karşıya gelen girişimciyi likidite sağlamamaktadır. Finansal kırılabilirlik likidite oluşturulmasını sağlar. Faiz oranı ifadesi de gelişmekte olan piyasalardaki durumla ve ABD arasındaki durumla bir karşıtlık ortaya koymaktadır. Belirttiğimiz gibi, gelişmekte olan piyasalarda yabancı sermaye akışı konjonktürelidir. Bu durumda, dış talebin bu ihtiyati tasarruf etkisi, faiz oranlarını düşürerek yerel oynaklığı ve riski yükseltir. Yabancı sermaye girişi, faiz oranlarında bazı belirsizlikler yaratır (Bernanke, 1987).

2000’li yıllarda ise piyasanın yoğun talebi doğrultusunda meydana getirilen securitie’ler birçok gelişmiş ülke için kırılabilir finansal yapı unsuru yaratmaktaydı. Finansal inovasyon piyasaya yararlı olduğu kadar likidite yaratma yollarıyla göz ardı edilen riskler söz konusuydu. Herhangi bir sistemde güvence çıkarımları sınırları aşan seviyede olduğunu, bunun kırılabilirliğe yol açabileceğini ve refah düşüşlerine neden olacağını gösteriyoruz. Her ekonomide inovasyonun yol açacağı bilinmeyen hadiseler kırılabilirlik yaratmaktadır (Bernanke,2003).

2.2. OECD Ülkelerinde Kırılabilirlik

Finansal kırılabilirlik, kriz ortamında borçların bilançoda daha yüksek payını temsil ettiği ülkelerde daha sık görülmektedir. Canada, Fransa, Almanya, Japonya, Hollanda, Norveç, İsveç ve Amerika gibi OECD ülkelerinde son finansal krizle beraber finansal krizlerin ortaya çıkma riskini azaltmak ve zaman zaman yayılma ve yıkıcı etkilerini sınırlandırmak için çeşitli politikalar önerildi.

OECD ülkelerinde yapılan literatür çalışmalarını incelediğimizde; kırılabilirliği tespit etmek için brüt dış borçlar kırılabilirliklerini uluslararası sermaye akışları üzerindeki etkileri yoluyla sorumluluk yapısı ve bulaşma riski gibi etmenlerin (diğer bir deyişle dış borç, öz sermaye ve DYY) ve yapısal politikaların mali açıdan hangi bölümde azaltılabileceğine dair incelemeler yapılmaktadır. Yapısal politikaların rolü, yanlış hizalanmış döviz kurları veya

mali açıdan sürdürülemez borç gibi durumlar, makro ekonomik dengesizlikler ve etkileri üzerinde çalışmalar yapılmaktadır (OECD, 2012).

Kısa vadede, kırılganlık OECD ülkelerinde sınır ötesi banka yoluyla artan, oluşan dış bilançonun artan kaldırıcından oluşan borçtur. Krizden önce büyük cari işlem fazlası veren ülkeler için tipik bir özelliktir. Aksine, Yunanistan'ın 2007 mali hesap yapısı nispeten riskliydi. Finansal kriz küresel öncül yıllarda büyük cari hesap açıklarına sahip olması ülkeler için başka bir tipik özelliktir (OECD, 2012).

Gelişmekte olan ülkelerin aksine yapısal değişiklik, BRICS'in önündeki on yıldaki büyük çabalardan geldi. Mali finansal zayıflıkların azaltılmasında rol oynayan son kriz, muhtemelen kısmen Asya ve diğer ülkelerdeki gelişmekte olan piyasa krizlerine benzemektedir. En dikkat çekici değişiklikler, dış borçtan DYY ve dış varlıklarda, özellikle de döviz rezervlerinde artış ve de dış borçları çoğaltmıştı. OECD ülkelerindeki finansal sistem birkaç boyutta kırılmaya başlamıştı. Dış bilançolardan ve banka borcunun artırılmasından yararlanarak sıklıkla kısa vadede verilmesi gibi etmenler kırılganlığı artırdı (OECD, 2012).

Farklı politik gruplar, farklı kanallar aracılığıyla çalışıyor. Finansal sektörle ilgili politikalar, bulaşma riski üzerindeki etkileri azaltmış, finansal istikrarın sağlanmasına katkıda bulunmuş görünüyor, doğrudan finans sektörüyle ilgili olmayan yapısal politikalar esas olarak finansal sonuçları etkilemiştir. Finansal hesap yapısı istikrar üzerindeki etkileri yoluyla, bozulmuş vergi sistemleri ise finansal kırılganlığa katkıda bulunuyor (OECD, 2012).

Vergi sistemleri, özsermayenin üstünde borçlar ekleyerek mali açıdan zayıf noktada olan finansa güçlü bir katkıda bulunabilir. Birçok ülke, şirketlere faiz ödemelerinin temettülerden daha fazla vergiden düşülebilirliğini onayladı. Şirket finansmanının beklenen sermaye kazançları dış borca yöneltildi. Yeni analiz, öz sermaye finansmanı üzerinde borç lehine vergi sistemlerinin gerçekten var olduğunu göstermektedir. Bir ülkenin borç harici finansmanını önleyerek kriz riskini artırdı. Mali tablolarındaki bu artış kırılganlığı ve de banka kaldıraçlarındaki ilgili vergi politikasına bağlı artışı aşırı artmaktadır. Finans sektöründeki güçlü kaldıraç genel olarak 2007-2009 yıllarının ardında önemli bir faktör olarak düşünülmektedir (OECD, 2012).

Firmalar, kendi ülkelerinin vergi muafiyetlerine sahip olduğu ülkelerde daha fazla yatırım yapabilir; artık çifte vergilendirme bedeliyle karşı karşıya kalmayacaklardır. İki taraflı vergi anlaşmaları gerçekten DYY'ye elverişli olmuştur. Diğer yatırım türleri üzerinde

herhangi bir etkisi olmamakla birlikte, finansal hesap, finansal istikrarı arttırmaktadır (OECD, 2012).

Makro riskleri azaltacak ve yapısal politikalar, konut ve krediyi azaltarak mali kırılganlığı azaltabilir. Genel olarak, daha sıkı finansal denetim, finansal kırılganlığı azalttı: daha güçlü olan ülkeler bankacılık denetimi, yatırımcı-duyarlılığa dayalı sermaye akış değişiklikleri tarafından daha az etkilenmiştir. Genellikle finansal krizlerden muzdarip olma riskiniz daha düşüktür. Ancak daha sıkı yerli bankacılık denetimi de vardır: yabancı bankalardan artan (kısa vadeli) borçlanma. Bu, daha fazla uyuma ihtiyaç olduğunu gösterir ve düzenleyici arbitrajı önlemek için denetimin uluslararası iş birliğini gerektirir. Daha sıkı bankacılık, denetimi finansal kırılganlığı azalttı.

Bankacılık denetim gücünün, ülkelerin yıllık sistemik bankacılık krizi olasılığına etkisini gözlemliyoruz. Barolar, bankacılık denetiminin iki farklı seviyesi için sistemik bir bankacılık krizine maruz kalma ihtimalini her yıl gösterebilir. OECD ülkeleri, bankacılık denetiminin gücüne dayanarak iki eşit büyüklükte gruba ayrılmıştır. Şiddetli bankacılık denetimi sıkı bankacılık denetim grubu genelinde ortalama olarak tanımlanmış ve daha nazik bankacılık denetimi tanımlanmıştır (OECD, 2012).

Dengeli olarak bankacılık sektörünün kurumsal gelişimi, finansal istikrar, doğrudan banka bilanço bulaşmasının etkisini hafifletir. Bu tür kurumsal düzenlemeler altında ödünç verilir. Benzer şekilde, yerel menkul kıymetlerin kurumsal gelişimi piyasalarda, finansal istikrar üzerinde, yatırımcılara karşı savunmasızlığı azaltarak dış kısa vadeli banka borcunu artırırken, aynı zamanda sermaye akımlarındaki düşüş eğilimini de tersine çevirdi. Son bulgu için olası bir yorum, bir yerel menkul kıymetlerin piyasası, yerli bankalar ya da diğer finansal yatırımcıların işini kolaylaştıracak şekilde ticaret-ticaret faaliyetlerini kolaylaştırmaktadır. Yüksek getirili iç borçlanma senetlerine yatırım yapmak için yurt dışında kısa vadeli borç almak gerekmektedir (OECD, 2011).

2.2.1. Asya Ülkelerinde Kırılganlık

Literatürdeki Doğu Asya'daki temellerin bozulmasına katkıda bulunan çeşitli etkenleri belirtirsek yalnızca dönüşüm etkisinden arınmış olan Asya ülkeleri, bir dizi karakteristik paylaşır. Bunlardan ilki, ticaret ve cari işlemler dengesidir. Zayıf yönleri 1990'da dış borçlarının yüksek bir oran olmasıydı, ikinci sırada döviz rezervlerinin büyük stoğu vardı, üçüncü ise mali ve bankacılık sistemleri aynı yapısal durumdan

muzdarip değildi. Mali kurumların ilgisini çeken ve sistemden gelen kronik kapitalizmden daha az etkilenmişlerdi. Ancak sermaye hareketliliği konusundaki kısıtların varlığı, bu ülkelerin diğerleriyle olan performans karşılaştırmasını zorlaştırıyordu. 1990'larda en büyük ödemeler dengesi açığı 1997 meydana geldi (Giancorlo Corsetti, Nouriel Roubini, Paulo Pesenti, 1999). Bölgede 1996'da ciddi negatif ticaret dönemi şoku yaşandı.

Gelişmekte olan Asya ekonomilerinin finansal sektörlerinin yapısal özellikleri de oldukça farklıdır fakat ülkelerdeki çoğunluk tarafından paylaşılan benzerlikler vardır ve aşağıdaki kategorileri içermektedir:

Finansal sektörler hâlâ bankalar tarafından yönetilmektedir. İçinde bankaların mevduat toplam boyutu: Gelişmekte olan Asya, GSYİH'nın kabaca %60'ını oluşturmaktadır (Burger ve diğ., 2015). Stoklara erişim pazarları hâlen çok büyük firmalarla sınırlıdır (Ananchotikul ve Seneviratne, 2015). Şirket tahvil piyasaları, nispeten az gelişmiştir; tahvil piyasaları hâlâ çoğunlukla devlet tahvilleri tarafından hakim durumdadır (Rigg ve Schou-Zibell, 2009). Bankacılık sektörünün özellikleri; hane halkı kredilerinin toplam aktif içerisindeki payının artması, düşük performanslı kredi (Estrada ve diğ., 2015), bilançoda devletçe önemli risksiz varlık, tahvil veya diğer kamu menkul kıymetleri (Filardo ve diğ., 2012), yüksek sermayeden arındırılmışlık oranı (Lee ve diğ., 2013) birikmiş kârlardan sermaye birikiminin önemli bir kısmıdır (Cohenve Scatigna, 2014).

Asya ülkelerinde iç finansal kırılganlığı anlatan iki göstereyi kabul ettik. Birincisi, hem takipteki kredilerde hem de borç verme patlamasında bilgileri kapsıyor. İkinci gösterge notuna bakılırsa, Corsetti Pesentti ve Roubini'de sunulan teorik modele göre, bir ülkenin para ve finansal krizlere karşı savunmasızlığı mali kurtarma masraflarına ve de üstü örtülü mali maliyetiyle arttığı savunulmuştur. Finansal anlamda büyük duraklamalara şirket kaldırıcı, bozulmuş kredilendirmeler, sermaye hesabı düzenlemeleri neden olmuştur.

Tablo 2: Hisse veya Hisse Değişimleri

Country	Crisis Index (IND)	Real Appreciation (RER)	Current Account (CA)	Lending Boom (LB)	Non-Performing Loans (NPL)	Reserves Adequacy (M2/RES)	Reserves Adequacy (M1/RES)	Reserves Adequacy (STD/RES)
Argentina	4.9	38.6	-1.9	16.5	9.4	351.0	108.2	147.8
Brazil	-0.5	75.8	-2.0	-26.3	5.8	345.9	66.8	78.3
Chile	-1.4	37.5	-1.7	24.1	1.0	188.2	41.9	53.3
China	7.6	4.9	0.8	6.9	14.0	828.9	334.0	26.7
Colombia	-9.1	26.6	-5.0	35.0	4.6	209.4	104.3	73.9
Czech	-19.5	50.7	-4.4	22.7	12.0	356.9	139.5	42.9
Hong Kong	5.7	31.8	-1.6	25.5	3.4	411.9	34.2	20.0
Hungary	-1.6	-38.8	-6.5	-56.5	3.2	167.1	83.3	52.3
India	5.7	-29.1	-1.2	-2.3	17.3	860.0	296.5	37.2
Indonesia	-38.3	17.5	-2.9	9.6	12.9	614.8	114.3	188.9
Jordan	9.8	6.1	-4.5	1.4	6.0	437.8	141.4	33.9
Korea	-38.6	11.1	-2.5	11.2	8.4	665.4	147.6	217.0
Malaysia	-38.8	19.9	-6.4	31.1	9.9	364.8	115.6	45.3
Mexico	10.9	8.9	-2.7	-10.9	12.5	444.8	129.3	142.9
Pakistan	11.4	-2.0	-5.3	-3.7	17.5	3369.9	1822.8	399.0
Peru	0.7	-20.4	-6.2	177.2	5.1	123.6	32.4	61.6
Philippines	-29.8	38.9	-4.6	150.8	14.0	465.6	91.8	849.3
Poland	3.5	30.0	0.9	38.5	6.0	262.3	95.9	14.2
Singapore	-15.7	4.7	16.5	16.7	4.0	103.5	25.0	20.0
Sri Lanka	-1.0	17.7	-5.7	28.4	5.0	236.4	72.9	26.8
Taiwan	-11.4	-7.0	2.9	43.4	3.9	575.1	141.0	22.8
Thailand	-47.8	20.0	-7.2	58.0	13.3	380.5	43.3	121.5
Turkey	4.3	-16.1	-0.1	43.2	0.8	302.6	48.9	76.0
Venezuela	4.9	2.2	6.8	-51.5	3.8	102.4	58.5	28.2

Kaynak: Corsetti, Pesenti ve Roubini (1998c: 13)

1. IND Endeksi: Döviz kurunda değer kaybının ağırlıklı ortalamasıdır. IND'nin sıfırdan küçük olması ($IND < 0$ ise), ülke parasının spekülasyonlara, döviz kurundaki ani değer kayıplarına karşı duyarlı olduğunu ve devalüasyonlarla korunmaya çalışılan döviz rezervlerinin eridiğini işaret etmektedir.
2. CAI Endeksi, cari dengesizlik indeksi, cari işlemler bilançosu ağırlıklı ortalamasının GSMH'ye oranı CA ile reel döviz kurunun aşırı değerlendirme oranından RER oluşmuştur.
3. NPLB, birleşik bir endeks olan kırılganlık indeksi, performans dışı kredilerin toplam varlıklara oranı NPL ile özel sektöre açılan ticari banka kredilerinin GSMH'ye oranından (LB) oluşmaktadır.
4. Döviz rezervi yeterliliği ve temel performans indeksleri, M_1/RES ve $M_2/Döviz\ rezervi\ oranı$, $M_2/Döviz\ rezervi\ oranı$ M_2/RES ile yabancı borç ödeme yükünün döviz rezervlerine oranından STD/RES oluşmakta ve finansal kırılganlık ile finansal krizin şiddetini göstermektedir.

3. FİNANSAL KRİZLER

Kriz dönemleri hakkında ampirik literatürdeki fikir birliği, finansal krizlerin finansal sistemlerin kırılganlığı sonucu oluştuğu üzerinedir. Finansal krizlerin kökenlerine dair iki görüşe tekabül eden iki finansal kırılganlık görüşü vardır. Temel denge ya da iş çevrimi görünümüne göre, finansal krizler ekonominin zayıf temellerinden ortaya çıkmakta, bu da durgunluk gibi bir zorlama döneminde onu savunmasız kılmaktadır. Kendi kendini gerçekleştiren ya da güneş lekesi denge görüşüne göre, ekonomi her zaman rastgele bir dış olay tarafından tetiklenebilen ya da sadece sürü zihniyetinin sonucu olan bir mali krize karşı savunmasız olabilir (Douglas Gale, Franklin Allen, 2002).

Ayrıca burada ele alacağımız modellerde (özellikle Minsky) sistemdeki aksaklıkların bir sonucu olabileceği gibi, finansal krizler sonucu da kırılganlık ortaya çıkar. Bankaların kırılgan bir mali yapıya kavuşmasının bir başka nedeni de bir mali kriz durumunda bir devletin kurtarılmasını beklemeleridir. Bu, banka riskli davranışlara girdiği, aşağı yönlü risklere karşı bir sigortaya sahip olduğu için ahlaki bir tehlikedir. Eğer hükûmetin bankaların riskli davranışlara girmesi ve zararlarını azaltması muhtemel kabul edilirse bankacılar daha fazla risk almaya ve bankacılık sisteminin mali kırılganlığını artırmaya teşvik edeceklerdir. Genel olarak bir kurtarma, bir kriz meydana geldiğinde (*ex post*), politika yapıcılarının optimal tepkisi görülür çünkü kurtarma, krizin ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini azaltacaktır ve kırılganlaştıracaktır.

Kriz gerçekleşmeden önce, politika yapıcılar kriz durumunda bankaları kurtarmayacakları, böylece bankaların kırılgan sermaye yapısını benimsemedikleri hususunda onları ikna etmek isterler. Ancak politika yapıcılar, bir kriz durumunda bankaları kurtarmayacaklarını açıklarsa bankacılar bunlara inanmayacaklardır çünkü politika yapıcılarının aslında bir kriz durumunda onları kurtarmasını beklerler. Politika yapıcılar, bir kriz durumunda kurtarma paketinin bulunmadığı politikanın güvenilir olmadığını belirtmişlerdir, bu nedenle bir taahhüt unsuru olmadığında bankalar aşırı risk

alacaktır. Öncelikle makro ekonomik olarak devletin ve bankaların genel durumunu anlatacağız ve sonrasında ise reformları daha ayrıntılı inceleyeceğiz.

3.1. Finansal Kırılganlık ve Kriz Arasındaki İlişki

Daha önce de bahsettiğimiz gibi birçok tanımı ve modeli bulunan kırılganlık; finansal istikrarsızlık, finansal düzensizlik ve sistemik risk kavramlarının çoğu zaman birbirlerinin yerine kullanıldığı görülmektedir (Davis, 1992). Bu kavramlar genel olarak, finansal piyasalarda varlık fiyat ve miktarlarında beklenilmeyen değişmelere neden olan sapmaların (bozulmaların) ortaya çıkma olasılığı ve tehlikesi olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla bu kavramlar genel olarak finansal krizlerin ortaya çıkma olasılığını ifade etmektedir (Franklin Allen, Douglas Gale, 2004). Krizler öngörülemeyen kırılganlıklar krizleri önlemek amacıyla incelenmektedir. Birçok finansal kriz çeşidi bulunmaktadır. Minsky'ye göre finansal kırılganlıklar finansal krizlerin ön koşuludur. Krizler çıkmadan önce mutlaka sistemde kırılganlıkların var olduğunu belirtir. Bunlar; para krizi, bankacılık krizi, dış borç krizi, sistemik kriz, döviz krizi vb. şeklinde sıralanabilir.

Bu bağlamda, iktisat yazınında bazen bu kavramlar finansal kriz kavramı yerine de kullanılmaktadır. Finansal kriz kavramı ise genel olarak, finansal piyasalarda ortaya çıkan bozulmaların finansal kurumların performansını olumsuz etkileyerek tüm ekonomiye yayılması sonucu, ödeme sistemlerinin bozulması ve kaynakların etkin dağılımını engellemesi olarak tanımlanmaktadır (Sayım Işık, Koray Duman, Adil Korkmaz, 2004). Finansal krizler birçok göstergenin aynı anda kötüye gitmesi ekonominin işlemez hâle gelmesidir. Karşılıklı ödemelerin gerçekleştirilemediği durumdur. Kırılganlık ise birçok göstergenin işlem yapılabilir ama aynı zamanda herhangi bir durum karşısında şok ya da uygulanan yanlış bir politika ile kırılgan hâle gelmesidir. Dolayısıyla finansal kırılganlık kriz anından çok kriz sonrası ya da kriz öncesi dönemi işaret etmektedir.

Minsky'ye göre ise bir krizin ortaya çıkması için bozuk finansal yapı gerekir. Başka bir deyişle finansal kriz sağlam finansal yapılarda ortaya çıkmaz. Var olan yapısal bozukluklar politikalarla düzenlenemez hâle olabilirken politikalarla ayarlanan faiz likidite borç oranları gibi kırılganlık sorunlarını gidermede yeterli gelmemektedir. Keynes'e göre kırılganlıkla ilişkilendirdiğimiz başka bir terim finansal istikrarsızlık ise

geçici bir dönemden çok sürekli tekrarlayan ve sistem bozukluğunun düzelmemesi durumudur.

Finansal krizlere ve ekonomik istikrarsızlıklara yol açan birçok faktör bulunmaktadır. Ülkelerin makro ekonomik istikrarını bozan etkilere karşı, uyarıcı ve önleyici yapıda farklı politikalar uygulanmaktadır. Krizlerin nedenlerini kırılganlığı açıklayan yazarlara göre sürdürülemeyen makro ekonomik yapı, asimetrik bilgi, ters seçim ve ahlaki yapının yozlaşması, finansal serbestleşme, sürü psikolojisi olarak sıralayabiliriz.

Minsky'nin görüşüne göre, mali açıdan kırılgan bir ekonomi, merkez bankası için zor bir problem oluştuyordu. Para politikasını sıkılaştırarak ve faiz oranlarını yükselterek finansal kırılganlığı kontrol etmeye çalışan merkez bankası, önlenmesi istenen finansal krizi tetikleyebilir. Kırılganlık sürdürülebilir olmadığı takdirde krizlerin çıkmasında ön safha, ön belirleyici ve ön göstergedir.

3.1.1. Kriz Öncesi Dönem (1998-2006)

Finansal kırılganlık modellerini ve gelişmekte olan ülkeleri inceledikten sonra kırılganlığı bu kadar moda bir terim hâline getiren 2008 krizi ve özelliklerini inceleyeceğiz. Modellerde incelediğimiz zamanları ($t = 0$, $t = 1$, $t = 2$) burada ele alacağız. Bir finansal kriz, ekonominin mali bağlantılarının bir çöküşüdür. Zincir yapısını ve gerçekleştirdiği şoklara tepki olarak alınan aksiyonlardan doğar. Finansal krizleri incelemek için bu bölümde ekonominin istikrarlı bir durumda olduğu zaman, $t = 0$ 'daki şokların nasıl çalıştığına bakacağız.

Finansal kırılganlık, global finans krizinin beraberinde getirdiği finansal zayıflıkları açıklamada yeterli gelmediğinden, kriz öncesi dönemde finansal zayıflıkları ve gelişmekte olan ülkelerin finansal durumunu inceleyeceğiz. 2007 yılının öncesinde etkin olan yapısal faktörler büyüme oranlarındaki değişimi açıklayabilir.

Büyük ve gelişmekte olan ekonomilerde, özellikle Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, G. Afrika'nın 2000-2012 yılı boyunca sahip oldukları büyüme oranları şaşırtıcı seviyede yüksekti. 2000 yılından 2012'ye, yılda 6,2 oranında büyümüştür ki bu yıllarda Amerika'daki yıllık ortalama büyüme oranı 1,9'du fakat 1981-1999 arasındaki zaman diliminde büyüme oranları bu duruma karşıtlık oluştuyordu. Gelişmekte olan ülkeler

bu yıllarda sadece 3.6 oranında büyürken, Amerika bu yıllarda yılda 3.4 oranında büyüdü. Diğer bir taraftan, önceki yıllarda Amerika'nın büyüme seviyesi o kadar yüksekti ki, geçen on yıllık süreç içerisinde diğer gelişmekte olan ülkelerle yakınsama gerçekleştiremedi. Ancak bu on iki yıllık büyüme sürdürülebilir olmadığı gibi uzun süreli olarak kalıcı değildi. Gelişmekte olan ülkelerin çoğunda kredi, varlık, yatırım döngüleri en yüksek seviyeye ulaştı. (Anders Aslund, 2014)

2008 global şokundan önce de çoğu gelişmiş ülkede 2008 global krizinden öncede var olan büyüme düşüşleri global finans krizinin getirdiği finansal zayıflıkları açıklamada yeterli gelmediğinden, kriz öncesinde var olan ülkeler arası yapısal farklılıklar bir ülkedeki krizin şiddetini ve derinliğini belirliyor. Global finansal kriz sonrasında yapılan büyüme tahminleri yapılırken ülkelerin kriz öncesi durumu ele alınıyor.

Özellikle büyüme oranlarındaki yükselmeyi açıklamada dışsal finansal borç yükümlülüklerini, ithalat oranlarındaki miktar düşüşü ve de 2002 yılı baz alınan efektif kur değişimleri, GSYİH'nin bir bölümü olan dış yatırım yükümlülükleri, yine 2008'de üretim düşüşünü etkileyen politik istikrarsızlıkları sebep olarak gözlemliyoruz (Bordo Micheal, 2001).

Ayrıca finansal küreselleşmeyi, krizi tetikleyen önemli etkenlerden biri olarak görüyoruz. Bunun için kriz öncesi dönemde finansal zayıflıkları ve gelişmekte olan ülkelerin finansal durumunu inceleyeceğiz. 2007 yılının öncesinde etkin olan yapısal faktörler büyüme oranlarındaki değişimi açıklayabilir.

Krizin ortaya çıktığı zamandan bağımsız olarak, gelişmekte olan ülkelerde krizin şiddetini ve derinliğini belirleyen ve ülkeler arası farklılıkları açıklayan kriz öncesi birçok sebep mevcuttu. Küreselleşmenin ilk çağlarında (1870-1913) ani duraklamalarla oluşan şimdiki döngü (gelişmiş ülkelere doğru nakit akışı, uluslararası organizasyonların sağladığı nakit akışı) ve gelişmekte olan ülkelerin finansal krizleri ile benzerlik göstermektedir. Küreselleşmenin ilk başladığı dönemde yapılan ticari açılımlar 2000'li yıllarda yaşandığı için gelişmekte olan ülkeler dışsal şoklara, üretimde ani düşüşlere maruz kaldı. Bunun bir başka nedeni de gelişmekte olan ülkeleri çevreleyen döngülerin bu dönemde de var olmasıdır (Micheal Bordo, 2001).

Bu bölümde ilk olarak 2007 kriz döneminde bağımsız olarak oluşmuş, gelişmekte olan ülkelerin finansal altyapıları ve rezervlerini, gerçekleştirdikleri reformları daha sonrasında içinde bulundukları ticaret ve finansal ağlarını ve de gelişmekte olan ülkeleri çevreleyen konjonktürü ve balonları inceleyeceğiz.

3.2. Finansal İnovasyonlar (Reformlar)

Yapılan finansal inovasyonlar kırılganlığı artıran etmenlerdendir. Öncelikle, 1990'larda gelişmekte olan ülkelerde ve Doğu Asya ülkelerinde yaşanan banka krizleri sonrasında bu ülkelerin yeniden yapılandırılmaya gidilip ülkelerin fonlar oluşturmaları ve uluslararası Rezerv/GSYİH oranlarını yükseltmesi uluslararası anlamda onların finansal bütünleşmesini arttırdı. Oluşturulan fonlar ve yükselttilen oranlar bu anlamda finansal entegrasyonun ve küreselleşmenin yarattığı oynaklığa bir sigortalama yöntemi olarak karşımıza çıktı (Anders Aslund, 2013). 1998'li yıllarda yaşanan borç krizlerinden ve dışsal şoklardan dolayı gelişmekte olan ülkeler, kendilerini ani duraklamalar ve krizlerden korumak gerektiği dersini çıkardı.

Borçluluk krizlerinin küreselleşmenin yanı sıra kur eşitsizlikleri yüzünden kaynaklandığı ve uygun oranda rezerv tutan ülkelerin kur eşitsizliği krizinden etkilenmediği tespit edildi. Ancak aynı zamanda gelişmekte olan bir ülke ekonomisini tümüyle garanti altına alacak bir rezerv olmadığını ve de buna nakit akışı sağlayacak uluslararası organizasyon olmadığını göz ardı etmemek gerekir.

Bu dönem boyunca, özellikle Rezerv/GSYİH oranları finansal açıklığın bir fonksyonu olarak ve rezervler kısa süreli borç oranlarının karşılığı oranında belirleniyor. Birçok gelişmekte olan ülke 1998 -2000 yılları arasında bu anlamda birçok reform düzenledi ancak bu reformlar 2000- 2012 yılları arasında tamamen uygulamaya geçti.

Yönetişimin derecesi ve kurumsal değişim artıyor. Özellikle de özelleştirmeye dışarıdan gelen doğrudan yatırım oranı yine bu dönemde gerçekleşen önemli reformlardandır. Ayrıca bu dönemde bölgesel ticaret gruplarına katılım için yapılan politik entegrasyonlar küreselleşmeyi artırırken, krizin taşıma etkisini ve şiddetini de artıran etmenlerdendir (Bordo, 2012).

Sonuç olarak reformların başarısı analiz edildiğinde, elverişli makro ekonomik politikaların başarıyla tamamlandığını, piyasa oynaklığını artırdığını ve ekonomik

temellerin sağlamlaştığını anlıyoruz. Ancak gelişmekte olan ülkelerin global finansal şartlardaki kaymalara karşı savunmasız olduğunu gözlemliyoruz.

3.3. Rezervler

Geçtiğimiz on yıllık süre içerisinde gelişmekte olan ekonomiler yerel para ve dolar cinsinden mevcut kur rezervleri likiditesini artırdı. 2000'lerin başında ekonomik durgunlukla ve henüz ortaya çıkmamış krizin ön yankılarıyla mücadele edilirken 2000'lerin ortalarında dünya ekonomisinde likidite bolluğu yaşandı. Ancak yaşanan şiddetli dolar likidite kıtlığı, gelişmekte olan ülkelerin uluslararası rezervlerinde yaşadığı kıtlıkla birebir bağlantılıydı.

Diğer bir taraftan gelişmekte olan ülkelerin kriz öncesi dönemde (1999-2006 yılları arası) yüksek uluslararası rezervlerinin olduğunu ve bu rezervlerin çeşitlendirildiğini gözlemliyoruz. Kriz öncesinde gelişmekte olan ülkelerin rezerv stoklarına yoğunlaşması, rezervlerin kriz öncesi dönemde aşırı boyutlara erişmesini sağladı. Elbette ki bu durum bazı ülkeler için ithalat kazançlarının yarattığı dalgalanmaları karşılamaktan çok uzaktı. Ayrıca kısa süreli dış borçların yenilenmemesi olasılığı dahi mevcuttu. Lakin, kriz dönemi boyunca yaşanacak olan dolar likidite kıtlığını yüksek rezerv oranına sahip olan ülkeler daha az şiddetli hissetti.

Gelişmekte olan ülke hükûmetleri rezervlerini, iki kanallı kriz senaryoları (bankacılık ve kur problemleri etkileşiminin keskin ve yıkıcı kur düşüşleri) koruma yöntemi olarak görüyordu (Obsteld Maurice, Shambaugh C. Jay, Taylor, M. Alan, 2009). Ayrıca o dönemdeki IMF açıklaması da şu yöndeydi:

“Keskin sermaye dışı akışlarıyla karşılaşıldığında, ülkeler buna hızla karşılık vermesi gerekliliği dışında yeterli likiditeyi güvence altına almak ve aynı zamanda zayıf kurumlarda baş gösteren problemlerle başa çıkmak zorundadır. Kur oranları bu baskıyı azaltmakta kullanılmalı, rezervlerin stokları düzensiz piyasa koşullarını önlemek için müdahale aracı olarak kullanılmalıdır.”

Eğer ülke gelişmekte olan paralarını değerli tutmaz kurlarını korumaz ise sermayenin dışı akımı hızlanır ve de ülke rezervleri hızla erir. Ayrıca, kurun dibe vurması ve enflasyonun yükselmesine neden olmaktadır. Düşük kurlar, gelişmekte olan ülkeleri daha rekabetçi kılmasının yanında birçok engel ortaya çıkarır. Dalgalı kurlar

aşamalı bir gelişme olarak kaydedilse de gelişmekte olan ülkeler uluslararası finansmanın birden durmasıyla karşı karşıya gelebilir. Örneğin, üretim ve altyapı kapasitesi için gereken ithalat sağlanamayabilir. (Obsteld Maurice, Shambaugh C. Jay, Taylor, M. Alan, 2009)

Kur oranı esnekliği, krizin yarattığı şok etkisine tampon olurken istikrarlı kur rejimine sahip ülkelerin daha çok etkilendiğini gözlemliyoruz. Ayrıca, daha güçlü vergi pozisyonlarına sahip ülkelerin kriz sırasında daha az etkilendiğini görüyoruz. Bunun nedeni, bu ülkelerin konjonktür karşısı vergi politikaları uygulamada daha başarılı olmasına bağlanıyor.

Rezerv oranları güncel cari denge ve kısa dönemli borç oranları istatistiksel olarak düşüşlerin mühim habercisi olarak hesaba katılmıyor. Uluslararası rezervlerin istikrarını incelediğimizde ise Swf'leri, makro bazlı ihtiyati politikalar iki taraflı swap çizgilerini, tasarruf oranlarını, ticaret dalgalanmalarındaki emtia şartlarını, dışa yönelik dış yatırımı, ithalat dağılımını, finansal patlamalarını ve bu motifin değişik versiyonlarını ele alabiliriz (Joshua Aizenman, 2014). Ayrıca bankacılık sisteminin büyüklüğü de yeterli rezerv oranlarının belirlenmesinde önemli bir etkidir.

Yapılan tahminler zaman içinde değerlendirildiğinde swflerin girişi, ana tampon aracı olarak kullanılan uluslararası rezervlerin münhasırlığını azalttı. İhtiyati politikalar, sıcak para girişi, dışa olan borç bağımlılığını azaltırken kendini sigortalatmak amaçlı kullanılan uluslararası rezervleri azalttı (Aizenman, 2014). İthalat dağılımı ve ticari oynaklık şartları, ticaret oynaklığı, ticaret şartları ve şoklarla sivrulan kur döngüleri ve de rezerv istif politikalarını belirlemektedir. Ancak uluslararası rezervlerin yeterli derecede sabit olması ya da kriz sırasında ülkelerin ekonomik temellerindeki gelişmelerle ilerleyen küresel ekonomi içinde yer alan gelişmekte olan ülkelerin durumunu açıklamaya yetmemektedir.

3.4. İş Döngüleri

Joseph Stiglitz'in de aralarında bulunduğu bazı ekonomistler, sermaye kontrollerinin krizlerin bir ülkeden diğerine yayılmasını önlemek için devre kesiciler olarak görev yapmalarını savunur. Bu süreç finansal bulaşma olarak adlandırılıyordu. Bir kriz durumunda, krizi izole etmek için etkilenen ülkelere sermaye akışı otomatik olarak kesilebilir bir sistem yerleştirilecekti. Bu sistem, kısmen ağır bir bölümünde

olağan dışı yüksek elektrik talebine bağlı kıtlığı önlemek için genellikle iyi bir şekilde entegre edilmiş olan elektrik ağları gibi elektrik şebekelerinde modellenmiş ancak şebekenin hasar görmesini önlemek için devre kesiciler kullanmıştır. Şebekenin bir bölümünde şebeke, şebeke vasıtasıyla bağlı tüm evlerde bir karartmaya neden olur.

Çevredeki bir ekonominin çeşitli reel ve finansal kanal tarafından etkilendiğini görüyoruz. Kısa vadeli dinamikler ülkelerin yapısal karakteristiklerine ve de birincil pozisyonlarına, zayıflıklarına ve makro ekonomik politikalarına bağlıdır. Var olan finansal ve ticari ağlar şokun değişim şeklini belirlemektedir. Hangisinin güçlendiği hane içi finansal zayıflıklar ve de parasal ve vergi odaklı politikaların cevabına bağlıdır.

Krizden etkilenmenin derinliğini ve alternatif iletme mekanizmalarını açıklamak için dört açıklayıcı değişkenimiz vardır: Ticaret ağları, finansal ağlar ve finansal yapının yine altta yatan zayıflıkları ve de genel politik çerçeve. Global resesyon talepte keskin düşüşler yaşarken, yayılma etkisinin gelişmiş ülkeler ve gelişmiş ülkelerle ticari ilişkileri yüksek olan ülkeler için etkinin daha yüksek olması beklenir. Hatta, gelişmiş ürün ithalatı yapan ülkelerin düşük talep oranı yaşadığını ve esas ürün ithalatı yapanların daha az talep yaşandığını gözlemliyoruz. Ticaret ağlarını açıklamak için ticaret açıklığı (GSYİH oranı), ticaret dağılımı (toplam ithalata varlıkların, imal edilmiş ürünlerin payı), ticaretin yönü (gelişmiş ülkelerle ticaret payın) ayrıca Ticaret/GSYİH oranı ticari açıklığı belirlemede bir faktör olarak kullanılıyor (Özer, 2006).

Finansal ağlar değişkenini ele aldığımızda, global finansal kriz gelişmiş ekonomilerin finansal sektöründe ve de bu ülkelerle finansal bağlantı içine olan ülkeleri ciddi anlamda etkiledi. Bunun için kullanılan ticari açıklığı ölçen ölçüler: sermaye hesabı kısıtlamaları, gelişmiş ülkelere borçlanan bankaların GSYİH oranla stoğu, ekonomiye dışarıdan gelen dövizlerin payıdır (Berkmen Pelin, 2007).

Üçüncül değişken, altta yatan zayıflıkları ve de finansal altyapıyı ölçümleyen değişkenlerdir. Kriz öncesinde, gelişmiş ülkeler dünya piyasasındaki uygun koşullardan yararlanırken ve dışsal şoklara karşı tampon oluştururken diğer ülkeler krizde daha riskli pozisyonlara geçtiler. Kriz öncesi edinilen kârların baskısı, ülkeler arası hızlı borç erişimi ve de hızlı kredi büyümesine yol açtı.

Kriz gerçekleştiğinde, nakit akışları tersine dönerken kurlar düştü. Birçok durumda kredilerde dağılma yaşanırken finansal kısıtlamalara ve de ciddi ödeme

dengesi problemlerine yol açtı. Bu nedenle yüksek ödemeler dengesi açığı olan zayıf rezervli ülkeler, yüksek borçluluk oranlı, güçlü kredi büyümesi ve global resesyona geniş üretim düşüşleri yaşadı. Aynı şekilde finansal kanallardan oluşan yayılma etkisinin daha karmaşık finansal altyapılara sahip ülkelerde daha büyük oranda olacağını gözlemliyoruz.

En son değişken finansal altyapı, politik ve kurumsal çerçevenin gücünü ele alıyor. Kriz sırasında, ülkeler değişik para ve vergi politikaları uyguluyordu, aralarındaki bu farklılıklar kur oranları, para politikası, vergi politikası, kurumların genel kalitesi ile açıklanıyordu. Örneğin; kur rejimi daha esnek olan ülkeler finansal şokları absorbe etmede da daha başarılıdır. Enflasyon oranları, uluslararası rezervlerin oynaklığı ve kur oranları ve de makro ekonomik istikrarı sağlayan enflasyon politikaları değişkeni yine bu farklılıkları açıklıyor. Kaldı ki, konjonktür karşıtı vergi politikalarını ölçmek için esas vergi açıklarını ele alıyoruz. Sonuçta, kurumların gücünü, makro ekonomik çerçevenin güvenirliliğini ve daha çeşitli değişkenleri ölçmekte kullanıyoruz.

Krizin etkisi, ticari açıklığın büyüklüğüne etki etmezken ticaretin dağılımında etkilidir. Toplam ithalat ki varlıkların dağılımı tahmin edilen düşük büyüme oranlarıyla doğru orantılıdır. İmalat ürünlerinin toplam ithalattaki yeri düşük büyüme oranlarıyla korelasyon gösteriyor. Özellikle gelişmiş ülkelere imalat ürünleri ithal eden ülkelerin talepte yaşanan düşüşten vurgun yediğini, yiyecek ithal edenin ise daha az etkilendiğini görüyoruz. Ancak ticaretin gelişmekte olan ülkeler için belirleyici bir değişken olmadığını görüyoruz. Ayrıca, gelişmiş ülkelere ait geniş borçlanma stokları daha ciddi büyüme düşüş tahminlerine neden olmaktadır.

Özetle, finansal zayıflıklar (kümülatif kredi büyümesi, kaldırıcın derecesi, kur değişim politikaları) ülkeler arası büyüme oranları tahminlerindeki değişiklikleri açıklıyor. Ayrıca, kaldıraç etkisinin Avrupa Birliği ülkelerine güçlü erişimi olan ülkelerde yüksek olduğunu, güçlü vergi pozisyonlarının global finans krizine kalkan olmak gibi bir etkisinin olmadığını gözlemliyoruz. Yine kurumsal değişkenlerin, kurumsal çerçevenin ve de politika ölçütlerinin kalitesini gözlemliyoruz.

Büyüme oranlarındaki değişimi; kaldıraç kredilerdeki kümülatif büyümeyle, kur iniş çıkışların kontrolüyle ve de açıklayıcı değişken olarak değer ifade etmeyen politika

değişkeni ile açıklıyoruz. Diğer bir taraftan, gelişmekte olan ülkelerle gelişmiş ülkeler arasındaki ticaret ağlarının krizi ilettiğini görüyoruz. Bazı ülkelerin krizi neden daha iyi geçirdiğini değerlendirdiğimizde şu önemli sonuçlar ortaya çıkmaktadır. İlk olarak, kur esnekliklerinin geniş şokların etkisini kırmakta etkili olduğu görülüyor. İhtiyatlı düzenlemeler ve idari ihtiyaçların zayıflıklara yol açmasına ve de kredi fiyatların yükselmesine neden oluyor. İyi zamanlarda meydana getirilen sağlam vergi pozisyonları, şok zamanında konjonktür karşıtı vergi politikaları yapılmasını sağlıyor.

Gelişmekte olan ülkelerin temelleri, özellikle dış borçluluk oranlarının ağırlığının yaygın olarak düşmesi ve de dış kurların buna hizmet amacıyla geliştirilmesidir. 2000-2006 yılları arasında, makro ekonomik temellerdeki en büyük gelişme, daha düşük olasılıklı hata oranlarına ve de sonuç olarak, daha elverişli bir kredi alımı değerlendirmesidir (değerlendirmede etkin olan faktörler GSYİH, sermaye başına düşen GSYİH, büyüme, devlet ve dış borç oranı).

3.5. Balonlar

Kriz öncesinde ülkeleri kırılgan hâle getiren konjonktürel kredi, emtia ve finans balonlarını ele alacağız. 2006 itibarıyla kredi balonlarının yükselişe geçtiğini görüyoruz. Yüksek seviyede olan faiz oranları yüksek seviyede seyir edemeyeceği için finansal olarak kırılgan olan gelişmekte olan ülkeler için kırılgan bir ortam oluştu (Anders Aslund, 2013). Büyük vergi zararları, cari açık borçları ve de yüksek enflasyon bu ülkeleri kırılgan yapan etkenlerdendir.

2000 yılından 2008 yılına kadar, dünya en büyük kredi bombalarından birine maruz kaldı. Finansal bomba beraberinde hem borç hem de sermaye stok bolluğu inşa etti. Bu da emek ve iş gücünün yanlış dağılımına neden oldu. En nihayetinde, iflaslara ve de mal varlığı fiyatlarının düşmesine aynı zamanda faillerin ödemeler dengesini denkleştirmek için harcamalarını kesmesine neden oldu. Finansal balonlar tepe noktası, sistemik banka krizleriyle ve de gayri menkul krizi anlamına geliyor.

Uzun dönemli emtia balonları en iyi şekilde petrolle ifade edebiliyor. Uzun yıllar fiyatlar düşük kaldıktan sonra, 1973 yılında en yüksek seviyesine ulaştı daha sonrasında 1980'e kadar yüksek seviyede kaldıktan sonra, 1980 yılında tekrar yükseldi (Aizenmann, 2014). 1981'den 1986 yılına kadar zaman içinde düştü. Bunun nedeni enerjiye olan yatırımın beklenilenden daha fazla kâr getirmesi oldu. Yüksek enerji

fiyatları gerekli arzı sağlarken ve de 1981'den 2003'e kadar iki on yıl periyodu boyunca düşük seyretti.

Büyük bir emtia döngüsü ortaya çıktığında, fiyatlar yükseldi; yüksek fiyatlar ve düşük büyüme oranı toplam talebi düşürdü, yüksek fiyatlar büyük bir arzı şokunu oluşturdu. Çoğu gelişmekte açık ülke ekonomisi ithalata bağımlı iken, emtia piyasasındaki elverişli fiyat yükselişleri ile birlikte, yüksek dış kur gelirleriyle, uluslararası yatırımcıların borç zorunluluklarının geri ödeme gücünün güçlenmesiyle gelişmekte olan ülkelerin emtia risk fiyatları düştü.

Gelişmekte ülkelerin kriz öncesinde yaşanan birçok sorundan biriye Simon Kuznet döngüsü (gelişmekte olan ülkelere var olan gelir eşitsizliği ve ekonomik büyüme arasındaki U ilişkisi) ve yatırım yükselirken yüksek orandaki Çin yatırım büyümesi bandı düşüşe geçti: büyüme oranlarının sonra yeniden yükselmesi. Uzun yıllar süren yüksek orandaki büyümeden sonra yükselmekte olan ülkelerin birbirleriyle olan yakınsaması düştü. Ülkelerde var olan yönetim düşerken, döngüler hâlinde var olan reformlar genellikle kriz zamanında geliştirilirdi. Gelişmekte olan ülkeler, on iki yıllık tamamlamayı kurduktan sonra, yeni bir döneme geçti.

Ancak finansal integrasyonla gerçekleşen büyüme oranları ülkelerin gelişmişlik seviyelerine ve konjonktürel pozisyonlarına bağlı olarak gerçekleşti. Bu zamanda gerçekleştirilen politikaların kısa dönemli etkileri ve bunun sonunca oluşan finansal zayıflıklar, büyümeyi ters yönlü etkiledi. Gelişmiş ülkelere yapılan ülkeler arası regresyonlarda, finansal zayıflıkların büyümenin şiddetini belirlediğini görüyoruz.

Sonuç olarak, gelişmekte olan ekonomilerin gelişmiş ülke ekonomilerinden yararlandığı ancak karşılıklılığı tam tamına olduğu anlamına geliyor. Kuzey ülkeleri, daha seçici davranarak genel liberalizasyonlar yerine bölgesel ticari anlaşmalara yöneldiler (Aizenmann, 2014).

3.5.1. Kriz Dönemi ve Kriz Gelişimi (2007-2008)

2008 krizi, yükselmekte olan faiz oranları ile başladı. Amerika, uzun bir süre anormal derecede düşük faiz oranlarına sahipti. Bu düşük faiz döneminin var olması ihtiyati politikaların gevşetilmesine neden oldu. Var olan düşük faizler yatırımcının mortgage piyasasına yönelmesine, bu piyasadaki toplam talebin yükselmesine ve de

Amerika gayrimenkul piyasasında balonunun oluşmasına sebebiyet verdi. Düşük faiz oranları sonucunda göç, gayrimenkul piyasasına yapılmak istenen yatırım arttı ve balon genişledi.

Artan taleple beraber, mortgage piyasasında başlayan teknolojik gelişmeler ve de kredileri daha iyi değerlendirme olanağı, kütleli hesaplama gelişmelerini ve risk yönetiminin iyileştirilmesini sağladı. Gayrimenkul piyasasının daha da genişlemesini sağladı (Cechetti, 2008). Ancak birkaç yıl sonunda spekülasyonlar artarken aktivite ve fiyatlar, tasarlanan temellerden farklı olarak değişti. Politikalar gevşetildi, gevşetilen politikaların yanı sıra, yüksek oranda *subprime* mortgage primi elde tutulmaya başlandı. Tutulmaya başlanan mortgagelar ödemeler dengesinde risk yaratırken, krizin diğer piyasalara bulaşma etkisini meydana getirdi. Bütün bunlar, 2008 yılında FED'in piyasaya kıymetli likidite aktarmasına, reel ekonomiyi etkileyen kredi sıkılaştırması için uyarmasına neden oldu.

Oluşan balonların banka kredileriyle finanse edilmeye çalışılması, bankaların batmasına ve bankalarda paniğe yol açtı. Bu para otoritelerinin borç verici son merci olmasına neden oldu. Para piyasasına likidite sağlandı ayrıca likidite bankalarına, borç ödeyicilere para sağlarken piyasalarda indirim getirilmesi sağlandı. Düşük enflasyonun oluşması, gayrisafi yurt içi hasılanın büyümesi ve düşük reel faiz oranları ortaya çıkması krizi oluşturdu (Cechetti, 2008).

Mishkin'in anahtar dinamiği, bir bilgi asimetrisinin oluşu, riskin nereden geleceğinin bilinmemesi, güvenli ve riskli yatırımların ayırt edilememesi, balon içinde bu faktörlerin göz ardı edilmesi iflaslarla sonuçlandırdı. Mortgage tarafından teminat altına alınmış güvence değerlerindeki belirsizlik, diğer ticari kağıt teminatlarında belirsizliğe, borçluların kredi itibarındaki belirsizliği beraberinde getirdi.

Balon-iflas zincirinde karşıt para politikasının önemli olduğu ve de balon ilerlediği takdirde enflasyonun baskı yapacağı bilinenler arasındaydı. Ancak bu durumun farkında olmayan FED'in likidite aktarımıyla, hâlihazırdaki borç verme problemi çözülemedi.

2008 global finans krizi, bize borç ödeme kapasitesinin en büyük problem olduğunu gösterdi. Her derecede özellikle başka varlık havuzlarıyla desteklenmiş securitylerin fiyatlandırmada çıkan zorlukları, fiyat verilememesi, krizin yarattığı diğer

büyük bir problem idi. Kredi piyasasındaki finansal firmaların belirsiz fiyatlı securitylerle kaplanmış olması, fiyatlandırılmayacak kadar kompleks derivative'ler, borç ödeme gücünün belirlenememesine neden oldu. Bu yüzden borç vericiler, borç ödeme gücünden emin olamadıkları için kredi vermek istemediler. Bu piyasada bir felce yol açtı. Ayrıca, 1999'daki daralma döneminde gerçekleştirilen *Glass Steagall Act*, ticari ve yatırım bankaları birbirinden ayırdı. Yatırım bankaları için daha az sermaye oranları belirlerken, mevcut risk arttırıldı. Kriz sırasında finansal firmaların varlıklarının değerinin düşmesi, satıldığında da düşük fiyattan satılması büyük problem yarattı.

Diğer bir yandan, Amerika'da krize yol açan opak subprime mortgage derivative'lerini Avrupa'nın çeşitli bankalarında ve diğer bankalarda tutması krizin yayılmasına neden oldu. Kredi sıkıştması devam ederken birçok büyük finansal kuruluşun çöktüğünü, dünyanın diğer önde gelen varlıklı ekonomilerin, ekonomi mercilerinin geniş çaplı kefarete ve kurtarma paketleri ile geriye kalan bankaları ve finansal kurumlarını kurtarmaya çalıştı. Amerika'da gelişen resesyon ve Avrupa'nın oyundan çıkış senaryosu olarak yaptığı sermaye aktarımı, gelişmekte olan ülkelerde dış sermayenin patlamasına neden oldu. Büyüme artık Amerika ve Avrupa'ya ithal eden ülkelere bağımlı hâle geldi.

Krizin ortaya çıkışını açıklamada, balonun varlığı gayrimenkul piyasasındaki yükselişler yetmiyor. Krizi finansal yeniliklerle birlikte Asya'dan ve de petrol ülkelerinden gelen sermaye akımları da etkiledi. Amerika'daki hızlı üretkenlik düşüşü ve makro ekonomik oynaklık hisselerde hızlı düşüşlere neden oldu. Amerika'nın ödemeler dengesi borç fazlalığı, dünyanın iki çeyreğinden daha fazlasını kapsamaktadır. 2007 yazında Amerika Birleşik Devletleri'nde gayrimenkul piyasasında yaşananlar fiyatlara da etki etti. Bu etkiler, refahta durağanlığa, riskte yükselmeye ve kredi marketlerinde bozulma yaşanmasına neden oldu.

2008 krizi, gelişmiş ülke ekonomilerinin çeşitli Avrupa ekonomilerin de elinde tuttuğu opak *subprime mortgage* derivative'lerini ve de ciro edilmiş finansal kağıt marketinin mortgage'ın güvencelerini ölçümünün çalışmamasıyla hızla Avrupa'ya yayıldı. Ardından, baskı gelişmekte olan ülkelere özellikle yüksek derecede borçlanmış ve cari açığı olan ülkelere, hızla yayıldı; İrlanda, Ukrayna ve Bulgaristan gibi gelişmiş ekonomilerde de fiyat yükselişlerine neden oldu. Fiyat yükselişleri makro ekonomik

birçok değişkenin normal, beklenen seyrinden sapmalarına yol açtı. Fiyat yükselişlerini dengeleyici bir para politikasının uygulanamayacağını, uygulanmasının büyük bir risk getireceğini özellikle varlık fiyatlarının gayrisafi milli hasıla kadar hızlı ve etkin cevaplayamayacağı için geniş çıktı düşüşlerine yol açtı.

Ekonomik büyümeyi takip eden süreçten sonra, global anlamda bir finansal balonun patladığını görüyoruz. Kriz sırasında gelişmekte olan ülkelerde ekonomi büyüklükleri ile bağlantılı olarak, daha düşük bir etkilenme söz konusudur. 2008 yılı küresel krizi dünya ekonomisinde aynı zamanda büyük bir resesyona sebep olmuş, üretim düşmüş ve işsizlik rekor seviyede yükselmisti. Gelişmiş ülkelerde bankacılık krizini beraberinde getirdi. Ancak Amerika'nın resesyona girmesi, kredi daralması yaşanmaya başlanması, kredi verilen gelişmekte olan ülkeleri de etkilemeye başladı.

Bununla beraber, 2008 global finansal krizi, her bölgede benzer şekilde toplam çıktıda düşüş yaşattı. Ancak kriz dönemi boyunca gelişmiş ve gelişmemiş ülkeler arasında ticaret yoğunluğunun arttığını, aralarındaki pozitif korelasyonun ortaya çıktığını görüyoruz. Gelişmekte olan ülkeler finansal piyasaları ve bankaları global finansal sisteme daha az entegre olduğundan ülkelerin finansal krizlerin bu ülkelere daha az etki yarattığını görüyoruz. Özellikle de Asya ülkelerinin çoğu ve Latin Amerika ülkeleri krizi görmezden gelebildi çünkü 1997 yılında erimeleri önlemek için Asya ülkelerinin çoğu rezervlerini sağlamlaştırmıştı. Kur değişim rezervleri oluşturulması ve de dış borçlanmanın azaltılmasına dair ihtiyati önlemler alınmıştı.

3.5.2. Kriz Sonrası Dönem ve Krizin Uzun Dönemli Etkileri

Kriz sonrası 2007-2009 döneminde, gelişmekte olan ülkelere ekonomilerden herhangi birinde uluslararası rezervlerde azalma varsa sonrasında bu ülkenin 2012 yılında döviz kurunda ve 2013'te gümrük fiyatlar tarifelerinde düşüş yaşandığını gözlemliyoruz.

Kriz ve kriz sonrası döneminde FED ve diğer merkez bankalarının, getirdiği genişleyici politikalar gelişmekte olan ülkelere sıcak para akışını sağladı. Gelişmekte olan ülkeler, dinamik sermaye kontrolü ile ortaya çıkan hafiflemiş baskıyı, gelecekte dengeyi bozacak dış sermaye akımlarını ve daha geniş sermaye akımları olduğu dönemde dışarıdan gelen sermaye akışları üzerinde kontrolü azalttılar.

Daha geniş anlamda dış sermaye fonlarının ivmesi merkez bankalarının para politikaları ve finansal istikrar düzenlemeleriyle belirlendi. Sonuç olarak, uluslararası rezerv/gayrisafi milli hasıla oranı kendini sigorta edebilecek seviyeye ulaştığında, yüksek tasarruf olan ülkeler kendi fonlarını yönetebilecek duruma gelebileceklerdir. Dışarıdan gelen varlık fonları hakimiyetinin amacı gelecek nesillerin gelirini artırmak olurken, merkez bankası beklenenden daha yüksek gelir ve uzun vadeli yatırımlar sağlamaktadır. Bu demek oluyor ki daha yüksek oranlı tasarruflar, rezerv / yurt içi hasıla oranını artırırken Swf'ler bu oranı düşürebilir.

Başka bir hipoteze göre de gelişmiş ülkelerde 2000-2012 yılları arasında görülen büyüme olmaması gerektiği kadar yüksek ve de 1980'lerin başını andıran bir büyüme grafiğine gidileceği öngörülmüştür.

FED ve diğer merkez bankaları, finansal piyasaları likiditeyle rahatlatmaya çalışırken vergi otoriteleri, bütün borçlarını ödeyebilmek için bankacılık sistemine düşük oranlı faizle kredi vererek çözmeye çalıştı (Bordo, 2008). Merkez bankaları likidite eklerken, hâlihazırda likidite bolluğu yaşayan ve likidite sıkıştırması yaşayan piyasaları rahatlatamadı.

2008 krizi, sistemik regülasyonun iyi yapılmadığını ortaya koyarken Amerika'da yatırım ve ticari bankalar için daha yüksek sermaye ve likidite oranlarına dair düzenlemelere gidilmesine yol açtı. Ayrıca bankalara ve finansal aracı kurumlara daha işlevsel risk fiyatlandırılması yapılmasına bununla ilintili olarak da daha yüksek teminat oranlarını içeren, çıkabilecek herhangi bir krizi ön göremese dahi, etkilerini sınırlandıracak düzenlemelere gidildi (Xenophōn, 2011).

Global ekonomi, 2009 ikinci yarısında düzelme gösterirken dünyanın değişik bölgelerinde büyüme düzensiz devam etti. 2009 yılında gelişmekte olan ülkeler gelişmiş ülkelere göre daha fazla kendine gelmiş durumdaydı. Gelişmekte olan Avrupa, sermaye akışlarındaki düşüşler yüzünden daha çok darbe almış durumdaydı. Özellikle eski Sovyet ülkelerinden bağımsız olan ülkeler bölgesinde ekonomik aktivite büyük düşüş gösterdi. IMF bu ülkelerde dışsal fon vermeyi kesti. Avrupa ve Orta Asya'da sermaye akımları borç olan kısmı %59,7'ye yükseldi. Gelişen Avrupa'nın borç yoluyla sermaye almayı kesmesi dış sermaye akımlarına karşı daha dayanıksız hâle getirdi (Joyce, 2010). Bu da geride kalan dış sermaye yatırımcılarının diğer gelişmekte olan ülkeleri tercih

etmelerine neden oldu. Gelişmekte olan diğer ülkeler (1997-1998 krizini atlattmış olanlar) kriz sonrasında, yatırım yönlendiği güvenceli bölgeler olarak, dış sermaye akımlarını bir önceki döneme oranla çoğalttı.(Unicredit,2004)

Dış sermaye akımlarının sürdürülebilirliğine ve borçlara karşı daha deneyimli olan ülkeler global finansal krizi daha kolay atlattırken, yapısal finansal sistemlerinde kırılganlık barındırmaları onları karşıt sermaye hareketlerine karşı daha elverişli hâle getirdi.

3.6. Değerlendirme

İlk olarak, varlık piyasasında yaşanan çöküş derin ve uzun sürelidir. Gerçek konut piyasasında krizin altı yıl boyunca uzaması ve hisse senetleri piyasasında, üç buçuk yıl kriz yaşanması beklenmektedir. İkincisi, bankacılık krizlerinin sonrasında üretim ve istihdamda derin düşüşler yaşanmadı. İşsizlik oranı ortalama yedi puanlık bir yükseliş gösterirken, döngünün aşağı fazında yer alması bunun ortalama dört yıl boyunca sürmesi beklendi. Üretim zirveden tabana, ortalama %9 puanlık bir düşüş yaşadı. Başka bir taraftan düşüşün ortalama süresi kabaca iki yıl, işsizlikten daha kısa süreli oldu. Üçüncüsü, kamu borcunun reel değer eğilimi patladı. Bu eğilim büyük Dünya Savaşı sonrasında bu yana ortalama %86 oranında yükseliş gösteriyor (Rogoff, 2009). İlginç olan ise borç patlamalarının ana nedeni balyalama yaygın atıf maliyetler olmamasıdır.

Kurtarma paketleri, bankacılık sisteminin yeniden sermayelendirmesidir. Kuşkusuz, kurtarma maliyetlerini ölçmek zor ve de rekabet çalışmalarının tahminleri arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır. Ancak ölçülen üst sınır tahminleri kamu borcu gerçek artışları yansıtmamanın yanından bile geçmemektedir. Aslında, borç artırıcıların büyük sermayedarları vergi gelirlerinde kaçınılmaz bir çöküşün olduğunu, hükûmetlerin onların yarattığı derin ve uzun süreli üretim kasılmalarından sıkıntı çektiği, bunun yanı sıra kriz hafifletmeyi amaçlayan genellikle iddialı dengeleyici maliye politikalarında sıkıntı yarattı (Rogoff, 2009).

Finansal krizlerin sonrasında yapılan analizlerde, varlık ve ev fiyatları üzerinde, üretim ve işsizlik üzerinde uzun süren derin etkiler gözlemleniyor: önümüzdeki dönemde işsizliğin artması, ev fiyatlarının düşmesi ve bunun 6-7 yıllık bir süreye kadar uzaması. Diğer yandan üretimin sadece ortalama iki yıl boyunca düştüğünü fark

ediyoruz. Resesyonun bittiği dönemde hükûmet borcunda yüksek oranda artış olacağı öngörülüyor (Rogoff, 2009).

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde, daha şiddetli yaşanan kasılmalar için olası bir açıklama, yabancı kredi kullanılabilirliğinin ani ve ters eğilimli olmasıdır.

Yabancı sermaye, “ani durma” dönemine geldiğinde (Guillermo Calvo, Alejandro Izquierdo ve Rudy Loo-Kung ,2006) tarafından belirtilen ifade, ekonomik aktivitenin bunalıma girmesidir.

İşsizlik ile karşılaştırıldığında, GSYİH içindeki dip-zirve döngüsü, çok daha kısadır (sadece iki yıl). Muhtemelen, bu potansiyel GSYİH büyümesi olumludur çünkü potansiyel üretim eksikliklerini değil yalnızca mutlak gelir değişikliklerini ölçüyor.

Hatta bu yüzden, finansal krizleri çevreleyen durgunluklar, olağan dışı uzun derecededir. Aslında durgunluk dönemleri beş yıldan az, yıllarca süren durgunluklar normal durgunluklarla kıyasla tipik olarak sadece derin bir yeniden yapılanma gerektiren ekonomilerde oluşuyor. Bankacılık krizleri, tabii ki genellikle finansal sistemin yeniden yapılandırılmasını gerektirir.

İş döngüsünü zararsız hâle getirmek ve mali bulaşma riskini sınırlamak için finansal mühendislikte birçok iyileştirmeler yapıldığını söyleyebiliriz. Tarihsel karşılaştırmalar yapıldığında, kriz sonrasında işsizlik, üretim ve kamu borcunun nasıl devam edeceği belirlenebilir.

Krizin küresel doğası, pek çok ülkenin büyümesini zorlaştırıyor. Büyümenin devam etmesi için yüksek ihracat ya da yabancılar ile tüketim etkileri, düzelme için yapılan politikalar krizi teskin etmeye yetmedi.

Bu reformların birçoğu yeniden uluslararası finans konusunda yeniden düşünme gerektirmektedir. Örneğin; global bir faizin takibi global enflasyon hedefini doğuracaktır. Bu diğer bir ülkenin diğer ülkelerin faiz politikalarına karşıt olarak yaptığı hızlı faiz oranları kesimini engelleyecektir.

Politika yapıcılar, enflasyon için global hedefleri ele alırken ve de global enflasyondaki etkileri incelerken diğer ülkelerin merkez bankalarını ve global enflasyona olan etkilerini de incelemelidirler. Tam karşıt olarak, her ülke bir global alt

yapı olmaksızın kendisine uygun çerçevelerle merkez bankasına erişim sağlamaktadır (Rogof, 2008).

18 Aralık 2013 tarihinde FED tarafından 75 milyar dolar, aylık 10.000.000.000 dolar parasal genişleme politikasına karar verildi. Başkan Ben Bernanke FED “Parasal Genişleme” (QE) programının 2014 yılında rüzgârın aşağı gideceğini varsayarak ve yıl sonuna kadar ekonominin sağlıklı kalacağını, programın sonuçlanacağını belirtti. 29 Ocak 2014 tarihinde FED, 65 milyar dolar, ayda başka bir 10 milyar dolar parasal genişleme duyurdu.

3.7. Dünyada Yaşanmış Krizler ve Kırılganlık

Birçok ülkede farklı krizler meydana gelmektedir: Meksika’da peso krizi veya Yunanistan’da dış borç krizi gibi. Ülkesel finansal krizlerin yanı sıra, bulaşma (yayılma) etkisiyle bütün dünyada etkili olan krizleri ve ülkelerde ortaya çıkardığı kırılganlıkları ele aldık. Tüm dünyadaki finansal krizler, tarihsel açıdan dönemlere ayrılmaktadır. Krizler, daha iyi anlaşılması için dönemlere ayrılmıştır: Büyük buhran dönemi, savaş dönemleri ve II. Dünya Savaşı sonrası ele alınan dönem, 1960’lar ve son birinci kuşak modeller denilen dönem.

Birinci Kuşak Kriz Modelleri: 1970’li yılların ortalarında S. Saland (1978), ülkelerin döviz rezervlerindeki yetersizliklere ve fiyat istikrarsızlığına dayanan para krizi modellerine benzer bir model geliştirmiştir. Gerçek anlamda, Krugman (1979), Flood ve Garber (1984) tarafından geliştirilen birinci kuşak kriz modelleri, sabit kur politikaları ve esnek para politikaları ardından yaşanan para krizlerini açıklamaktadır (Krugman, 1999b). 1990’lı yıllarda uluslararası finansal sistemde, art arda çok sayıda finansal kriz yaşanmaya başlanmıştır. Avrupa Para Krizi (1992-93), Latin Amerika “Tekila Krizi” (1994-95), Türkiye Krizi (1994), Güney Doğu Asya Krizi (1997-98), Rusya Krizi (1998), Brezilya Krizi (1999), Türkiye Krizi (2001), Arjantin Krizi (2002) çok sayıdaki finansal krizlerden sadece bazılarıdır. Uluslararası sermaye hareketlerinin serbest olduğu global bir dünyada finansal krizlerin sayısı, sıklığı ve yıkıcı etkilerinin artması son dönemlerde iktisat yazınında önemli tartışmalara neden olmuştur. Finansal krizlerin piyasa bekleyişlerindeki keyfi değişimlerden mi yoksa ekonominin temel göstergelerindeki zayıflıklardan mı kaynaklandığı en önemli tartışma konularından birisi olmuştur (Özer, 2006).

Modeller, Paul Krugman tarafından ortaya atılmıştır. Sabit döviz kurunun uygulandığı bir ülkede devlet, bütçe açıklarını kapatmak için para basmaya başlar. Bunun sonucunda yurt içi para değerlenir ve fiyatlar artar. Artan fiyatlar döviz kurunun değerlenmesine neden olarak cari açıkları artırır. Yerli paranın aşırı değerlenmesi ile döviz rezervlerinde meydana gelen azalma sonucunda dövize spekülative bir atak başlar. Bunun sonucunda ülkede uygulanan sabit döviz kuru rejimi çöker. Böylece ülke esnek döviz kuruna geçer.

İkinci kuşak kriz modelleri, ülkeler arasında parasal ve ticari bağların sabit kur politikaları yoluyla güçlendirilebileceğini, sabit ve esnek para politikalarının bir arada uygulanmasının parasal kriz yaratacağını dikkate alarak, birbirine zıt yönde iki politika önermiştir (finansal kriz modelleri).

1997 G.D. Asya krizinden (ikinci kuşak krizlerine girmemektedir.) önce yaşanan 1992 ERM (Avrupa Döviz Krizi) ve 1994-1995 yıllarında Latin Amerika'da yaşanan ikinci kuşak para ve bankacılık krizlerine ait göstergeler, G.D. Asya krizinin yaklaştığı yönünde yeterli sinyal vermemiştir. Öte yandan, Asya ülkelerinde yaşanan sabit kur politikaları istikrar sağlamak amacıyla kullanılmadığı için sabit kur ve esnek para politikaları arasındaki uyumsuzluklara işaret eden geleneksel kriz göstergeleri, G.D. Asya krizine işaret etmemiştir (finansal kriz modelleri).

Üçüncü nesil modeller, Krugman (1997)⁷ ve (1998)⁸ tarafından 1997 Asya krizinden sonra geliştirilmiştir ve Asya krizinin yayılmasına teorik bir çerçeve getirmektedir. Bu modellerde para krizleri ile finansal sektör ilişkilendirilmekte ve krizlerin temelde bankacılık sisteminden kaynaklandığı öne sürülmektedir. Üçüncü nesil modellerde hükûmet ile büyük sermayeli işletmeler arasındaki ilişkilerin krizlere yol açabileceği üzerinde durulmuştur.

Sermaye akımlarının serbest olduğu bir ekonomide, hükûmet bankaların ya da şirketlerin yurt dışından aldığı borçlara, doğrudan ya da dolaylı garanti verir. Ancak hükûmetin finansal birimleri kontrol etme yetersizliği sonucu ciddi ahlaki risk faktörü ortaya çıkar. Bu modellere göre, finansal piyasaların birbirine bağlı olduğu günümüz dünyasında herhangi bir ülkenin finans piyasasında meydana gelen bir kriz, bir başka yerde makro ekonomik temellerle açıklanamayan bir krizi başlatabilmektedir (Karaçor, Alptekin, 2006). Asya'da bankaların döviz emisyonundan aşırı borçlanmaları ve

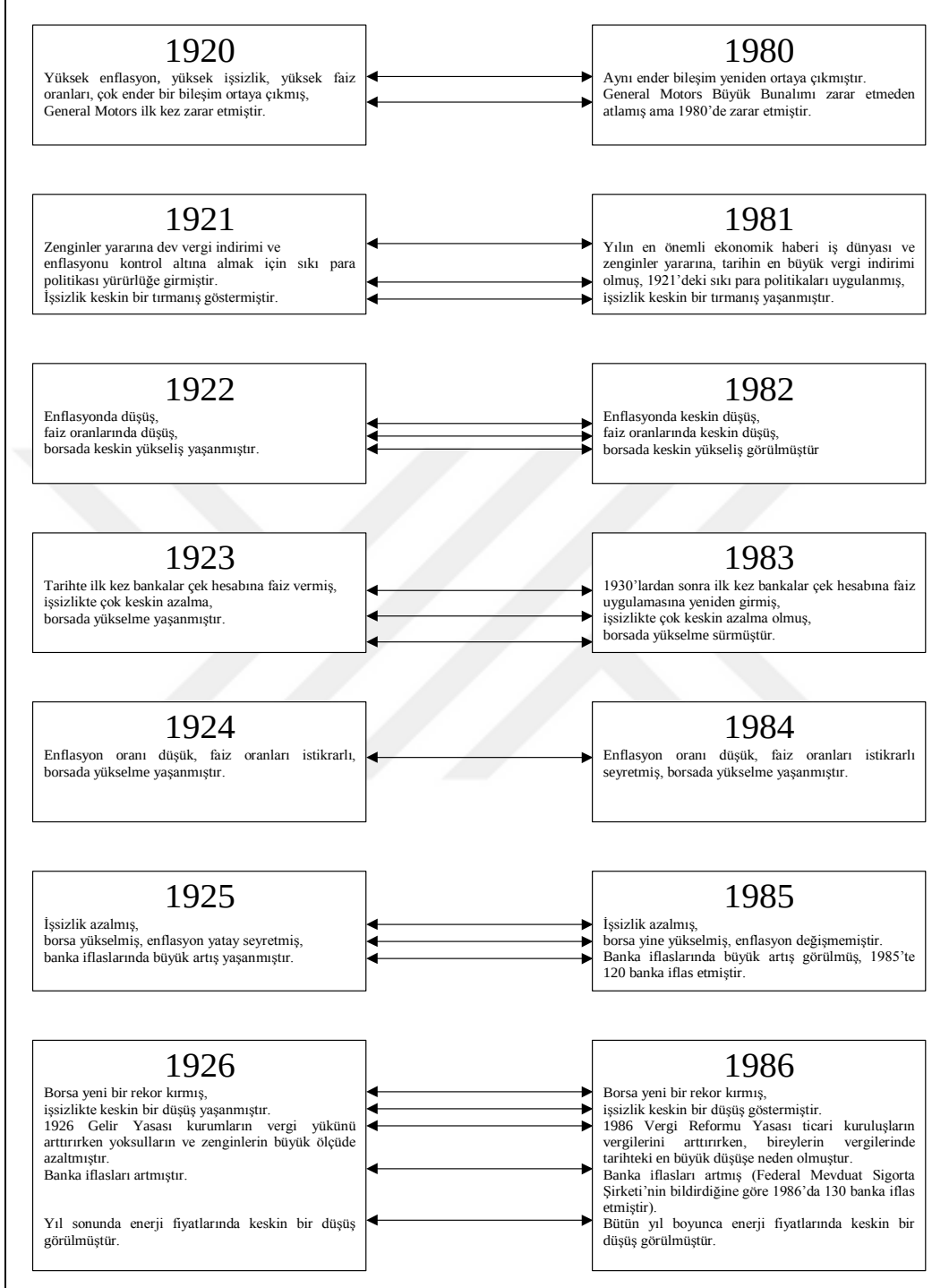
hükûmetlerin özel sektörün dış borçlarına açık ve üstü kapalı olarak garanti vermesi, ahlaki risk faktörünü öne çıkarmıştır. Borçlanmayla elde edilen fonların giderek artması ile yatırımlar olması gerekenin çok üzerinde artmış ve bu fonlar etkinlikten uzak yatırımlara yönlendirilmiştir.

Ciddi kayıpların oluşması ve Merkez Bankası rezervlerinin borçları karşılayamayacağını anlaşılmaması kriz ortamını hazırlamış ve sonuçta sabit kur sistemi sürdürülememiştir. Üçüncü nesil modellerde yer alan bir diğer unsur asimetrik bilgi akışıdır. Asimetrik bilgi akışı, özellikle yeterli şeffaflığın ve denetimin olmadığı bankacılık sektöründe söz konusu olduğundan, krizleri tetikleyen bir diğer unsur olmaktadır. Yeni Keynesyen ve Post Keynesyen iktisatçılar finansal kriz modellerinde asimetrik bilgi akışı ve ahlaki risk sorunlarını ele almışlardır.

1920 ve 1980’li yıllarda, kapitalist dünya ekonomisinin yaşadığı krizler karşılaştırıldığında, önemli benzerlikler dikkati çekmektedir (Şekil 4). Buna göre, yüksek enflasyon, yüksek işsizlik ve yüksek faiz oranları ile General Motors’un uğradığı zarar, 1920 ve 1980’li yıllarda yaşanan krizlerin ortak bulguları olmuştur. 1920 ve 1980 krizlerini izleyen altı yıl içinde benzer gelişmeler yaşanmıştır (Batara, 1990: 178).

Uzun dönemli emtia balonları en iyi şekilde petrolle ifade edebiliyor. Uzun yıllar fiyatlar düşük kaldıktan sonra, 1973 yılında en yüksek seviyesine ulaştı daha sonrasında 1980’e kadar yüksek seviyede kaldıktan sonra, 1980 yılında tekrar yükseldi (Aizenmann, 2014). 1981’den 1986 yılına kadar zaman içinde düştü. Bunun nedeni enerjiye olan yatırımın beklenilenden daha fazla kâr getirmesi oldu. Yüksek enerji fiyatları gerekli arzı sağlarken ve de 1981’den 2003’e kadar iki on yıl periyodu boyunca düşük seyretti.

Şekil 4 : 1920 ve 1980’li yıllarda, kapitalist dünya ekonomisinin yaşadığı krizler



3.8. Kriz Çeşitleri

Nesiller arası krizlerden sonra birçok kaynak ve makaleden yararlanarak gözlemlediğimiz gibi çok çeşitli kriz tanımları mevcuttur. Örneğin, kriz tanımında öngörülemeyen şoklardan ve piyasanın ya da sistemin yetersizliğinden bahsederken

birçok kriz çeşidinin varlığını farke diyoruz. Bunun için öncelikle krizleri; ekonomik krizlerin oluştukları piyasalara göre sınıflandırıyoruz: Reel sektör krizleri, finansal krizler (bunu genel anlamda bütün krizler için de kullandık) mal ve hizmet piyasalarında görülen krizler, işgücü piyasasında görülen işsizlik krizleri, para krizleri, döviz krizleri, bankacılık krizi, dış borç krizi, borsa krizi, enflasyon krizi, durgunluk krizi, ödemeler dengesi krizi, döviz kuru krizi vb.

a) Reel sektör krizleri: Reel krizler, mal-hizmet ve işgücü piyasalarındaki “miktar”larda, yani üretimde ve/veya istihdamda ciddi daralmalar biçiminde ortaya çıkan kriz türüdür (Kibritçioğlu, 2001).

b) Enflasyon krizi: Fiyatların genel seviyesinde sürekli ve büyük oranlarda bir artış olarak tanımlanan enflasyon (Erdemir, 2005) nedeniyle kaynaklanan krizlerdir. Mal ve hizmet piyasasında genel fiyat düzeyindeki sürekli artışların belirli bir sınırın üzerinde olmasıdır.

c) Durgunluk krizi: Fiyatların genel seviyesindeki artışların, ekonomide mal ve hizmet üretiminde yatırımları teşvik edecek olan düzeyden daha aşağıda gerçekleşmesi olarak tanımlanabilir.

d) İşsizlik krizi: Emek piyasasındaki işsizlik oranlarının alışılmış seviyenin üzerinde seyretmesi şeklindedir.

e) Finansal krizler: Genel anlamda finansal krizler, finansal piyasalarda işlem gören döviz kurları, bono ve hisse senetleri gibi finansal araçların fiyatlarındaki ve/veya miktarlarındaki ani ve sert düşüşler olarak tanımlanabilir. Bir finansal kriz, finansal piyasaların işlevlerini yerine getirememesi şeklinde de tanımlanabilir. Finansal piyasaların asıl işlevi, fonları, bireylerin ya da firmaların sahip olduğu verimli yatırım alanlarına aktarmaktır. Bu aktarım mekanizmasını kuran sistem, finansal sistemdir. Finansal sistem bu aktarım mekanizmasını yerine getirmediğinde, finansal kriz ortaya çıkar.

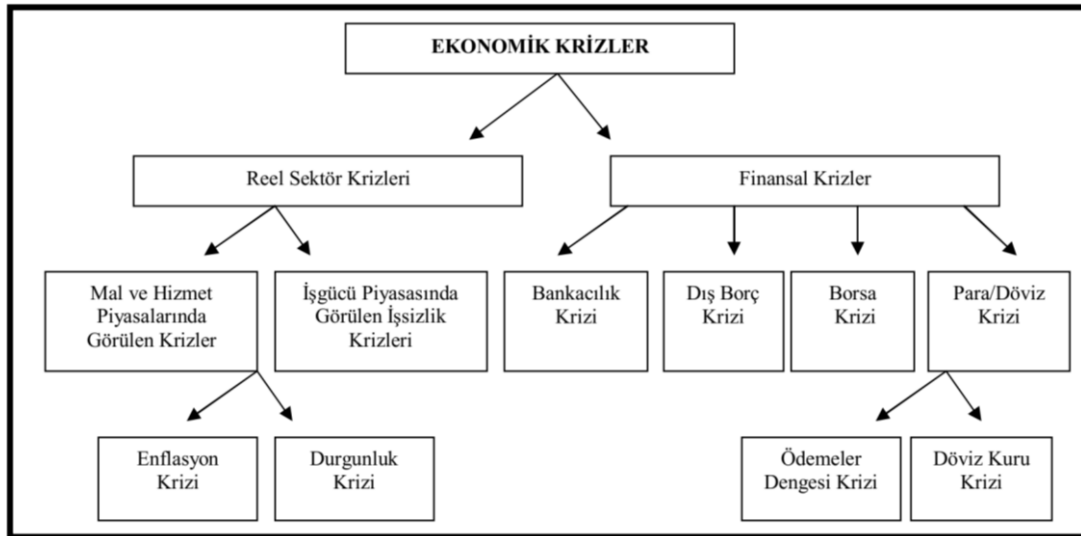
e) Bankacılık krizleri: Bankacılık krizi, finansal sisteme olan güvenin kaybolması nedeni ile tasarruf sahiplerinin mevduatlarını geri çekmek için bankalara hücum etmeleri durumunda ortaya çıkar. Bankaların bu talepleri yerine getirememeleri ile mali panik krize dönüşmüş olur (Seyitoğlu, 2001:583).

f) Dış borç krizleri: Bir dış borç krizi, alınan dış borçların verimli alanlara yönlendirilmemesi, bu borçların tüketim finansmanında kullanılması ve/veya verimsiz, geri dönmesi yüksek risk taşıyan uzun vadeli yatırımlara yönlendirilmesi nedeniyle, bu borçların geri ödeme vadesi geldiğinde ekonomik sistemin bir bütün olarak sıkıntıya düşmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır. Bir ülkenin kamu ve/veya özel sektöre ait dış borçlarını ödeyememe durumudur. Özellikle hükûmetlerin dış borçlarını çevirmek ve yeni dış kredi bulma konusunda sıkıntıya düşmesi nedeni ile yükümlülüklerini ertelemesi şeklinde ortaya çıkar.

g) Borsa krizleri: Bir borsa krizi en basit anlamda, borsada işlem gören menkul kıymetlerin değerlerindeki yüksek düşüşler olarak tanımlanabilir. Bu kriz türü, borsada işlem gören çeşitli menkul kıymetlerin türüne göre oluşturulan endekslerde veya borsanın genel bileşik endeksinde büyük düşmeler şeklinde kendini gösterir.

h) Para krizleri: Piyasada spekülâtif bir atağın başlaması ile birlikte “buluşma” ve “sürü davranışı” etkisiyle piyasadaki diğer katılımcılarda hızla yerli parasal aktiflerden yabancı para cinsinden aktiflere kaydırabilirler. Bu durum sabit kur sistemini benimseyen ya da döviz kurunu çıpa olarak kullanan Merkez Bankası’nın döviz rezervlerinin erimesine veya devalüasyona neden olur (Parasız ve Başoğlu, 2000)

Şekil 5: Ekonomik Krizlerin Oluştukları Piyasalara Göre Sınıflandırılması



Kaynak: Kibritçioğlu, 2001

4. KRİZ GÖSTERGELERİ VE KIRILGANLIK NEDENLERİ

Kriz birçok etmenden dolayı çıkabilmektedir ancak dünyada ve ülkemizde uyaran niteliğinde kabul edilmiş birçok gösterge vardır. Önemli bir gösterge de gayrisafi yurt içi hasılaya (GSYİH) veya daha doğrusu reel GSYİH büyümesine olan etkidir (GSYİH ya da daha doğrusu reel GSYİH büyümesi üzerine). Denge ve işsizlik oranı, GSYİH büyümesindeki düşüş ve işsizlikteki artış ve mali açık, ekonomiye reel maliyetlerde artış anlamına geliyor. Bu üç değişkene dayanarak, krizlerin reel ekonomi üzerindeki etkilerinin sürekli bir göstergesi olabilir.

Tablo 3: Bazı ülkelerde kriz göstergeleri

	Meksika	Endonezya	Güney Kore	Türkiye
Gösterge				
GSYİH (milyar \$)	1.327	868	1.198	822
Büyüme (%)	1,2	5,2	2,8	3,8
İşsizlik (%)	4,8	5,9	3,2	9,4
Enflasyon (%)	3,3	9,5	1,8	7,9
Kamu Dengesi / GSYİH (%)	-3,8	-2,2	1,4	-2,3
Kamu Borç Stoku / GSYİH (%)	44,0	26,2	35,7	36,0
Cari Denge / GSYİH (%)	-1,3	-3,4	4,6	-7,4
Risk Primi (CDS primi)	96	233	70	245
Reyting Notu (S&P)	BBB+	BB+	A+	BB+
Reyting Notu (Moody's)	A3	Baa3	Aa3	Baa3

Kaynak: Mahfi Eğilmez (2016).

Reinhart ve Kaminsky, on beş gelişmekte olan ülkenin 1975-1992 yılları verilerini kullanarak para ve bankacılık krizlerinin göstergelerini çıkarmış bulunmaktadır. Krizlerin bu göstergeler sayesinde tahmin edilebilirliğini savunurlar. Para krizleri ile ilgili ampirik kanıtlar incelenmiş ve belirli bir erken uyarı sistemi önerilmiştir. Bu sistem, krizden önceki dönemlerde alışılmadık bir davranış sergileme eğiliminde olan birkaç göstergenin gelişimini izlemeyi içerir. Bir gösterge belirli bir eşik değerini geçtiğinde bu, bir para krizinin takip eden 24 ay içinde gerçekleşebileceği uyarısı ya da “sinyali” olarak yorumlanır. Bu yaklaşımda en iyi sicile sahip olan

değişkenler; ihracat, reel döviz kurunun trendden sapması, geniş paranın uluslararası brüt rezervlere oranı, çıktı ve özkaynak fiyatlarıdır (Mehmet Eren, 2010).

Tablo 4: Para ve Bankacılık Krizleri

A. Para Krizleri			
Göstergeler	Oynaklık		
	Latin Amerika	Doğu Asya	Diğer ülkeler
M2 çarpanı	28.1	8.0 ¹	11.1 ¹
Ulusal krediler/GSMH	21.4	12.6 ¹	5.6 ¹
Mevduatlara verilen reel faiz oranı	0.9 ¹	0.8 ¹	4.3
Ödünç verme oranının mevduat faizlerine oranı	16.6	8.9 ¹	9.7 ¹
Aşırı M ₁ ²	3.3	0.4 ¹	0.6 ¹
Banka mevduatları	321.4	6.9 ¹	20.1 ¹
M ₂ ³ /döviz rezervi oranı	76.4	35.0 ¹	22.3 ¹
İhracat	28.4	24.9	17.4 ¹
İthalat	35.9	27.4	21.9 ¹
Reel döviz kuru	36.1	38.2	7.8 ¹
Ticaret hadleri	19.6	14.3	4.7 ¹
Yabancı döviz rezervleri	71.7	42.5 ¹	33.6 ¹
Ulusal ve uluslararası reel faiz farklılıkları	4.3	0.9 ¹	0.9 ¹
Üretim	10.4	8.9	6.1 ¹
Borsada fiyat hareketleri	64.7	36.1 ¹	30.6 ¹
B. Bankacılık Krizleri			
Göstergeler		Oynaklık	
	Latin Amerika	Doğu Asya	Diğer Ülkeler
M ₂ çarpanı	18.1	5.3 ¹	9.5
Ulusal krediler/GSMH	13.3	5.7 ¹	7.0
Mevduatlara verilen reel faiz oranı	2.1	0.7 ¹	0.7 ¹
Ödünç verme oranının mevduat faizlerine oranı	13.9	10.4	10.1
Aşırı M ₁	3.0	0.3 ¹	0.4 ¹
Banka mevduatları	350.2	7.3	20.8
M ₂ /döviz rezervi oranı	61.5	15.8 ¹	24.0
İhracat	23.1	19.2	15.6 ¹
İthalat	25.1	16.4 ¹	16.9 ¹
Reel döviz kuru	32.8	26.1	11.3 ¹
Ticaret hadleri	16.4	12.4	4.6 ¹
Yabancı döviz rezervleri	53.6	19.2 ¹	31.1 ¹
Ulusal ve uluslararası reel faiz farklılıkları	2.2	0.7 ¹	0.8 ¹
Üretim	5.7	14.0	5.0
Borsada fiyat hareketleri	80.1	34.3 ¹	60.3

Kaynak: Kaminsky ve Reinhart, 1998

İstatistiksel olarak

1. %5 anlamlılık düzeyinde.

2. Dar anlamda tanımlanmış, harcama amacıyla tutulan paradır. Dolaşımdaki banknotlar, madeni paralar ve vadesiz mevduatlardan oluşmaktadır.

3. Geniş anlamda tanımlanmış harcamak ve veya değer saklamak amacıyla tutulan paradır. M₁+vadeli mevduatlardan oluşmaktadır.

4.1. Rezervler ve Deposit Oranları

Kırılganlığın tespiti ve kırılganlığı önleyici politikalar bazı ülkelerde özellikle Asya ülkelerinde krizi daha şiddetli az atlatılmasına neden olmuştur. Bunun nedenlerini daha detaylı inceliyoruz. Geçtiğimiz on yıllık süre içerisinde gelişmekte olan ekonomiler, özellikle Asya krizlerinden sonra yerel para ve dolar cinsinden mevcut kur rezervleri likiditesini artırdı. 2000'lerin başında ekonomik durgunlukla ve henüz ortaya çıkmamış krizin ön yankılarıyla mücadele ederken, 2000'lerin ortalarında dünya ekonomisinde likidite bolluğu yaşandı. Ancak daha sonrasında yaşanan şiddetli dolar likidite kıtlığı gelişmekte olan ülkelerin uluslararası rezervlerinde yaşadığı kıtlıkla birebir bağlantılıydı.

Diğer bir taraftan, gelişmekte olan ülkelerin, 1999-2006 arası kriz öncesi dönemde yüksek uluslararası rezervlerin olduğu ve rezervlerin çeşitlendirildiğini gözlemliyoruz. Kriz öncesinde gelişmekte olan ülkelerin rezerv stoklarına yoğunlaşması, rezervlerin kriz öncesi dönemde aşırı boyutlara erişmesini sağladı. Elbette ki bazı ülkeler için ithalat kazançlarının yarattığı dalgalanmaları karşılamaktan çok uzaktı, kısa süreli dış borçların yenilenmemesi olasılığı dahi mevcuttu. Lakin, kriz dönemi boyunca yaşanacak olan dolar kıtlığında, yüksek rezerv oranına sahip olan ülkeler krizde göreceli dolar likidite sıkıntısını daha az şiddetli hissetti.

Optimal rezerv oranının teorik anlamda uzun bir geçmişi olmakla beraber, gelişmekte olan ülke hükûmetleri, rezervleri iki kanallı kriz senaryoları (bankacılık ve kur problemleri etkileşiminin keskin ve yıkıcı kur düşüşlerine) koruma yöntemi olarak görüyordu (Obstfeld, 2009). Ayrıca o dönemdeki IMF açıklaması da şu yöndeydi:

“Keskin sermaye dışı akışlarıyla karşılaşıldığında, ülkeler buna hızla karşılık vermesi gerekliliği dışında yeterli likiditeyi güvence altına almak zorundadır. Aynı zamanda zayıf kurumlarda baş gösteren problemlerle başa çıkmak zorundadır. Kur oranları bu baskıyı azaltmakta kullanılmalı, rezervlerin stokları düzensiz piyasa koşulları önlemek için müdahale aracı olarak kullanılmalıdır.”

Eğer ki, gelişmekte olan ülkeler paralarını değerli tutmaz ve kurlarını korumaz ise kur dışı akımı hızlanmakta ve de rezervleri hızla erimektedir. Bu da kur dibe vurmasına ayrıca enflasyonun yükselmesine neden olmaktadır. Düşük kurların gelişmekte olan ülkeleri daha rekabetçi kılmasının yanında birçok engel ortaya çıkıyor.

Dalgalı kurlar aşamalı bir gelişme olarak kaydedilse de gelişmekte olan ülkeler, uluslararası finansmanın birden durmasıyla karşı karşıya gelebilir. Örneğin, üretim ve altyapı kapasitesi için gereken ithalat sağlanamayabilir.

Kur oranı esnekliği, krizin yarattığı sok etkisine tampon olurken istikrarlı kur rejimine sahip ülkelerin daha çok etkilendiğini gözlemliyoruz. Ayrıca, daha güçlü vergi pozisyonlarına sahip ülkelerin kriz sırasında daha az etkilendiğini görüyoruz. Bunun nedeni bu ülkelerin konjonktür karşısı vergi politikaları uygulamakta daha başarılı olmasına bağlıyor.

Rezerv oranları güncel cari denge ve de kısa dönemli borç oranları istatistiksel olarak düşüşlerin mühim habercisi olarak hesaba katılmıyor. Uluslararası rezervlerin istikrarını incelendiğinde ise Swf'leri, makro bazlı ihtiyati politikalar iki taraflı swap çizgilerini, tasarruf oranlarını, ticaret dalgalanmalarındaki emtia şartlarını, dışa yönelik dış yatırımı, ithalat dağılımını, finansal patlamaları ve bu motifin değişik versiyonlarını ele alabiliriz (Aizenmann, 2014). Ayrıca bankacılık sisteminin büyüklüğü de yeterli rezerv oranlarının belirlenmesinde önemli bir etkidir.

Yapılan tahminler zaman içinde değerlendirildiğinde; Swf'lerin girişi, ana tampon aracı olarak kullanılan uluslararası rezervlerin münhasırlığını azalttı. İhtiyati politikalar, sıcak para girişi, dışa olan borç bağımlılığını azaltırken dolayısıyla kendini sigortalatmak amaçlı kullanılan uluslararası rezervleri azalttı. İthalat dağılımı ve ticari oynaklık şartları, ticaret oynaklığı, ticaret şartları ve şoklarla sivrulan kur döngüleri ve de rezerv istif politikalarını belirlemektedir. Ancak uluslararası rezervlerin yeterli derecede sabit olması ya da kriz sırasında ülkelerin ekonomik temellerindeki gelişmelerle ilerleyen küresel ekonomi içinde yer alan gelişmekte olan ülkelerin durumunu açıklamaya yetmemektedir.

Likidite güvencelerinin gayrisafi milli hasılaya oranı finansal derinliğin ve büyümenin belirleyici faktörlerindendir. Kur oranları, talep ve faiz verme güvencelerinin gayrisafi milli hasılaya bölünmesinden oluşuyor. Bu oranın ülkeler arası gösterdiği farklılıklar oldukça yüksektir.

Bankacılık sisteminin dışındaki kur oranlarının baz para oran bölümü ekonominin parasallaştırılmasının belirleyicilerindendir. Bu oran, paranın hangi kısmının bankacılık sisteminde depozit olarak kullanılmadığını gösterir. Düşük gelirli

ülkelerde bu oran oldukça yüksek medyan (%39) bulurken yüksek gelirli ülkelerde %29 oranındadır. Bu belirleyici informal sektörün genişliğini gösteriyor.

Bu kaynaklar, rezervlerin büyümesi ile ilgili de değildir. Kriz döneminde ise datalar (0,63-0,39) ulusal bankalarda rezerv ve tahvil büyümesinin pozitif korelasyonu gösterirken, uluslararası kaynaklarda bir korelasyonu göstermemektedir.

4.2. Sermaye Akım Değişiklikleri

Dünya kredi krizi büyüme dönemlerini takip eden dönemler, sermaye akımlarında ticaretin yönünde ve finansal sermayenin yön değiştirmesine neden olmaktadır (Miguel Ampudia, Has van Vlokhovenand Dawid Żochowsk,2014).

Çevredeki bir ekonominin çeşitli reel ve finansal kanallar tarafından etkilendiğini görüyoruz. Kısa vadeli dinamikler ülkelerin yapısal karakteristiklerine ve de birincil pozisyonlarına, zayıflıklarına ve makro ekonomik politikalarına bağlıdır. Var olan finansal ve ticari ağlar şokun değişim şeklini belirlemektedir. Hangisinin daha baskın geldiği hane içi finansal zayıflıklara parasal ve vergi odaklı politikaların cevabına bağlıdır.

Krizden etkilenmenin derinliğini ve alternatif iletme mekanizmalarını açıklamak için dört açıklayıcı değişkenimiz vardır: ticaret ağları, finansal ağlar ve finansal yapıyı yine altta yatan zayıflıkları ve genel politik çerçeve. Global resesyon talepte keskin düşüşler yaşarken yayılma etkisinin gelişmiş ülkeler ve gelişmiş ülkelerle ticari ilişkileri yüksek olan ülkeler için daha yüksek olması beklenir. Hatta, gelişmiş ürün ithalatı yapan ülkelerin düşük talep oranı yaşadığını ve esas ürün ithalatı yapanların daha az talep oranı yaşadığını gözlemliyoruz. Ticaret ağlarını açıklamak için; ticaret açıklığı (GSYİH oranı), ticaret dağılımı (toplam ithalata varlıkların, imal edilmiş ürünlerin payı), ticaretin yönü (gelişmiş ülkelerle ticaret payı) kullanılıyor. Ayrıca Ticaret/GSYİH oranı, ticari açıklığı belirlemede bir faktör olarak kullanılıyor. (Miguel Ampudia, Has van Vlokhovenand Dawid Żochowsk,2014).

Finansal ağlar değişkenini ele aldığımızda, global finansal kriz gelişmiş ekonomilerin finansal sektöründe ve bu ülkelerle finansal bağlantı içinde olan ülkeleri ciddi anlamda etkiledi. Bunun için kullanılan ticari açıklığı ölçen ölçüler, sermaye

hesabı kısıtlamaları, gelişmiş ülkelere borçlanan bankaların GSYİH oranla stoğu, ekonomiye dışarıdan gelen dövizlerin payıdır.

Üçüncül değişken, altta yatan zayıflıkları ve de finansal altyapıyı ölçümleyen değişkenlerdir. Kriz öncesinde, gelişmiş ülkeler dünya piyasasındaki uygun koşullardan yararlanırken ve dışsal şoklara karşı tampon oluştururken, diğer ülkeler krizde daha riskli pozisyonlara geçti. Kriz öncesi edinilen kârların baskısı, ülkeler arası hızlı borç erişimi ve de hızlı kredi büyümesine yol açtı.

Kriz gerçekleştiğinde, nakit akışları tersine dönerken kurlar düştü. Birçok durumda kredilerde dağılma yaşanırken finansal kısıtlamalara ve ciddi ödemeler dengesi problemlerine yol açtı. Bu nedenle yüksek ödemeler dengesi açığı olan zayıf rezervli ülkeler, yüksek borçluluk oranlı, güçlü kredi büyümesi ve global resesyonla geniş üretim düşüşleri yaşadı. Aynı şekilde finansal kanallardan oluşan yayılma etkisinin daha karmaşık finansal altyapılara sahip ülkelerde daha büyük oranda olacağını gözlemliyoruz.

En son değişken finansal altyapı, politik ve kurumsal çerçevenin gücünü ele alıyor. Kriz sırasında, ülkeler değişik para ve vergi politikaları uyguluyordu. Aralarındaki bu farklılıkları kur oranları, para politikası, vergi politikası ve kurumların genel kalitesiyle açıklanıyordu. Örneğin; kur rejimi daha esnek olan ülkeler finansal şokları absorbe etmede daha başarılı oluyordu. Enflasyon oranları, uluslararası rezervlerin oynaklığı ve kur oranları ve makro ekonomik istikrarı sağlayan enflasyon politikaları değişkeni yine bu farklılıkları açıklıyor. Kaldı ki konjonktür karşıtı vergi politikalarını ölçmek için esas vergi açıklarını ele alıyoruz. Sonuçta, kurumların gücünü, makro ekonomik çerçevenin güvenilirliğini ve daha çeşitli değişkenleri ölçmekte kullanıyoruz.

Krizin varlığı ticari açıklığın büyüklüğüne etki etmezken ticaretin dağılımında etkilidir. Gelişmiş ülkelerde, kısa ve uzun vadede ticarete konu olan mallar endüstriler arası mallardır.

Toplam ithalattaki varlıkların dağılımı, tahmin edilen düşük büyüme oranlarıyla doğru orantılıdır. İmalat ürünlerinin toplam ithalattaki yeri düşük büyüme oranlarıyla korelasyon gösteriyor. Özellikle gelişmiş ülkelere imalat ürünleri ithal eden ülkelerin talepte yaşanan düşüşten vurgun yediğini, yiyecek ithal edenin ise daha az etkilendiğini

görüyoruz. Ancak ticaretin gelişmekte olan ülkeler için belirleyici bir değişken olmadığını görüyoruz. Ayrıca gelişmiş ülkelere ait geniş borçlanma stokları daha ciddi büyüme düşüş tahminlerine neden olmaktadır.

Özetle, finansal zayıflıklar (kümülatif kredi büyümesini, kaldırıcın derecesini, kur değişim politikalarını) ülkeler arası büyüme oranları tahminlerindeki değişiklikleri açıklıyor. Ayrıca, kaldırıcı etkisinin Avrupa Birliği ülkelerine güçlü erişimi olan ülkelerde yüksek olduğunu, güçlü vergi pozisyonlarının global finans krize kalkan olmak gibi bir etkisini olmadığını gözlemliyoruz. Yine kurumsal değişkenlerin, kurumsal çerçevenin ve de politika ölçütlerinin kalitesini gözlemliyoruz.

Büyüme oranlarındaki değişimi; kaldırıcı kredilerdeki kümülatif büyümeyle, kur iniş çıkışlarının kontrolüyle ve açıklayıcı değişken olarak değer ifade etmeyen politika değişkeniyle açıklıyoruz. Başka bir taraftan, gelişmekte olan ülkelerle gelişmiş ülkeler arasındaki ticaret ağlarının krizi ilettiğini görüyoruz. Bazı ülkelerin krizi neden daha iyi geçirdiğini değerlendirdiğimizde şu önemli sonuçlar ortaya çıkmaktadır. İlk olarak, kur esneklikleri geniş şokların etkisini kırmakta etkili olduğunu görüyoruz. İhtiyatlı düzenlemeler ve idari ihtiyaçların zayıflıklara yol açmasına ve de kredi fiyatların yükselmesine neden oluyor. İyi zamanlarda meydana getirilen sağlam vergi pozisyonları, şok zamanında konjonktür karşıtı vergi politikaları yapılmasını sağlıyor.

Gelişmekte ülkelerin kriz öncesinde yaşanan birçok sorundan biriye Simon Kuznet döngüsü (gelişmekte olan ülkelere var olan gelir eşitsizliği ve ekonomik büyüme arasındaki U ilişkisi) ve yatırım yükselirken, yüksek orandaki Çin yatırım büyümesi bandı düşüşe geçti: büyüme oranlarının sonra yeniden yükselmesi. Uzun yıllar süren yüksek orandaki büyümeden sonra yükselmekte olan ülkelerin birbirleriyle olan yakınsaması düştü. Ülkelerde var olan yönetim düşerken, döngüler hâlinde var olan reformlar genellikle kriz zamanında geliştirilirdi. Gelişmekte olan ülkeler, on iki yıllık tamamlamayı kurduktan sonra, yeni bir döneme geçti.

Sonuç olarak, gelişmekte olan ekonomilerin gelişmiş ülke ekonomilerinden yararlandığı ancak karşılıklılığı tam tamına olduğu anlamına geliyor. Kuzey ülkeleri, daha seçici davranarak, genel liberalizasyonlar yerine bölgesel ticari anlaşmalara yöneldiler .

Finansal sistem depozitolarının gayrisafi milli hasılaya oranı, tasarrufların ve bankalarda bulunan zamana bağlı depozitlerin ve banka benzeri kurumların rezervlerinin stok belirleyenleri ve finansal sektörde borçlanma aktiviteleridir. Bu oran pozitif olarak ülkelerin gelir seviyesiyle beraber değişmektedir.

Sonuçlarımız, borç-GSYİH oranının şiddet ile güçlü bir şekilde ilişkili olduğunu göstermektedir. Literatürden çeşitli argümanlar bu bulguya karşılık gelmektedir. Yüksek Devlet borcu-GSYİH oranı borçlanma maliyetlerindeki artışlarla ilişkilendirilebilir, uluslararası sermaye piyasalarından dışlanma ve uluslararası ticarete bir durgunluk yaratır.

Sonuçlarımıza göre, DYY girişlerinin bolluğu olan ülkeler krizler içinde daha fazla acı çeker. Benzer şekilde, dünya kredi krizi dönemleri (dünya kredi büyümesi bizim dört çeyrekte kısa bir gecikme ile şartname) takip eden düşüşleri büyütüyor gibi görünüyor.

4.3. Yapısal Değişimler

Öncelikle, gelişmekte olan ülkelerde 1990'larda Doğu Asya ülkelerinde yaşanan banka krizleri sonrasında yeniden yapılandırılmaya gidilip ülkelerin fonlar oluşturmaları, uluslararası Rezerv/GSYİH oranlarını yükseltmesi ve gelişmekte olan ülkelerin uluslararası anlamda finansal bütünleşmesini arttırdı. Oluşturulan fonlar ve yükseltilecek oranlar bu anlamda finansal integrasyona ve küreselleşmenin yarattığı oynaklığa bir sigortalama yöntemi olarak karşımıza çıktı. 1998'li yıllarda yaşanan borç krizlerinden ve dışsal şoklardan, gelişmekte olan ülkeler kendilerini ani duraklamalardan ve krizlerden korumak gerektiği dersini çıkardı. Borçluluk krizlerinin küreselleşmenin yanı sıra kur eşitsizlikleri yüzünden kaynaklandığı ve uygun oranda rezerv tutan ülkelerin kur eşitsizliği krizinden etkilenmediği tespit edildi. Ancak aynı zamanda gelişmekte olan bir ülke ekonomisini tümüyle garanti altına alacak bir rezerv olmadığını ve de buna nakit akışı sağlayacak uluslararası organizasyon olmadığını göz ardı etmemek gerekir.

Bu dönem boyunca, özellikle Rezerv/GSYİH oranları finansal dışa açıklığın bir fonksiyonu olarak belirleniyor, rezervler kısa süreli borç oranlarının karşılığı oranında düzenleniyor. Birçok gelişmekte olan ülke 1998-2000 yılları arasında banka ve borç krizlerinin hemen sonrasında, bu anlamda birçok reform düzenlediler ancak bu reformlar 2000-2012 yılları arasında tamamen uygulamaya geçti.

Yönetişimin ve kurumsal değişimin derecesi, özellikle dışarıdan gelen doğrudan yatırım oranlarıyla ve yapılan özelleştirmelerle yine bu dönemde gerçekleşen önemli reformlardandır. Ayrıca bu dönemde bölgesel ticaret gruplarına katılım için yapılan politik integrasyonlar küreselleşmeyi hem arttırdı hem de krizin taşıma etkisi ve şiddetini hızlandırdı.

Sonuç olarak reformların başarısı analiz edildiğinde, elverişli makro ekonomik politikaların başarıyla tamamlanması, ekonomik temellerin sağlamlaşmasıyla sonuçlanırken gelişmekte olan ülkelerin hâlâ global finansal şartlardaki kaymalara karşı savunmasız olduğunu, özellikle piyasa oynaklığının arttığını görüyoruz.

4.4. Bankacılık Sistemi

Bankacılık sisteminin kırılganlığı, Asya ülkelerinin ve Güneydoğu ülkelerinin çoğunun kriz öncesinde gevşek düzenleme sorunları yaşarken zor durumlarda başvurulmuş hükümet daimi borç verici merci olmuştur. Bu yüzden işlem yapımcılar, yerel bankaların aldıkları risk konusunda güvenceleri tam 90'lı yıllarda bu ülkelerde ortaya konulan reformlar dahi, batmakta olan kurumların borçlarını temizlemeye yetmemiştir. Bu dönemden sonra konulan reformların temel nedeni daha güçlü bir bankacılık sistemi oluşturmaktır.

Bankacılık sisteminin, ülkelere göre değişen kârlılığı ve istikrarı farklı değişkenlerle açıklanabilir. Kârlılık, varlıklara olan dönüşlerle ve de hisselerle olan dönüşlerle açıklanmaktadır. Orta gelirli ve yüksek gelirli ülkelerde hisselerle olan geri dönüş %15 iken, üst orta üst ve düşük orta gelirli ülkelerde geri dönüşün %20 olarak değiştiği hesaplanıyor. Hisselere olan geri dönüşler 1995 yılında %15 iken, 2002 yılında %8 ve 2007 yılında %8 olan bir trend izliyor. Hisselere olan geri dönüş yüksek ve orta gelirli ülkelerde yakınsama gösterirken medyanı düşük olan ülkelerde oynaklık gösteriyor ve zaman içinde düşüyor. Buna karşılık varlıklarda geri dönüş, bütün gelir gruplarında önce düşen, sonra yükselen bir trend göstermektedir.

Bankalarda istikrarın göstergesi, Z score oranıyla gösterilmektedir. Bu endekse varlıklara geri dönüş, sermaye varlık oranı toplamının, varlık geri dönüş oranlarının normal dağılımı oranına eşittir. Z skoru “*insolvency*” olasılığının tam tersi şeklinde ifade edilmektedir. Z, özellikle banka varlık dönüşleri beklenen değer altına düşen standart sapma sayısını vermektedir. Yüksek Z skoru istikrarı gösteriyor. Değişik gelir

grupları arasında ölçüm yapılmış olsa da zaman içinde değişimin olduğunu görüyoruz. Z skoru 13 yıl boyunca, 8,9'dan 2007 yılında 6,6'ya düştü. Ülkeler arası gelir farklılıklarından dolayı ortaya çıkan farklılıklar ise Z skor yüksek ve yüksek orta gelirli ülkelerde 2005 yılına kadar düşerken, düşük ve düşük orta gelirli ülkelerde belirgin bir trend görünmemektedir. Bütün ülkelerde, 12 yıllık periyotta, Z skoru 1995'e kıyasla 2005'te daha düşük çıkmıştır. 2007'de ülkeler arası kârlılık ve istikrar korelasyonlarında düşük ama pozitif verilere rastlanmaktadır. (Altman2000)

Varlık dönüşlerinin yüksek oluşu, düşük Z skorları 2007 krizine getiren etmenlerdendir. 2007 aynı zamanda Basel 2'ye geçişte gerçekleştirilen dönüşüm zamanında, yüksek ve orta gelirli ülkelerde düşük sermayeyle ve de getirilerin oynaklığıyla açıklanabilir. Diğer bir taraftan düşük ve düşük orta gelirli ülkelerin, yüksek gelirli ülkelerle aynı bankacılık trendlerini ve aynı derecede finansal derinleşmeyi göstermediğini tekrar vurgulayabiliriz. (Altman 2000)

Başka bir deyişle düşük banka marj trendleri, yüksek kârlılık arayışı, yüksek gelirli ülkelerde düşen banka istikrarı 2007'de oluşan finansal sektör bombasını açıklayan faktörlerdir.

2007 yılı itibarı ile mortgage sistem krizi uluslararası bankacılık sisteminde ilk olarak likidite krizine yol açarken, hane halkı ve firmalarda borç verişleri düşürdü. Borçlanmanın düşmesi, yatırım ve harcamaların düşmesine yol açtı. Satışlarda meydana gelen düşüş borsa değerlerinde düşüşe yol açtı. Bu düşüşler bankalarda yaşanan likidite krizini artırdı.

2007 yılında yaşanan hızlı büyümeden sonra kredi döngüsünün zirvesinde finansal aracılık, 2008-2009 yılları arasında yavaşladı. Dahası, uluslararası bankalar ile ulusal banka rezervleri arasında ciddi bir ayrım söz konusudur. Ulusal banka rezervleri 2000-2007 yılları arasında yüksek bir oran gösterirken uluslararası bankaların alternatif fonlama kaynaklarına (uluslararası borsa, bono marketlerinde, ebeveyn banka fonlaması) erişebiliyor olması, sadece rezerv büyümelerine bağımlı kalmaması rezerv oranlarını daha düşük tutmalarına olanak sağlamıştır.

2008-2009 yılları rezerv ve kredi dinamiklerinin on yıl öncesiyle, 1998-1999 banka krizleri zamanıyla benzerlik göstermektedir. Kriz dönemi boyunca, ulusal bankaların uluslararası ortaklıklarla karşılaştırıldığında, likidite medyanı ve borç verme

gücünün biraz daha yüksek olduğu hesaplanıyor. Özellikle banka grupları, görece daha az likidite ve borç verme tamponunu, düzenleyicilerin belirlediğinin altı oranında elinde tutuyor. Kriz süresince kârlılık oranlarının ise uluslararası bankacılıkta ulusal bankacılığa göre daha yüksek olduğunu gözlemliyoruz. Kârlılık düşüşlerinin ise %60 oranında olduğunu ve krizin en çok uluslararası bankaları evlerinde etkilediğini görüyoruz.

Kriz süresince borçlandırma istikrarı uluslararası bankaların sermaye ve likidite oranlarıyla belirleniyor. Ancak, uluslararası bankaların sermaye ve likidite tahsis ettiği kaynaklarında finansal şok yaşaması, krizi uluslararası bankalarda derinleştirmiştir. Kaynakların toptan fonlama yoluyla genişlemeye bağımlı olması, kredi büyümesinde en büyük yavaşlamaya neden olan etkenlerden biridir. Yerel krizlerde uluslararası bankalar stabil kaynak sağlayıcılar olurken, yerel finansal şokları hafifletmiştir.

Ayrıca uluslararası bankalar, krizde olan ülkelere kısa zamanda sermaye tahsis ederken ve yerel şokları yabancı finansal şoklara dönüştürürken, şokları reel ekonomiye eklendi

Reel üretim şokları, finansal sektör şoklarına baskın geldiğinde daha derin finansal entegrasyon, çıktı dalgalanmalarında sapmalara yol açıyor. 2007-2009 yılları arasında bu ilişkinin zayıfladığını, şokların sınırlar arası geçişinin iş döngüleriyle senkronize olduğunu görüyoruz. Ekim krizinde küresel interbank piyasasının çalışmamasıyla beraber kriz Avrupa'ya ve gelişmekte olan ülkelere yayıldı. İngiliz otoriteleri bankalara *equity* vererek, interbank depozitlerini garanti altına aldı ve küresel likidite sağladı.

2007-2009 kriz sürecinde, daha önceden pozitif olarak etkin olan değişkenlerin etkisiz ya da tam tersine karşıt etki oluşturduğunu görüyoruz. Bu değişkenlerin performansındaki değişiklikler, değişen piyasa koşullarıyla yani ekonomik normal bir ilişkinin elde tutulamamasıyla temsil edilebilir. Bununla beraber, ticaretin yönü güçlü pozitif etki gösteriyor.

2007 yılına kadar olan bankacılık trendleri, 2007 yılında ortaya çıkan balon dönemi ve sonrasında ortaya çıkmakta olan krizle örtüşmektedir. Özellikle, yüksek gelirli ülkelerde, düşük ve düşen reel faiz marjlerinin yetmediğini ve de alternatif gelir

kaynakları arayışına gidildiğini, kârlılığın arttığını ancak istikrarın Z skor ölçümlerinde düşük olduğunu hesaplanılmış.

Tablo 5: Bankacılık Sorunları Olan Ülkelerin Sınıflandırılması

		Bankacılık Sektöründe Sorun Yaşayan Ülkeler			
	Ülke	İlk Yıl	Son Yıl	Bankaların Sorun Yaşadığı Dönem	Sorunun Türü
1	Avusturya	1990	1995	-	0
2	Danimarka	1985	1990	1990	1
3	Fransa	1989	1994	1994	1
4	Almanya	1990	1995	-	0
5	Hollanda	1990	1995	-	0
6	Norveç	1986	1991	1991	2
7	İsveç	1987	1992	1992	2
8	İsviçre	1990	1995	-	0
9	Kanada	1978	1983	1983	1
10	Japonya	1987	1992	1992	1
11	Finlandiya	1986	1991	1991	2
12	İzlanda	1980	1985	1985	1
13	İrlanda	1990	1995	-	0
14	Malta	1990	1995	-	0
15	Portekiz	1990	1995	-	0
16	Türkiye	1977	1982	1982	2
17	Avusturalya	1990	1995	-	0

		Bankacılık Sektöründe Sorun Yaşayan Ülkeler			
	Ülke	İlk Yıl	Son Yıl	Bankaların Sorun Yaşadığı Dönem	Sorunun Türü
18	Yeni Zelanda	1984	1989	1989	1
19	Güney Afrika	1980	1989	1985 1989	2 1
20	Kolombiya	1979	1984	1984	1
21	Kostarika	1989	1994	1994	1
22	Dominik Cumhuriyeti	1987	1992	1992	1
23	Ekvator	1987	1992	1992	1
24	El Salvador	1990	1995	1995	1
25	Meksika	1977	1994	1982 1994	2 2
26	Paraguay	1990	1995	1995	1
27	Peru	1978	1983	1983	1
28	Uruguay	1979	1982	1982	2
29	Venezüella	1989	1994	1984	2
30	Jamaika	1989	1994	1994	1
31	Kıbrıs Rum Kesimi	1990	1995	-	0
32	Ürdün	1984	1989	1989	2
33	Endonezya	1987	1997	1992 1997	1 2
34	G. Kore	1992	1997	1997	2

		Bankacılık Sektöründe Sorun Yaşayan Ülkeler			
	Ülke	İlk Yıl	Son Yıl	Bankaların Sorun Yaşadığı Dönem	Sorunun Türü
35	Malezya	1980	1985	1985	2
36	Filipinler	1976	1997	1981 1997	2 1
37	Singapur	1990	1995	-	0
38	Tayland	1978	1997	1983 1997	2 2
39	Cezayir	1985	1990	1990	1
40	Botswana	1992	1995	-	0
41	Kamerun	1984	1989	1989	2
42	Kongo	1989	1994	1994	2
43	Benin	1982	1987	1987	2
44	Fildişi Sahili	1983	1988	1988	1
45	Kenya	1988	1993	1993	1
46	Madagaskar	1983	1988	1988	1
47	Mali	1982	1987	1987	1
48	Senegal	1978	1983	1983	2
49	Togo	1984	1989	1989	1
50	Fiji	1990	1995	-	0

Kaynak: Hardy ve Pazarcıbaşıoğlu (1998)

0: Bankacılık sektöründe önemli bir sorun olmadığını

1: Bankacılık sektöründe önemli bir sorun olduğunu,

2: Bankacılık sektörünün sistematik risk altında olduğunu göstermektedir.

4.5. Kur Dalgalanmaları

Gelişmekte olan ülkelerde, kriz sonrası 2007-2009 döneminde, eğer ki ekonomilerin herhangi birinde, uluslararası rezervlerinde azalma varsa sonrasında bu ülkenin 2012 yılında döviz kurunda düşüş yaşadığını gözlemliyoruz. 2013'te gümrük fiyat tarifelerinde düşüş yaşadığını fark ediyoruz. ABD Federal Rezerv Bankası, Avrupa Merkez Bankası, İngiltere Merkez Bankası ve Japonya Merkez Bankası'nın devlet borçlarına yatırım ve refinansı finanse etmek için aşırı gevşek para politikası uyguladılar (Aslund 2016).

Bununla birlikte, özellikle Amerika Birleşik Devletleri'nde, olgun ekonomilerde kredi artışları arttıkça, yatırımcılar daha güvenli yatırım hedefleri arayışında oldu. Yükselen faiz oranları, gelişmekte olan ekonomileri, değer kaybeden para birimleri ile vurgulayarak borçlarını karşılamada çok daha yüksek bir maliyete maruz bıraktı. Bunu borç değerlenmesi olarak nitelendiren Minsky uzun ve kısa vadede kırılganlık faktörü olarak ele alır.

4.6. Büyüme Oranları

Hızlı kredi büyüme periyotları borçlandırma standartlarının hafiflemesine neden olmuştur. Oluşan tüm kredi bombaları banka krizleriyle sonuçlanmak zorunda değildir. Kredi bombaları krizin oluşmasında %50 ve %75'lik bir risk oluştururken, kredi bombalarının %20'si krizle sonuçlandı. Amerika'da faiz oranlarının düşmesi ve Mortgage piyasasında borçlanma standartlarının indirgenmesi bir kredi balonu yarattı. Standartların indirgenme nedeniteminatların likiditeye kolayca çevrilebileceği ve bonoların geri ödenebileceğine borç vericilerin inancının tam olmasıdır denilebilir. Özellikle standartlar büyük kurumların piyasaya girdiği bölgelerde düşürüldü. Borç verme standartları ve varlık güvencelerinin düşürülmesi, bonoların borç vericiler tarafından satılmasına neden oldu.

Ülkeler arası ekonomik integrasyon *business cycle*'ın senkronizasyonuna ticaret ağları şoku diğer ülkelere taşıyan kanallar olarak ortaya çıktığını görüyoruz. Yapılan modellerde iki ülkenin çıktı miktarındaki değişiklik, ticaret ağlarının yoğunluğuna bağlı olarak değiştiğini gösteriyor. Ticaret ve çıktı miktarında pozitif korelasyon mevcut olsa da rakamsal küçük bir miktarı simgelemektedir.

Ayrıca yine Krugman’a göre ülkeler daha entegre oldukça, daha geniş anlamda uzmanlaştıklarını görmekteyiz. Asimetrik ve sektör yoğunluklu şokların ekonomik entegrasyonla beraber arttığını gözlemliyoruz.

2008 global krizi, bütün ülkelerde benzer şekillerde toplam çıktıda düşüş yaşattı. Sonuç olarak finansal krizler gelişmekte olan ülkelerde olduğu kadar, endüstriyel ülkelerde de etkisini gösterdi.

Finansal gelişme, uzun vadede ekonomik büyümeyi desteklemektedir. Bununla birlikte, gelişme yolu pürüzsüzlükten uzak ve bu arada, ekonomik büyüme, olgunlaşan sistemleri karakterize eden finansal kırılganlık yüzünden ekonomik sistem sarsılabilir. Finansal gelişme süreci, tasarrufları üretken yatırıma yönlendiren ve risk çeşitlendirmesine izin veren pazar ve hizmetlerin derinleştirilmesini gerektirir; finansal gelişmenin bu olumlu yönleri, uzun vadede daha yüksek ekonomik büyümeye neden olur. Ekonomilerin olgunlaşmasıyla birlikte, aynı süreç sistemik bankacılık krizleri, bom ve büst döngüsü ve genel finansal değişkenliklerin gösterdiği zayıflıkları ortaya koyabilir.

Ekonomik büyümeye finansal aracılığın ikili bir etkisinin olduğunun farkındalığında, ülke çapında ve zaman serisi gözlem örnekleri kullanarak uzun ve kısa dönemli etkilerini kapsayan bir ampirik modeli kapsayan bir çalışma incelenmiştir. Finansal aracılık ile üretim artışı arasındaki uzun vadeli pozitif ilişkinin, örneklemdaki ortalama ülke için geçerli olan olumsuz bir kısa vadeli ilişkiyle birlikte var olabileceğini gösterir. Metodoloji, finansal aracılığın kısa vadeli etkilerini ülke bazında büyüme üzerindeki etkisini elde etmemizi sağladığından bu etkileri literatürün büyümeye zararlı olarak sunduğu mali liberalizasyon yönüne bağlamaya çalışılır. Finansal açıdan kırılgan, yani bankacılık krizleri yaşayan ya da yüksek finansal dalgalanmalar yaşayan ülkelerin, aracılık faaliyetinin büyümeye olumsuz etkisi kısa vadede eğilimi gösterdiğini görülür. (Fatma Davarcıoğlu Özaktaş,2016)

Daha istikrarlı ülkeler için bu etki ortalama olarak sıfırdır. Son olarak, sonuçlarımızı ampirik büyüme literatürüne bağlamaya çalışırken, panel verilerini kullanarak büyüme regresyonlarının klasik bağlamına geri dönüyoruz. Finansal aracılığın oynaklığının ve kriz unsurlarının, finansal derinliğin olağan ölçüleri ile birlikte ilgili büyüme belirleyicileri olduğuna karar verilir. Bununla birlikte, finansal

derinlikler daha yüksek büyümeye neden olurken, mali oynaklık –finansal oynaklık ve bankacılık krizleri tarafından yakalanır– negatif büyüme sonuçlarına sahiptir. Mali liberalizasyon ve aracılık ekonomik büyümeye olan toplam etkisi, mali derinliğin ve finansal kırılganlığın göreceli etkilerinin her ülkenin mali gelişim aşamasına bağlı olduğu bu etkilerin bir kombinasyonu olabilir(Fatma Davarcıoğlu Özaktaş,2016)

6. SONUÇ

Kırılganlık birçok ülkede farklı şekilde karşımıza çıkmaktadır. Kırılganlığın birçok çeşidinin olmasını piyasadaki kriz çeşitliliğinin fazlalığına bağlayabiliriz. Ayrıca tarihsel dönemlere ayrılmış birçok kriz bulunmaktadır. 1970’lerde yaşanan Latin Amerika’da krizler, Paul Krugman tarafından temel özellikleri bakımından 1. nesil krizler olarak adlandırılmış olup daha sonrasında ikinci dönem ve üçüncü nesil krizleri olarak adlandırılmıştır.

Yaşanan 2008 krizi ise mortgage krizi olmasının yanında daha öncesinde yaşanan büyüme ivmesi incelenmiş ayrıca Amerika ve Avrupa’yı oldukça etkilemiştir. Kriz oluşumu bakımından finansal mühendislik eksikliğine ve teknolojinin yanlış yayıldığına dair kanıtlar oluşturmuştur. Avrupa’da büyüme düşüşleri yaşanırken, Amerika yatırımlarını geliştirmekte ülkelere kaydırmıştır. Bütün dünya çok büyük oranda ekonomik olarak resesyona girmiştir.

Girilen resesyondan uygulanan faiz artırımları, FED’in yeni yatırım yaptığı ülkeleri kırılgan ülkeler hâline getirmiştir. Bu ülkeler arasına üçüncü nesil krizlere konu olan Asya ülkeleri dahil olmamaktadır. Zira 90’lı yıllarda yaşanan krizler sebebiyle bankacılık sisteminde piyasa işlevsizliklerine karşı regülasyonlar yapıp banka krizleri önlenmeye çalışılmıştır. Yine uygulanan rezerv politikaları ile kur krizleri önlenmeye çalışılmıştır. Burada dikkat çekici olan nokta, parayı değerli tutmak için belirlenen rezerv oranı veya kuallanılan rezerv bu ülkelerde optimal olmuştur. Yalnız uygulanan faiz politikaları enflasyonunu tetikleyip borç değerenmesine yol açabilmektedir.

Ayrıntılı olarak incelenen Asya ülkelerinin ve geliştirmekte olan ülkelerin kırılganlık birebir ilişkisi finansal serbestleşme ile yükselmiştir. Finansal serbestleşme krizleri tetiklemekte ve ülkeyi kırılganlaştırmaktadır. 2008 krizi ise Avrupa ülkelerinde bulaşma yoluyla etki etmiştir. 2008 krizi zaten işlevsizlikleri olan ve kırılgan olan gayrimenkul piyasasının krize dönüşmüş hâlidir. Gayrimenkul piyasasında ortaya

konulan yanlış uygulamalar ve eksik düzenlemeler birçok makalenin vurguladığı nokta olmuştur. Öyleyse yeni bir krizin çıkmaması için ne yapılmalıdır?

Minsky, finansal istikrarsızlık hipotezi ile finansal krizlerin finansal sistemin bir parçası olduğunu ifade eden bir hipotez yazmıştır. Hipotezinde kırılabilirlik terimi üzerinde yoğunlaşmıştır. Yoğunlaşılabilir kırılabilirliği birçok ekonomist daha önce de ele almıştır. Kırılabilirlik, finansal sistemin krizlere elverişli olması olarak adlandırılabilir ve spekülasyon ataklara karşı savunma mekanizma eksikliği olarak değerlendirilebilir.

Krizin incelenmesi, gelecekte çıkacak krize karşı önlemler alınmasının yanı sıra gelecek krizin daha iyi anlaşılmasını sağlamıştır. Ayrıca krize karşı savaşta uygulanan birçok politikanın kriz değerlendirmeleri olmadığı takdirde yanlış olacağını vurgulamamız gerekir. Ekonomi tarihinin yanlış yorumunun önlenmesi için de değerlendirmeler çok önemli rol oynamaktadır. Yanlış yorumlar yanlış politikalara yol açmaktadır.

2008 sonrası ve günümüzde, Marc Lavoie gelecek kriz için geçerli olan birçok hipotezin çürütüldüğünü ifade ediyor. Örneğin, Nairu hipotezinin çürütüldüğünü böyle bir oranın mümkün olmadığını, Amerika'da merkez bankalarının uyguladığı faiz politikalarının artık tersine uygulandığını bildiriyor ve gelecek krizde de şu an geçerli olan modellerin ve hipotezlerin çürütüleceği tahmin ediliyor.

2008 krizinde birçok ülkenin merkez bankası, gelecek bir krizin risklerini azaltmak için birçok politika yürürlüğe koymuştur. Buna rağmen 2008 krizi, Amerika'da birçok bankanın batışına neden olmuştur. Merkez bankasının kullandığı birçok enstrüman faiz oranıyla para arzını kontrol etmek buna engel olamadı. Gelecek kriz etkilerinin daha şiddetli ve derin olacağı tahminler arasındadır.

Yukarıda bu ülkeler için tekrar bir kriz olasılığı var mıdır ve hangi göstergelerin takip edilmesi gerekir, yeni bir krize hazırlıksız yakalanmamak için bu soruların cevapları incelenmiştir.

KAYNAKÇA

- Adam Slater, Clare Howarth, Scott Livermore, Overview: Emerging sell-off to Restrain Global growth, Oxford Economics, , Oxford. February 2014
- Albert ONDO OSSA, Les origines des crises et les conséquences sur les économies nationales, Laboratoire d'Economie Appliquée, Libreville (Gabon), 2010
- Edward I. Altman, Predicting Financial Distress Of Companies: Revisiting The Zscore And Zeta® Models, Journal of Banking & Finance, July 2000
- Anders Åslund, Why Growth in Emerging Economies Is Likely to Fall, Peterson Institute for International Economics, , Washington November 2013.
- Asli Demirgüç-Kunt and Enrica Detragiache, Financial Liberalization and Financial Fragility, World Bank, March 1998
- Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann, Exchange Rates and Financial Fragility, National Bureau of Economic Research, , Massachusetts. November 1999
- Ben Bernanke, Mark Gertler, Financial Fragility and Economic Performance, National Bureau of Economic Research, July 1987
- Bilgin, C Finansal İstikrarsızlık Sorunu ve İktisat Politikası Bağlamında Türkiye. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Doktora Tez, 2007
- Carmen M. Reinhart (1998), "Leading Indicators of Currency Crises", International Monetary Fund Staff Papers. Vol 5, No
- Carmen M. Reinhart , Kenneth S. Rogoff , Is The 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison Nber Working Paper Series Cambridge, January 2008

- Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff The Aftermath Of Financial Crises?, National Bureau of Economic Research,Cambridgde,2009
- Carmen M. Reinhart,Takeshi Tashiro, Crowding out Redefined,The Role of Reserve Accumulation, National Bureau of Economic research, November 2013, Massachusetts.
- Christine Sinapi, "Institutional Prerequisites of Financial Fragility within Minsky's Financial Instability Hypothesis: A Proposal in Terms of 'Institutional Fragility'," Economics Working Paper Archive wp_674, Levy Economics Institute. 2011.
- Corsetti, Pesenti ve Roubini (The Asia Crisis: Causes, Policy Responses and Outcomes,NBER,1998
- Ralph De Haas,Iman Van Lelyveld,Crisis: Weathering the Perfect Storm?,Journal of Money, Credit and BankingVolume 46, Issue s1, 27 Jan 2014
- DAVIS, E.P. Debt, Financial Fragility, and Sistemic Risk, Clarendon Press-Oxford. 1992)
- Douglas W. Diamond, Raghuram G. RajanA, Theory of Bank Capital, NBER December 1999
- Douglas W. Diamond; Philip H. Dybvig, Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity ,The Journal of Political Economy1983
- Enrique Schrotha, Gustavo A. Suarez , Lucian A. Taylor, Dynamic debt runs and financial fragility: Evidence fromthe 2007 ABCP crisis, Journal of Financial Economics, Journal of Financial Economics,2014
- Éric Tymoigne,. "Measuring Macprudential Risk: Financial Fragility Indexes," Economics Working Paper Archivewp_654, Levy Economics Institute. 2011
- Fatih Mehmet EREN Ekonomik Krizler Ve Kriz Göstergeleri: 1990 Sonrası Dünyada Yaşanan Krizler Ve Türkiye Karşılaştırması Yüksek Lisans Tezi Konya 2010
- Francesco Caselli, Accounting for Cross-Country Income Differences, National Bureau of Economic research, November 2013 Massachusetts.
- Franklin Allen Douglas Gale,Financial Fragility , Newyorkuniversity,2002

- Frédéric Boissay, Financial Imbalances and Financial Fragility, ECB Working Paper, 2011
- Fatma Davarcıoğlu Özaktaş, Finansal Piyasa Gelişmesini Büyümeyi Tetikler, Büyümemi Finanspiyasalarını Geliştirir? Türkiye Üzerine Bir Deneme, Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Nisan 2016; 9(2016
- Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti, and Nouriel Roubini, The Role of Financial Fragility and External Imbalances, National Bureau of Economic Research, January 2001
- Global Themes Series Full Year Report, Uni Credit, March 2014
- Guillermo Calvo, Alejandro Izquierdo ve Rudy Loo-Kung, Optimal Holdings of International Reserves: Self-Insurance against Sudden Stop, NBER, 2012)
- Halil Guler and Anil Talasli, Determinants Of Sovereign Bond Spreads A Comparative Analysis During The Global Financial Crisis, Munich Personal RePEc Archive, December, Munich 2012
- HARDY, D. and C. Pazarbaşıoğlu, (1998), “Leading Indicators of Banking Crises: Was Asia Different?”, IMF Working Paper, 98/11.
- Hyman Minsky, The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy, 1992
- Xenophōn I. Kontiadēs, Constitutions in the Global Financial Crisis: A Comparative Analysis, Routledge, 2013
- Ian Glew, Alex Faseruk, Testing the Kumara Swamy Theorem of Inflationary Gap or The Group of Twenty (G-20) Countries, Journal of Financial Management and Analysis, 2
- Jarko Fidrmuc, Iikka Korhonen, The impact of the global financial crisis on business cycles in Asian emerging economies, Journal of Asian Economics, 2010
- John Taylor, The Financial Crisis and The Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong, National Bureau of Economic Research, , Massachusetts March 2014.

Joshua Aizenman, Yin-Wong Cheung, Hiro Ito, International Reserves Before and After the Global Crisis: Is There No End to Hoarding?, National Bureau of Economic Research, March 2014, Massachusetts.

Joshua Aizenman, Mahir Binici, Michael M. Hutchison, The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Markets, National Bureau of Economic Research, March 2014, Massachusetts.

Kaufman Bank Capital Forbearance And Public Policy , ,1987,

Kibritçioğlu, Aykut, “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler (1969- 2001)”, Yeni Türkiye Dergisi, Cilt: 7, Sayı: 41, Ankara, 2001.

Lavoie, M. & Seccareccia, Minsky's Financial Fragility Hypothesis: a Missing Macroeconomic Link?," , University of Ottawa, Department of Economics. Working Papers 1999.

Maurice Obstfeld ,Jay C. Shambaugh ,Alan M. Taylor , Financial Instability, Reserves, And Central Bank Swap Lines In The Panic Of 2008, National Bureau Of Economic Research ,Cambridge, March 2009

Mışkın, F. “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective”, Annual World Bank Conference On Development Economics, The World Bank,(1996).

Michael Bordo & Barry Eichengreen & Daniela Klingebiel & Maria Soledad Martinez-Peria, 2001. "Is the crisis problem growing more severe?," Economic Policy, CEPR;CES;MSH, vol. 16(32), pages 51-82, April.

Michael D. Bordo ,Sudden Stops, Financial Crises And Original

Moritz Kraemer, Policy Risks, Not Tapering, Are Key To Emerging Market Sovereign Ratings, March 2014, Massachusetts.

Moritz Kraemer, Policy Risks, Not Tapering, Are Key To Emerging Market Sovereign Ratings, March 2014, Massachusetts.

<http://www.mahfiogilmez.com/p/gostergeler.html>

https://www.morganstanley.com/institutional/research/pdf/FXPulse_20130801.pdf

- Nicola Gennaioli , Andrei Shleifer, Robert Vishny, Neglected risks, financial innovation, and financial fragility, Elsevier, 27 May 2011.
- Niels Hermes, Robert Leninsk, Financial Development and Economic Growth: Theory and Experiences from Developing Countries, Routledge, 2014
- Norman Loayza) and Romain Ranciere) Financial Development, Financial Fragility, and Growth Journal of Money, Credit and Banking, 2006,
- OECD "International Capital Mobility: Structural Policies to Reduce Financial Fragility?", OECD Economics Department Policy Notes, No. 13, June, 2012,
- Özge Korkmaz Rahmi Yamak, Minsky Finansal İstikrarsızlık Hipotezi ve Türkiye Örneği , Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2015.
- ÖZYILDIZ, H., (2014) "Kırılganlık Göstergeleri",
<http://www.hakanozyildiz.com/2014/02/krlganlk-gostergeleri.html>,
- Pelin Berkmen, Gaston Gelos, , Robert Rennhack, and James P. Walsh , The Global Financial Crisis: Explaining Cross-Country Differences in the Output Impact, International Monetary Fund WP/09/280, 2009
- Portes, R: "Global Imbalances," in M. Dewatripont, X. Freixas and R. Portes (eds) Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20 (CEPR), 2009
- Ricardo J. Caballero, Arvind Ralph De Haas, Iman Van Lelyveld Krishnamurthy, A Dual Liquidity Model For Emerging Markets American Economic Review vol. 92, No. 2, May 2002
- Frederic Boissay, Imbalances and Financial Fragility, National Bureau of Economic Research, Massachusetts , March 2014,
- Roger Lagunoff and Stacey Schreft, A Model of Financial Fragility, Elsevier, September 1998
- Sayım Işık, Koray Duman, Adil Korkmaz , Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması D.E.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi Cilt:19 , Sayı:1, Yıl:2004

- Serafin Martinez-Jaramillo, Omar Perez Perrez, Fernando Avila Embriz, Fabrizio Lo'pez Gallo Dey, Systemic Risk, Financial Contagion And Financial Fragility, Elsevier, June 2010
- Serena Sordia, Alessandro Vercellia, Financial fragility and economic fluctuations, Journal of Economic Behavior & Organization, July 2006
- Steven Globerman, Daniel Shapiro, Yao Tang Foreign Direct Investment In Emerging And Transition European Countries, December 2004
- The First Global Financial Crisis of the 21st Century, Centre for Economic Policy Research June 2008
- Thorsten Beck, Finance, growth and fragility: the role of government, Int. J. Banking, Accounting and Finance, Vol. 5, Nos. 1/2, 2013
- Tullio Jappelli, Marco Pagano, Marco Di Maggio Households' Indebtedness and Financial Fragility, IMF WorkPaper, October 2008
- William R. Emmons and Bryan J. Noeth, Economic Vulnerability and Financial Fragility, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, September 2013

TEZ ONAY SAYFASI

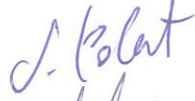
Üniversite : T.C. GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ
Enstitü : SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
Hazırlayanın Adı Soyadı : Selcan OĞUZ
Tez Başlığı : Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Kırılganlık ve Krizler
Savunma Tarihi : 20 /06 / 2018
Danışmanı : Doç.Dr. Sezgin POLAT

JÜRİ ÜYELERİ

Unvanı, Adı Soyadı

İmza

Doç.Dr. Sezgin POLAT



Doç.Dr. Sevgi İNECİ



Prof.Dr. Haluk LEVENT



Enstitü Müdürü

Prof. Dr. M. Yaman ÖZTEK

