

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANS BİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN GLOBAL
KRİZLERDEN MAKRO YAPILARINA GÖRE ETKİLENME
DÜZEYLERİNİN ARAŞTIRILMASI ÜZERİNE AMPİRİK UYGULAMALAR

Merve ARSLAN

2502170083

TEZ DANIŞMANI

Prof. Dr. Belkıs SEVAL

İSTANBUL - 2021

ÖZ

GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN GLOBAL KRİZLERDEN MAKRO YAPILARINA GÖRE ETKİLENME DÜZEYLERİNİN ARAŞTIRILMASI ÜZERİNE AMPİRİK UYGULAMALAR

Merve ARSLAN

Bu çalışmada OECD verilerine göre sınıflandırılmış seçili gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinin 2008 krizinden makroekonomik faktörlerine göre etkilene düzeyleri araştırılmıştır. Çalışmada ilk olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin makro faktörlerine göre krizden etkilene düzeyleri ve makroekonomik faktörlerin zaman içindeki dinamik ilişkileri incelenmiştir. Ardından gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin hangi makroekonomik faktörlerine göre krizden daha güçlü şekilde etkilendiği araştırılmıştır. Daha önce gerçekleşmiş olan krizlerden az gelişmiş ve gelişmemiş ülkeler daha çok etkilene iken yeni nesil finansal krizlerden olan 2008 Mortgage Krizi'nden gelişmiş ülkelerin daha çok etkilene olabileceği bu çalışmanın hipotezini oluşturmaktadır. Araştırmada 18 adet gelişmiş, 13 adet gelişmekte olan ülkenin 2008-2019 yılları arasında çeyrek dönemlik işsizlik oranları, enflasyon oranları, Cari Açık/GSYİH, DYY/GSYİH verileri kullanılarak VAR Analizi yöntemi uygulanmıştır. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre işsizlik faktörüne göre krizi izleyen ilk dönemlerde gelişmekte olan ülkelerin güçlü şekilde daha çok etkilendiği ancak ilerleyen zamanlarda gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkelere nazaran daha fazla etkilendiği saptanmıştır. Enflasyon oranı faktörüne göre elde edilen bulgulara göre gelişmekte olan ülkelerin bütün dönemlerde (-) yönlü ve gelişmiş ülkelere nazaran tüm dönemlerde daha güçlü tepki geliştirdiği, gelişmiş ülkelerin verdiği tepkinin tüm dönemlerde (+) yönlü olduğu ve zaman içinde tepkinin şiddetinin azaldığı görülmektedir. Doğrudan yabancı yatırım düzeylerine göre krizden etkilene düzeylerine bakıldığında krizin gerçekleşmesinden sonra gelişmiş ülkelere doğru sermayenin kaydığı anlaşılmaktadır. Cari işlemler dengesi/GSYİH değişkenine göre krizden etkilene düzeyleri ele alındığında

tüm dönemlerde gelişmekte olan ülkelerin, gelişmiş ülkelere nazaran güçlü şekilde daha çok etkilendiği görülmektedir.

Anahtar Kelime: Finansal Krizler, 2008 Mortgage Krizi, Makroekonomik Faktörler, VAR Analizi.



ABSTRACT

EMPIRICAL APPLICATIONS ON RESEARCHING THE LEVELS OF AFFECTION FROM GLOBAL CRISES ACCORDING TO THE MACRO- ECONOMIC STRUCTURES OF DEVELOPING AND DEVELOPED COUNTRIES

Merve ARSLAN

In this study, the impact levels of selected developed and developing countries, classified according to OECD data, from the 2008 crisis according to their macroeconomic factors were investigated. In the study, firstly, the level of being affected by the crisis according to the macro factors of developed and developing countries and the dynamic relations of macroeconomic factors over time were examined. Then, according to which macroeconomic factors developed and developing countries were more affected by the crisis, it was investigated. The hypothesis of this study is that while underdeveloped countries were more affected by the previous crises, developed countries may have been more affected by the 2008 Mortgage Crisis, which is one of the new generation financial crises. In the research, VAR Analysis method was applied by using quarterly unemployment rates, inflation rates, Current Account Deficit/GDP, FDI/GDP data of 18 developed and 13 developing countries between 2008-2019. According to the findings obtained as a result of the analysis, it was determined that developing countries were affected more strongly in the first periods following the crisis according to the unemployment factor, but developed countries were affected more than developing countries in the following periods. According to the findings obtained according to the inflation rate factor, it is seen that the developing countries react more strongly in all periods in the (-) direction compared to the developed countries, and that the reaction of the developed countries is in the (+) direction in all periods and the severity of the reaction decreases over time. When we look at the level of being affected by the crisis according to the level of foreign direct investment, it is understood that after the realization of the crisis, the capital shifted from developed countries to developing countries. Considering the level

of being affected by the crisis according to the current account balance/GDP variable, it is seen that developing countries were affected more strongly than developed countries in all periods.

Key Words: Financial Crises, 2008 Mortgage Crisis, Macroeconomic Factors, VAR Analysis.



ÖNSÖZ

Dünya tarihinde yaşanmış ekonomik krizler, krizlerin çıkış nedeni ve sonuçları finans yazınında sık sık ele alınmaktadır. 2008 Mortgage Krizi yeni nesil kriz modeli olup daha önce yaşanan krizlerden farklı olarak, gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkelere nazaran bazı makroekonomik faktörlerine göre daha çok etkilemiş olduğu noktasında tartışmalar vardır. Bu tez de bu konu üzerine yapılmış bir araştırmadır. 2019 Aralık ayında patlak veren Covid-19 Pandemisi tüm dünyayı etkisi altına almıştır. Ülke ekonomileri üzerindeki yıkıcı etkisinin, 2008 krizinden daha güçlü boyutta olacağı öngörülmektedir. Bunu şuan için ölçümlemek mümkün olmamaktadır. İlerleyen süreçte bu hususta da çalışmalar yapılacaktır.

Doktora eğitimin boyunca her türlü desteği sağlayan İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Finans Anabilim Dalı hocalarımın tamamına, özellikle tez danışmanım olan Prof. Dr. Belkıs SEVAL hocama en kalbi teşekkürlerimi sunarım. Yine hayatımın her safhasında tüm destekleriyle yanımda olan çok kıymetli anneme, babama ve kardeşlerime sevgi, minnet ve şükranlarımı sunarım.

Tez İzleme Komitemde yer alan Prof. Dr. Vedat Sarıkovanlık hocama, Doç. Dr. Serdar Kuzu hocama, Doç. Dr. Ali Kablan hocama tüm destek, emek ve ilgileri için ayrı ayrı minnetlerimi sunarım. Görev yaptım Haliç Üniversitesi İşletme Fakültesindeki tüm hocalarıma ve mesai arkadaşlarıma sevgi ve şükranlarıma sunarım.

Merve ARSLAN

İstanbul, 2021

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	ii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ	vi
TABLolar LİSTESİ.....	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xiii
KISALTMALAR DİZİNİ	xv
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KRİZLER VE KRİZ TEORİLERİ

1.1. Finansal Kriz Kavramı ve Tanımı.....	2
1.2. Finansal Krizlere Neden Olan Faktörler	3
1.2.1. İktisadi Sistemlerde Konjonktürel Dalgalanmaların Etkisi.....	3
1.2.2. Finansman Açıkları ve Yapısal Ekonomik Sorunlar.....	4
1.2.3. Sağlıksız Finansal Serbestleşme ve Sermaye Akımları	5
1.2.4. Kamu ve Özel Sektörde Sağlıksız Borçlanma ve Yatırım	6
1.2.5. Başarısız İktisat Politikaları (Kur-Para-Maliye)	6
1.2.6. Spekülatif ve Manipülatif Ataklar.....	8
1.2.7. Finansal İstikrarsızlık ve Finansal Balonlar	8
1.2.8. Faiz Oranlarındaki İstikrarsızlık	9
1.2.9. Ekonomik Belirsizlikte Artış	10
1.3. Finansal Kriz Türleri.....	11
1.3.1. Para (Döviz) Krizleri.....	13
1.3.2. Sistemik Finansal Krizler (Systemic Financial Crisis)	15
1.3.3. Dış Borç Krizleri (Foreign Debt Crisis).....	16
1.3.4. Bankacılık Krizleri (Banking Crisis)	18
1.3.5. İkiz Krizler (Twin Crisis).....	21
1.4. Finansal Kriz Modelleri	23
1.4.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri	24
1.4.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri	27
1.4.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri	30
1.5. Finansal Krizlerin Açıklanmasına Yönelik Yaklaşımlar	32
1.5.1. Monetarist Yaklaşım.....	34

1.5.2. Aşırı Borç Birikimi - Finansal İstikrarsızlık Yaklaşımı	36
1.5.3. Rasyonel Beklentiler Yaklaşımı	38
1.5.4. Belirsizlik Yaklaşımı	41
1.5.5. Asimetrik Enformasyon, Aracılık Maliyetleri Yaklaşımı	42
1.5.6. Kredi Tayinlaması Yaklaşımı	44
1.6. Finansal Krizlerle İlgili Konjonktür Teorileri	45
1.6.1. K.Marx, Marksist İktisat Görüşü ve Finansal Kriz	45
1.6.2. T.Veblen ve Finansal Kriz	48
1.6.3. W. C. Mithcell, Finansal Kriz	50

İKİNCİ BÖLÜM

2008 KÜRESEL KRİZİ İLE DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE YAŞANMIŞ OLAN DİĞER BAŞLICA FİNANSAL KRİZLERİN ELE ALINMASI

2.1. 2008 Küresel Mortgage Krizi	53
2.2. 2008 Mortgage Krizine Neden Olan Faktörler	54
2.2.1. Tedbirsiz Olarak Verilmiş İpotekli Krediler	54
2.2.2. Gayrimenkul Balon Oluşumu ve Balonun Patlaması	55
2.2.3. Küresel Çaplı Dengesizlikler	56
2.2.4. Seküritizasyon	60
2.2.5. İpotekli Kredi Finansmanında Hesap Verilebilirlik ve Şeffaflık Eksikliği	61
2.2.6. Derecelendirme Kuruluşları	62
2.2.7. Deregülasyon Uygulamaları	64
2.2.8. Gölge Bankacılık Sistemi	66
2.2.9. Bilanço Dışı İşlemlerin Finansmanı	68
2.2.10. Hükümet Talimatları ile Verilmiş Olan Eşik-Altı İpotekli Krediler	70
2.3. Dünyada Yaşanmış Diğer Başlıca Krizler	71
2.3.1. 1929 Dünya Krizi-Ekonomik Buhranı	72
2.3.2 (ERM) Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi (1992-1993)	76
2.3.3. Latin Amerika Dış Borç Krizleri (1982)	79
2.3.3.1. Meksika Krizi (1994-1995)	80
2.3.3.2. Arjantin Krizi	82
2.3.3.3. Brezilya Krizi	85
2.3.4. Güneydoğu Asya Krizleri (1997-1998)	88
2.3.5. Rusya Krizi (1998)	93
2.4. Türkiye Ekonomisinde Yaşanmış Olan Krizler	97
2.4.1. 1929 Buhranı ve Türkiye	98

2.4.2. 1946 Krizi	100
2.4.3. 1958 Krizi	102
2.4.4. 1979 Krizi, 24 Ocak Kararları.....	102
2.4.5. 1994 Krizi	105
2.4.6. Kasım 2000 - Şubat 2001 Krizleri	107
2.5. Finans Yazını	109

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ARAŞTIRMA: GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN GLOBAL KRİZLERDEN MAKRO YAPILARINA GÖRE ETKİLENME DÜZEYLERİNİN ARAŞTIRILMASI ÜZERİNE AMPİRİK UYGULAMALAR

3.1. Araştırmanın Veri Seti	115
3.2. Araştırmanın Amacı.....	118
3.3. Araştırmada Kullanılan Yöntem	118
3.4. VAR Analizi	120
3.4.1. Durağanlık Testi.....	121
3.4.2. Optimal Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi ve VAR Analizi	127
3.4.3 VAR Granger Nedensellik / Blok Dışsallık Wald Testi	131
3.4.4. Etki-Tepki Analizi Sonuçları ve Yorumlanması.....	134
3.4.5. Varyans Ayırıştırması	150
3.4.6. Granger Nedensellik Testi	152
3.5. Gelişmekte Olan ve Gelişmiş Ülke Ekonomileri Grubu İçin Optimal Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi ve VAR Analizi	154
3.6. Gelişmekte Olan Ülke Ekonomileri Grubu İçin Optimal Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	154
3.7. Gelişmiş Ülke Ekonomileri Grubu İçin Optimal Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	155
3.8. Gelişmekte Olan Ülke Ülke Ekonomileri Grubu İçin VAR Analizi.....	156
3.9. Gelişmiş Olan Ülke Ülke Ekonomileri Grubu İçin VAR Analizi.....	158
3.10. Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerinde VAR Granger Nedensellik / Blok Dışsallık Wald Testi.....	160
3.11. Gelişmiş Ülke Ekonomilerinde VAR Granger Nedensellik / Blok Dışsallık Wald Testi	162
3.12. Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerinde Etki-Tepki Analizi Sonuçları ve Yorumlanması.....	165
3.13. Gelişmiş Ülke Ekonomilerinde Etki-Tepki Analizi Sonuçları ve Yorumlanması ..	169
SONUÇ	174
KAYNAKÇA	178

EKLER	195
ÖZGEÇMİŞ.....	197



TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1.1: Karşılaştırmalı Özellikleri ile Birinci-İkinci Nesil Kriz Modelleri	29
Tablo 2.1: Finansal Sistem Düzenleme Biçimlerinin Dönemlendirilmiş Gösterimi .	65
Tablo 2.2: Geleneksel Bankacılık Sistemi ile Gölge Bankacılık Sistemi Arasındaki Farklar	67
Tablo 2.3: Kriz Döneminde Arjantin’de Büyüme ve İşsizlik Oranları	84
Tablo 2.4: Temmuz 1997-Ocak 1998 Zaman Aralığında Kimi Doğu Asya Ülke Paralarının Dolar Karşısında Değer Kayıpları	90
Tablo 2.5: Rusya Federasyonu Seçilmiş Makro Ekonomik Verileri (1994-1999)	93
Tablo 3.1: Çalışmada Analize Tabi Tutulan OECD Verilerine Göre Sınıflandırılmış Ülkeler.....	115
Tablo 3.2: Çalışmada Kullanılan Değişkenler	116
Tablo 3.3: Cari İşlemler Dengesi/GSYİH zaman serisi için Panel Unit Root Test .	121
Tablo 3.4: Doğrudan Yabancı Yatırım/GSYİH zaman serisi için Panel Unit Root Test	123
Tablo 3.5: Enflasyon zaman serisi için Panel Unit Root Test.....	124
Tablo 3.6: GSYİH Zaman Serisi İçin Panel Unit Root Test	124
Tablo 3.7: İşsizlik Zaman Serisi İçin Panel Unit Root Test.....	125
Tablo 3.8: VAR Optimum Gecikme Uzunluğu Test Sonuçları	127
Tablo 3.9: VAR Model Tahminleri.....	128
Tablo 3.10: Granger Nedensellik/ Blok Dışsallık Wald Testi	131
Tablo 3.11: Granger Nedensellik Analiz Sonuçları / Blok Dışsallık Wald Testi	133
Tablo 3.12: GSYİH Değişkenine Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişken Tepkilerinin Tablo Değeri.....	137
Tablo 3.13: Enflasyona Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişken Tepkilerinin Tablo Değeri.....	140
Tablo 3.14: İşsizliğe Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişken Tepkilerinin Tablo Değeri.....	143
Tablo 3.15: Doğrudan Yabancı Yatırıma Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişken Tepkilerinin Tablo Değeri.....	146

Tablo 3.16: Cari İşlemler Dengesi Değişkenine Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişken Tepkilerinin Tablo Değeri.....	149
Tablo 3.17: Varyans Ayrıştırması Sonuçları.....	151
Tablo 3.18: Granger Nedensellik Testi Sonuçları.....	152
Tablo 3.19: Gelişmekte Olan Ülke Ekonomileri İçin VAR Optimal Gecikme Uzunluğu Kriterleri.....	155
Tablo 3.20: Gelişmiş Ülke Ekonomileri İçin VAR Optimal Gecikme Uzunluğu Kriteri	155
Tablo 3.21: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin VAR Model Tahminleri	156
Tablo 3.22: Gelişmiş Olan Ülkeler İçin VAR Model Tahminleri	158
Tablo 3.23: VAR Granger Nedensellik / Block Dışsallık Wald Testi	160
Tablo 3.24: Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerinde Granger Nedensellik Analiz Sonuçları / Blok Dışsallık Wald Testi.....	162
Tablo 3.25: VAR Granger Nedensellik / Block Dışsallık Wald Testi	162
Tablo 3.26: Gelişmiş Ülke Ekonomilerinde Granger Nedensellik Analiz Sonuçları / Blok Dışsallık Wald Testi	164
Tablo 3.27: Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerinde GSYİH Değişkenine Verilen Bir Standart Hatalık Şoka (2008 Krizine), Diğer Değişken Tepkilerinin Tablo Değeri	167
Tablo 3.28: Gelişmiş Ülke Ekonomilerinde GSYİH Değişkenine Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişken Tepkilerinin Tablo Değeri.....	171

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. Finansal Krizler.....	12
Şekil 2.1: ABD ve Almanya’da Faiz Oranlarındaki Düşüş	55
Şekil 2.2: Dünya Cari İşlem Dengelerinin Toplamı (mutlak değer, Dünya GSYH’ye oranı olarak)	57
Şekil 2.3: Dünya’da Cari İşlem Dengelerinin Dağılımı (Dünya GSYH’ye Oranı Olarak, (%)).....	58
Şekil 2.4: Küresel Devlet Borçlarında ve Genel Mali Dengeadaki Değişim (2008 Mortgage Krizi ve 2019 Covid Pandemi Döneminin Mukayese Edilmesi)	60
Şekil 2.5: Gölge Bankacılık ve Geleneksel Bankacılık ile Sağlanan Finansman (Trilyon \$).....	67
Şekil 2.6: 1929-1932 Zaman Aralığı ABD’de Endüstri Kollarında Üretilmiş Milli Gelirin Değişim Grafiği	73
Şekil 2.7: Bundesbank Tarafından Uygulanmış Faiz Oranları (1987-1995).....	78
Şekil 2.8 : Brezilya Merkez Bankası (BACEN) Faiz Oranı.....	87
Şekil 2.9: Yıllık Bazda GSYİH’nın Artışı (%) - Endonezya, Tayland, Singapur, Filipinler.....	92
Şekil 3.1: AR Karakteristik Polinomun Ters Köklerinin Birim Çemberde Konumu	126
Şekil 3.2: GSYİH Değişkenine Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişkenlerin Tepkileri	136
Şekil 3.3: Enflasyona Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişkenlerin Tepkileri	139
Şekil 3.4: İşsizlik Değişkenine Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişkenlerin Tepkileri	142
Şekil 3.5: Doğrudan Yabancı Yatırım Değişkenine Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişkenlerin Tepkileri.....	145
Şekil 3.6: Cari İşlemler Dengesi Değişkenine Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişkenlerin Tepkileri.....	148

Şekil 3.7: Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerinin GSYİH Değişkenine Verilen Bir Standart Hatalık Şoka (2008 Krizine), Diğer Değişkenlerin Tepkileri.....	166
Şekil 3.8: Gelişmiş Ülke Ekonomilerinin GSYİH Değişkenine Verilen Bir Standart Hatalık Şoka (2008 Krizine), Diğer Değişkenlerin Tepkileri	170



KISALTMALAR DİZİNİ

ADF	: Augmented Dickey–Fuller Test
AIC	: Akaike Bilgi Kriteri
BİST	: Borsa İstanbul
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırım
EMS	: European Monetary System (Avrupa Para Sistemi)
ERM	: Exchange Rate Mechanism (Ayarlanabilen Kur Sistemi)
ECU	: European Currency Unit (Avrupa Para Birimi)
FED	: Federal Reserve
FPE	: Final Prediction Error (Son Tahmin Hatası)
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
HQ	: Hannan-Quinn Bilgi Kriteri
LR	: Sıralı Değiştirilmiş LR Test İstatistiği
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
SC	: Schwarz Bilgi Kriteri
VAR:	: Vektör Otoregresif Model

GİRİŞ

Küreselleşmenin artan etkisi nedeniyle ülkeler arasında ekonomik ilişkiler yükselen bir ivme kazanmış, bir ülkede başlayan bir finansal krizin küresel boyut kazanarak dünya geneline yayılmasına zemin hazırlamıştır. Yeni nesil kriz modeli olarak gözlemlenen ABD kaynaklı 2008 Mortgage Krizi çok kısa bir süre içerisinde tüm dünyada etkili olmuş özellikle gelişmiş ülkelerin üzerindeki daha ciddi etkileri daha olduğu gözlemlenmiştir.

Bilindiği gibi dünyada ülkelerin önemli bir çoğunluğu 1970'li yıllar itibari ile serbest kur rejimi sistemine geçmiştir. Serbest kur rejimi uygulamalarına geçiş ile ülkeler birbirlerine makroekonomik açıdan daha bağımlı hale gelmiş ve dış şoklar karşısında kırılganlıkları artmıştır. Serbest piyasa ekonomisine sahip olmayan ülkeler finansal piyasalarının liberal ekonomiye entegre olma sürecinde ciddi problemlerle karşılaşmışlar ve bu sorunlar para krizlerine sebep olmuştur.

1990'lı yıllar itibari ile finansal sistemde ard arda birçok finansal kriz yaşanmıştır. Meydana gelen krizler, küreselleşmenin sonucu olarak bulaşıcı nitelik taşıyan krizler olarak tanımlanır. Bulaşma finansal entegrasyon nedeni ile herhangi bir ülkede meydana gelen bir şokun diğer ülkelere de hızla yayılım göstererek piyasa hassasiyetinde değişime kırılganlık eğilimine neden olması olarak ifade edilebilir. 1992-1993 Avrupa Para Sistemi Krizi, 1994-1995 Meksika Krizi, 1997 Asya krizi ve 1998 Rusya krizi bulaşıcı nitelikteki krizlerdir. Son küresel kriz olan 2008 Mortgage Krizi Amerika'da başlayıp tüm dünyayı aniden sarmış ve yıkıcı etkileri güçlü olan bir sonuç üretmiştir. Mortgage Krizinin uzantısı olarak Avrupa Birliği ülkelerinden İrlanda, İtalya, Yunanistan, İspanya ve Portekiz'de Avrupa borç krizi patlak vermiştir. Avrupa borç krizi diğer Avrupa Birliği ülkelerini etkilediği gibi finansal olarak etkileşimde olduğu diğer ülkelerde de hissedilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. FİNANSAL KRİZLER VE KRİZ TEORİLERİ

Çalışmanın bu bölümünde sırası ile finansal krizin tanımına, finansal krizlerin nedenlerine, finansal kriz türlerine, finansal kriz modellerine ve ardından finansal krizlerin açıklanmasına yönelik yaklaşımların açıklanmasına yer verilmiştir.

1.1. Finansal Kriz Kavramı ve Tanımı

Kriz kavramı, konjunktürdeki ani bir yön değiştirme, genişleme veya sürekli ilerleme döneminden kısa veyahut uzun bir bunalıma ya da daralma dönemine girilmesi şeklinde ifade edilebilir. Ekonomide her refah ve genişleme evresini akabinde gelen bir gerileme/çökme dönemi seyretmektedir. Bu değişimler ekonomik istikrarsızlığın en temel göstergelerindendir. Finansal bir krizin ortaya çıkması ile kredi hacminde daralma, emisyonda artma, faizlerde yükselme, harcama ve talepte düşme, istihdam, üretim, tasarruf ve yatırımda daralma gibi makroekonomik sonuçlar ortaya çıkar (Ural, 2003: 15).

Ekonomik kriz, konjunktürel dalgalanmalarda daralma ve gerileme dönemleri içinde, üretim hacminin daralması olarak da nitelendirilmektedir. Kriz; herhangi bir malın, hizmetin, faktörün veya döviz piyasalarında oluşan fiyat ya da miktarlarda kabul edilebilir değişim sınırları dışında gerçekleşen dalgalanmalardır (Eren ve Süslü, 2001: 663).

Yaşanan finansal krizlerin ekonomik durgunluğa (resesyona) sebep olduğuna dair pek çok teori geliştirilmiştir. Bernanke (1983) tarafından ortaya konulan çalışmada, makroekonomik faaliyetler ile finansal kriz arasındaki ilişki araştırılmış, finansal krizin makroekonomik faaliyetlerin daralmasına ve ekonomik kayıpların yaşanmasına neden olan resesyonun ortaya çıkışına neden olduğu amprik olarak ortaya konmuştur. Bu bulgu Friedman, Schwartz ve daha pek çok yazar tarafından da desteklenmiştir (Bernanke, 1983: 10).

1.2. Finansal Krizlere Neden Olan Faktörler

Tarihsel süreç boyunca yaşamamış finansal krizlerin çeşitli nedenleri vardır. Süreç içerisinde yaşanmış krizlerin gerçekleşme nedenleri birbirinden ayrılsa bile bir finansal krizin yaşanmasına neden olabilecek koşullar, nedenler aşağıda yer aldığı şekilde sıralanmış ve açıklanmıştır.

1.2.1. İktisadi Sistemlerde Konjonktürel Dalgalanmaların Etkisi

Ekonomilerde faaliyetlerde zaman içerisinde dalgalanmalar gösterir ve bütün sistemi etkilediği gibi finansal sektörü de etkisi altına alır. Faaliyetlerdeki bu dalgalanmalar iktisadi büyümenin aşamalarına göre sınıflandırılabilir. Bu aşamalar ekonomik büyüme ve genişleme dönemi, gerileme, durgunluğa geçiş dönemi, durgunlukta zirve yaptıktan sonra yeniden toplanmaya geçiş dönemi olarak sınıflandırılabilir (Dalyancı, 2010: 8).

Schwert (1989) tarafından gerçekleştirilen (1834-1987) 153 yılı kapsayan çalışmada, reasesyon ve finansal kriz dönemlerinde hisse senedi fiyatlarındaki volatilitenin arttığı amprik çalışmalar ile ortaya konulmuştur (Schwert, 1989: 134). Hisse senedi getirilerindeki oynaklığın artması aslında, gelecekte sağlanacak nakit akışındaki ve gelecekte oluşacak faiz oranlarındaki belirsizliği yansıtmaktadır (Schwert, 1989: 135).

İktisadi faaliyet hacimlerinin daraldığı gerileme dönemlerinde reel sektör ve finansal sektörde kar oranlarının düşmesi nedeni ile finansal kriz yaşanma olasılığı artmaktadır. İktisadi faaliyetlerin arttığı, genişlemenin zirve yaptığı dönemde fiyat balonlarının oluşması ve oluşan fiyat balonlarının aniden patlama riski finansal kriz olasılığını artırmaktır (Dalyancı, 2010: 9).

Kaminsky-Reinhart tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 1976 Döviz Krizi ve yol açtığı bankacılık krizinin nedenleri detaylı olarak incelenmiş ve elde edilen bulgulara göre finansal serbestleşme (liberalizasyon) ile bankacılık ve döviz krizleri arasında kuvvetli ilişkinin olduğu saptanmıştır (Kaminsky-Reinhart, 1999: 491). Para biriminin çöküşü ile bankacılık krizinin derinleştiği Kaminsky-Reinhart tarafından

ortaya konmuştur (Kaminsky-Reinhart, 1999: 474). Bankacılık ve döviz krizlerinin ekonomik durgunluk dönemlerinde ortaya çıktığı, döviz kurunun aşırı değerlendirildiği ve sıcak para nitelikli sermaye girişleri sonucu iktisadi faaliyetlerin zirveye ulaştığı dönemleri takiben ekonomik durgunluğun meydana geldiği ortaya konmuştur (Kaminsky-Reinhart, 1999: 474).

Finansal kriz öncesinde, ülke ekonomilerinde aşırı ısınmış bir aktivite düzeyi gözlemlenmiştir. Yüksek enflasyon, aşırı değer kazanmış yerel para birimi, genişleyici para politikası, yurt içi kredi hacminde güçlü bir büyüme durumu söz konusudur. Yetersiz yabancı para rezervleri, bankacılık sisteminin artan borçları, varlık fiyatlarının düşmesi, dünyada faiz oranlarının artması, dış ticaret açığının artması, uluslararası rezervlerin azalması ekonomilerin finansal kırılganlık düzeyinin artmasına neden olarak finansal krizlerin yaşanmasını tetiklemektedir (Caramazza ve Salgado, 2000: 24).

1.2.2. Finansman Açıkları ve Yapısal Ekonomik Sorunlar

Finansman yetersizliği sorunu, özellikle gelişmekte olan ülkeler için iktisadi kalkınmanın sağlanması hususunda karşılaşılan en temel sorunların başında gelmektedir. Kamu kesimi ve özel kesim tasarruf açığına bağlı olarak karşılaşılan cari açık, devamlı bir kırılganlık kaynağı olmak suretiyle kendini devam ettirir. Gelişmekte olan ülkelerin karşı karşıya kaldığı finansman açığı sorunu bu ülkelerin yurtdışından finansal kaynak sağlamaya zorunlu olarak yönelmesine neden olur. Ancak bu ülkelerin var olan temel yapısal ekonomik sorunları sebebiyle, düşük maliyetli ve uzun vadeli borç sağlamaları mümkün olmamaktadır. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler, finansal serbestleşmeye giderek, yüksek oynaklığa sahip, kısa vadeli, sağlıksız bir finansman yapısıyla, finansman ihtiyaçlarını karşılamaktadırlar. Böylelikle bir yanda sağlıksız bir yapıya neden olan küresel kısa vadeli sermaye nitelikli borç verenler öte yanda ise; gelişmekte olan ülkelerdeki, kamu ve özel sektörün sağlıklı olmayan borçlanma yapısı, temel yapısal ekonomik sorunlar ile iktisadi politika hataları birleştiğinde finansal krizin tetiğine basılmış olmaktadır (Levent, 2010: 9-10).

1.2.3. Sağlıksız Finansal Serbestleşme ve Sermaye Akımları

Gelişmekte olan ülkelerin, gelişmiş ülkelerin uluslararası düzeydeki finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekebilmek amacıyla, finans sistemi üzerinde var olan denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı veya azalttığı yeniden düzenleme uygulamalarıyla, ekonomilerin uluslararası düzeyde sermaye akımlarına açılma süreci “finansal serbestleşme” olarak ifade edilmektedir.

Finansal piyasaların, müdahalelerden uzak olarak çalışmasına imkân sağlayan serbestleşme uygulamaları ile ciddi riskler doğmuştur. Zorunlu rezervlerin azaltılması, faiz kontrollerinin kaldırılması, yerli ve yabancı bankaların piyasaya girişinin kolaylaştırılması, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, yerli paranın konvertibilitesinin sağlanması vb. iç ve dış finansal serbestleşme uygulamaları bankacılık sisteminin döviz kuru, faiz, ödeyebilirlik ve likidite risklerinin önemli düzeyde artışına neden olmaktadır (Turgut, 2007: 39).

Yerel ve yabancı devlet düzenlemelerinin elimine edilmesiyle, finansal serbestleşmenin finansal piyasaların etkinliğini artırdığı, yatırımlar için borç verilebilir fon miktarını arttırdığı varsayılır. Örneğin, faiz oranı tavanının kaldırılmasıyla bankalar mevduatları daha kolay çekebilir ve bu doğrultuda borç vermek için daha istekli davranırlar. Bu açıdan bakıldığında zaman, finansal istikrarın finansal serbestleşmeyle artması gerektiği kanısına varılır (Weller, 1999: 2-3).

Finansal serbestleşme, ünlü ekonomist (1992) Minsky'nin "Finansal Kararsızlık Hipotezi" baz alınarak eleştirilmeye başlanmıştır. Finansal serbestleşmenin sonrasında gözlenen ekonomik gelişmeler genel olarak aşırı iyi niyetli beklentiler olmaktadır ancak uzun vadede sürdürülebilir olmamaktadır. Finansal serbestleşmeyle gelen ilave likidite, en verimli kullanım alanlarına gitmeyip, spekülatif projelere harcanabilmekte; böylelikle bir taraftan kısa vadede kazanç sağlanırken, diğer taraftan yerel ve yabancı bankacılık sektörü açısından istikrarsız bir ortam oluşturmaktadır (Weller, 1999: 3).

Finansal serbestleşme, gelişmekte olan ülkelerin finansman ihtiyacını karşılamakla birlikte gelişmekte olan bu ülkelerdeki temel yapısal sorunlar,

uluslararası sermaye hareketlerinin kısa süreli, yüksek volatiliteye sahip ve sağlıklı finansman olanağı sunması gerçeği ile birleşince finansal krizlerin yaşanmasına neden olmaktadır (Levent, 2010: 10).

Mishkin de ülke ekonomilerinde finansal istikrarsızlığa neden olan finans sektöründe gözlemlenen oynaklık, sermaye hareketlerinin güçlü rolleri ve ülke ekonomilerinde var olan yapısal sorunların, finansal istikrarsızlığın yaşanmasında ve giderek derinleşmesinde önemli etkenler olduğunu ileri sürmüştür. (Mishkin, 1998: 18).

1.2.4. Kamu ve Özel Sektörde Sağlıksız Borçlanma ve Yatırım

Daha önce yer alan başlıklarda tartışıldığı gibi özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerinde, hem kamu açığı hem de özel kesim finansman açığı süreklilik arz etmektedir. Bu durumda bir yanda finansman koşullarının yüksek maliyetli, kısa vadeli ve oynaklık arz eden sağlıklı yapısı, diğer yanda ise bu koşullar altında borçlanan gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki kamu ve özel kesim kuruluşlarının bu finansal sermaye ile vade yapısı uyumsuz, getirisi düşük, verimsiz ve aynı zamanda da ülkenin yapısal ve iktisat politikaları ile uyumsuz, küresel rekabet şartlarından uzak yatırımları, büyük ölçekli sağlıklı olmayan finansmanla birleşip, sağlıklı yatırım girdabına dönüştüğü zaman finansal istikrarsızlık ve finansal krizlerin yaşanması kaçınılmaz hale gelmektedir. Bu süreçte taraflar arasında, asimetrik bilgi, ahlaki risk ve ters seçim problemleri ve eksik risk değerlemelerinin yaşanması finansal istikrarsızlıkları, yatırımlardaki büyük zararları ve finansal krizlerin yaşanma riskini artırmaktadır (Dalyancı, 2010: 11).

1.2.5. Başarısız İktisat Politikaları (Kur-Para-Maliye)

İktisadi sistemin işleyişinde hem kamu kurumlarının hem de özel sektörün önemli rolü vardır. İktisat politikalarının, ekonomik dinamiklere uygun olarak tasarlanmasının ve iktisadi oyuncu beklentilerinin sağlıklı şekillendirilmesinin, para politikası ve iktisat politikalarının; güvenilirliği, başarısı, etkinliği ve kredibilitesi açısından oldukça önemli bir yeri vardır (Dalyancı, 2010: 11).

Bir ÷lkede izlenmekte olan yanlış veya altyapısı iyi oluşturulamamış makroekonomik politikalar, finansal krizlerin yaşanmasında önemli etkenlerden birini oluşturmaktadır. Genişletici maliye ve para politikalarında, h÷k÷met talebi canlandırarak ve para arzını arttıracak yöntemler izlemektedir. Genişletici politikada, aşırı borçlanan ÷lke borçlarını ödeyebilmek amacıyla yeniden borçlanmak zorunda kalmaktadır ve borç yükü yükselerek devam etmektedir. Borç, faiz yükü süreç sonunda ezici şekilde arttığından dolayı bütçe giderleri karşılanamayacak düzeye gelmektedir (Palley 2009: 1-2).

÷lkeler cari işlemler dengesinde oluşan açıkları genellikle, borçlanma ya da uluslararası rezerv artışı ile finanse etmeye çalışmaktadırlar. Bu durum da kriz yaşanma riskini artırmaktadır. Aşırı genişletici maliye ve para politikaları ile kredi hacmi artırılır, aşırı borçlanmaya gidilir ve gayrimenkul yatırımlarında da spekülative artışların oluştuğı gözlemlenir. Genişletici politikalarının neticesinde artan enflasyonu kontrol altına alabilmek, dış dengeyi sağlayabilmek ve varlık fiyatlarının düzeltilmesi amacı ile sıkı para ve maliye politikaları uygulamaları ise alınan borçların yeterince etkin ve verimli bir biçimde kullanılamamasına, ekonomik faaliyetlerde yavaşlamaya ve borcun geri ödenmesi noktasında zorluklar yaşanmasına neden olmaktadır (Karaş, 2016: 10).

Özellikle günümüzde iktisadi ve finansal krizlerin yaşanmaması ve sona erdirilmesinde kilit role sahip olan, döviz kuru, para ve maliye politikalarının etkin tasarımı aynı zamanda; uygulayıcı otorite ve kurumların kredibilitesi açısından ve yatırımcı güveni açısından da büyük önem arz etmektedir. Gelişmekte olan ÷lke ekonomilerinde yaşanan temel yapısal sorunlar, cari işlemler açığı, kamu kesimi bütçe açığı, özel kesim finansman açığı şartları altında uygulanmakta olan iktisat politikaları sürdürülemez bir düzen arz etmektedir. Bu koşullar, finansal istikrarsızlık ve krizlerin en önemli tetikleyicilerindendir. Bu nedenle, temel iktisadi politikalar ne kadar etkin tasarlanıp, başarılı bir şekilde uygulanır ise; uygulayıcı kurumlar ne kadar şeffaf, güvenilir ve nitelikli olursa, ekonomik sistem de o kadar başarılı ve güçlü hale gelmektedir.

1.2.6. Spekülatif ve Manipülatif Ataklar

İktisadi birimler, iktisadi faaliyetler içerisinde kazanç fırsatlarını değerlendirmek amacıyla çabalamaktadırlar. Ne var ki bazen bireysel çıkarlar uğruna yapılan hileli ve riskli işlemler, makroekonomik bazda büyük krizlerin yaşanmasına yol açabilmektedir. Gelişmekte olan ÷lkelerin var olan kırılgan finansal sistemlerinin, faiz ve kur politikalarının, iktisat politikalarının üzerine bir de küresel oyuncuların yıkıcı ve büyük ölçekli spekülatif ve manipülatif ataklarda bulunması, yalnızca bu ÷lkelerin kriz yaşamasına neden olmakla kalmayarak, aynı zamanda küresel bulaşma/yayılma etkisiyle de küresel bir krizin yaşanmasına yol açabilecektir. Bu nedenle, iktisadi birimlerin yıkıcı manipülasyon ve spekülasyonlardan uzak durmaları uzun vadede hem kendi çıkarları hem de genel ekonomi için çok daha kazançlı olacaktır. Aksi durumda kısa vadede yapılacak hileli ve yıkıcı kazançlar, uzun dönemde büyük kayıp ve zararlar doğurabilecek finansal krizlerin tohumları olabilmektedir (Dalyancı, 2010: 12-13).

1.2.7. Finansal İstikrarsızlık ve Finansal Balonlar

Finansal piyasalarda balon; spekülatif hareketlerin neticesinde varlık fiyatlarının öngörülemeyecek hızda artışı olarak tanımlanır. Balonlar varlığın fiyatının bu varlığın sağlayabileceği nakit akımlarının beklenen değerleri baz alınmaksızın temel değerini aşması ile ortaya çıkmaktadır (Phillips ve Yu, 2011: 456).

Fiyat balonlarına; söylenti, bilginin yanlış şekilde ağırlıklandırılıyor oluşu, aşırı güven, irrasyonel yatırımcılar, sürü davranışı, yatırımcı duyarlılığı, aşırı reaksiyon ve geri besleme davranışları gibi duygusal, psikolojik faktörler sebep olmaktadır. Fiyat balonlarını, para piyasaları hariç, finansal varlıkların tümünde görmek mümkündür. Lale soğanı, Güney Denizi Balonu, Missisipi, 1929 Buhranı, Güney denizi, Japonya gayrimenkul balonu, internet balonu ile küresel Mortgage krizi spekülatif fiyat balonlarına örnektir (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 236).

Finansal istikrar tüm iktisadi birimlerin, kararları ve gelecek planları açısından son derece önemlidir. Fakat ekonomik sistemde ortaya çıkan istikrarsızlık, beklentileri olumsuz yönde etkileyerek uzun vadeli, katma değeri yüksek reel yatırımlar yerine;

kısa vadeli spekülâtif yatırımlara yönelimlere sebep olarak, ekonomide yapay fiyat balonlarının oluşumuna yol açacak ve finansal krizlerin ana sebebi olabilecektir. Bu sebeple, hem siyasi ve iktisadi istikrar hem de ülke ekonomisini reel olarak büyütecek katma değeri yüksek yatırımlar, spekülâtif ve yapay finansal fiyat balonlarından sağlanacak kazançlardan çok daha üstün, sürdürülebilir ve ekonomiye ivme kazandırıcı nitelikte önemlidir.

2007-2008’de ortaya çıkıp tüm dünyayı etkileyen küresel finansal krizin kaynağı, 2007 Ağustosta ABD’de ortaya çıkan Mortgage Krizidir. Denetim eksiklikleri, piyasa yapısı ve bu süreç içinde izlenen yanlış politikalar gibi birçok faktör sonuç olarak öngörülemeyecek pek çok olumsuzlukların dünya düzeyinde yaşanmasına neden olmuştur (Tong ve Wei, 2008: 2).

1.2.8. Faiz Oranlarındaki İstikrarsızlık

Bilhassa gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerde dışsal faktörlerin belirleyiciliği hareket noktası olmaktadır. Bu perspektifte sanayileşmiş ülkelerde meydana gelen önemli ekonomik gelişmeler (döviz kurlarında, dış ticaret hadlerinde, faiz oranlarında büyük ölçekte değişimler), yatırımların küreselleşmesi ve sermaye piyasalarında artan entegrasyon gibi faktörlerin etkisiyle gelişmekte olan ülke ekonomilerinde krizleri tetiklediği kabul görmektedir (Yay, 2001: 1241). Sanayileşmiş ülke ekonomileri faiz oranlarının düşmesi neticesinde sermaye akımları gelişmekte olan ekonomilerine doğru kayarken, faiz oranlarının aniden artması, bu ekonomilerdeki firmaların bankaların maliyetlerini yükseltmek suretiyle dış finansman akımları sınırlanabilmektedir. Bununla beraber, kimi çalışmalarda ise, finansal piyasalar arasında artış gösteren entegrasyon nedeni ile uzun vadede makroekonomik göstergelerde gözlemlenen aşırı dalgalanmaların (volatility) azalmış olduğu ortaya konmaktadır.

Sistemin var olan kendine has iç dinamikleri finansal istikrarsızlık ve finansal kırılganlık sürecini hazırlar iken, yanlış maliye-para politikaları ise dışsal gelişmeler ya da şoklar olarak kırılgan yapının tesirini daha da erken göstermesne sebep olmaktadır. Örneğin faiz oranlarını etkileyecek olan bir maliye-para politikası uygulaması yatırımın kırılganlık düzeyini arttırabilir. Para politikası, faiz oranlarında

arttırıcı yönde etkiye neden olursa yatırımın kırılabilirliği iki şekilde artabilir. İlkinde, faiz oranlarında yaşanan artış ile yatırımdan elde edilmesi beklenen nakit akışlarının şimdiki değeri azalmaktadır. İkinci etki ise şöyle gözlemlenir; şayet borçlanırken değişken faiz üzerinden anlaşma yapılmış ise, bu durumda firmanın ödeyeceği borç miktarının artması sebebi ile firmanın kırılabilirliğinin artışına neden olmaktadır (Kregel, 1998: 3).

Finansal liberalizasyon süreciyle, gelişmekte olan ülke ekonomilerine yabancı sermaye girişleri yüksek reel faiz oranından teşvik edilmiştir. Sermaye girişleri, ulusal paraları dolara sabitlemek suretiyle sabit döviz kur sistemini uygulayan devlet politikaları ile de desteklenmiştir. Özetle şöyle söyleyebiliriz ki finansal liberalizasyona bağlı olarak gelişmekte olan ülke ekonomilerinde ortaya çıkan yüksek reel faiz oranları finansal sektörde likidite krizlerinin yaşanmasının en önemli nedenlerindendir (Mishkin, 1999a:10). Kısa vadeli sermaye akımları yüksek faiz oranları sunulmak suretiyle cazip hale getirilmektedir (Akyüz, 1995: 14). Bu da krizin patlak verme riskini artırmaktadır.

1.2.9. Ekonomik Belirsizlikte Artış

Rasyonel bir yatırımcı, ekonomide artan belirsizliğin etkisi ile yatırım yapmaktan vazgeçecektir. Çünkü rasyonel olan bir yatırımcı riskten ve belirsizlikten maksimum derecede kaçacaktır. Ekonomik belirsizlikteki artış yatırımcı psikolojisinde ve yatırımcı davranışlarında olumsuzluklara neden olup bu durum genel ekonomiye yayılınca kriz yaşanma riski artacaktır.

İktisadi birimler kararlarını planlarken karar-zaman ufkunun belirli olmasını isterler. Belirsizlik yatırımcı kararlarının etkinliğini ve vade yapısını olumsuz yönde etkiler. Yatırımcı psikolojisi ve beklentileri, yatırım miktarını ve etkinliğini belirleyecektir. Bu nedenle yatırımcı beklentisinde ve psikolojisinde ortaya çıkabilecek bozulmalar, ekonominin geneline sürü psikolojisinin etkisi ile yayıldığında finansal sistem ve ekonominin genelinde krizlerin yaşanmasına neden olabilecektir (Dalyancı, 2010: 14).

Karlılık süreçleri ile iktisadi faaliyetlerde risk ve belirsizliğin rolü oldukça önemlidir. Risk, ölçümlenebilirken, belirsizlik faktörü ölçümlenememektedir (Knight, 1921: 98).

Finansal liberalizasyon ile uluslararası fonlar daha yüksek getiri sağlayabilecekleri ülkelere kolaylıkla giriş çıkış yapabildiklerinden uluslararası sermaye hareketleri hacminde önemli artışlar gözlemlenmiştir. 1990'lı yıllarda, ülkeler arasındaki finansal entegrasyon en yüksek düzeylere ulaşmıştır. 1990'lı yıllarla beraber ivme kazanarak finans ve ekonomi yazınında önemli bir yer kazanan "finansal kriz" sürecinin başlangıç belirtilerini görmemiz gerekmektedir. Bu belirtiler aşağıdaki başlıklarda toplanır (Mishkin, 2001: 3);

- 1) Belirsizliklerdeki artış
- 2) Faiz oranlarındaki artış,
- 3) Menkul kıymetler borsasının çöküşü,
- 4) Bankacılık sektöründeki sorunlardır.

Keynes'e göre belirsizlik ortamında iktisadi birimlerin geleceğe ilişkin kararları rasyonellikten uzaktır. Belirsizlik ortamında alınan kararlar; içgüdü, alışkanlık, istek ve tercihlere göre alındığından rasyonellikten uzaktır (Burczak, 2001: 61). Keynes belirsizlik noktasında özellikle devletin üstlendiği rolünün önemini vurgulamaktadır. Gerek üretim gerek istihdam düzeyinde kilit rol üstlenen yatırımların belirsizlik ortamında, beklentilerle yönlendiriliyor oluşundan dolayı Keynes yatırımların organizasyonunda devletin daha büyük sorumluluklar alması gerektiğini vurgulamaktadır (Keynes, 1964: 98).

1.3. Finansal Kriz Türleri

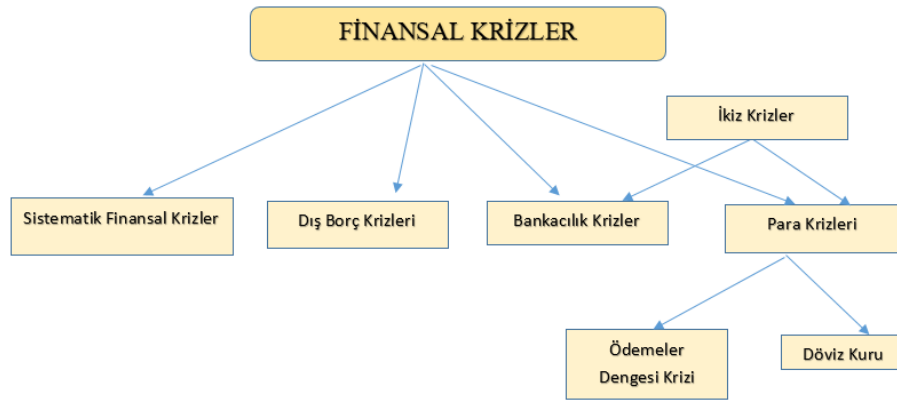
Neden olduğu tahribat ve yıkım boyutları açısından benzer sonuçlara sebep olsa bile her krizin başlangıcında kendine veya çıktığı ülkeye göre değişen çeşitli dinamikleri vardır. Bu açıdan her finansal krizin aynı şekilde ele alınması, finansal krizin engellenmesi veya tahribata uğrayan sistemin yeniden restore edilme süreci için de rasyonel bir yaklaşım değildir. Bu yaklaşımın sonucu olarak 1998'de Uluslararası Para Fonu (IMF) finansal krizleri farklı alt başlıklarda analiz etmek amacıyla finansal

sistemin değişkenleri ve temel unsurlarına göre finansal krizleri dört ana gruba ayırmıştır (IMF, 1998: 74).

Uluslararası Para Fonu (IMF) finansal krizleri aşağıdaki gibi dört ana grupta incelenmektedir.

- * Para/Döviz Krizi (Currency Crisis),
- * Sistemik Finansal Krizler (Systemic Financial Crisis),
- * Bankacılık Krizi (Banking Crisis)
- * Dış Borç Krizi (Foreign Debt Crisis)

Yukarıda yer alan 4 temel kriz türlerinin birbiriyle etkileşimi sonucu meydana geldiğinden dolayı, ikiz krizler finans yazınında tekil bir kriz türü şeklinde incelenmemektedir (Yücel ve Kalyoncu, 2010: 55). 1970'lerden 2000'lere uzanan dönem üzerinde gerçekleşen çalışmalar neticesinde; para (döviz) ve bankacılık krizlerinin ikisi birlikte gerçekleşmiş olduğu gözlemlenmiştir. Bu tür krizler finans yazınında ikiz kriz (twin crises) olarak adlandırılmıştır (Kaminsky ve Reinhart, 1999: 475).



şekil 1.1. Finansal Krizler

Kaynak: Yücel ve Kalyoncu, 2010: 55

1.3.1.Para (Döviz) Krizleri

Finansal kriz kavramının önemi 20. yüzyılın sonlarında ön plana çıkmıştır ve günümüzde önemini hala korumakta olan bir alandır. Eski tarihçiler daha sık olarak bankacılık veya hükümetlerin borçlarını ödeyememesinin neden olduğu borç krizlerini kaydetmektedir. Finansal krizlerin mühim unsurlarından biri olan para krizlerine 1990 yılların sonuna kadar çok sık rastlanmamıştır. Bunun nedeni dünya savaşlarından öncesinde paranın bağlı olduğu bir altın standardının var olması ve savaşların sonrasında standardın değiştirilerek; dolaylı şekilde bir altın standardına çevrilmesi sebebiyle paranın mobilitesinin kısıtlanmış olmasıdır. 1970’de Bretton Woods sistemin kırılmasıyla beraber bir belirsizlik durumu var olmuştur. Bu belirsizlik durumu adını, 1999’da Frankel’in koyduğu (impossible trinity) mümkün olmayan üçlüden almıştır. Bunlar; finansal piyasaların entegrasyonu, para bağımsızlığı, döviz kuru istikrarıdır (Dabrowski, 2002: 7). Yeni rejime geçişte en önemli nedenlerden biri de makroekonomik politikalarda bağımsızlık sağlanacağı umudu olmuştur. Hâlbuki bu yeni rejim ülkeleri makroekonomik açıdan birbirine bağımlı hale getirmiştir. Aynı zamanda yeni sistemde ülkeler dış şoklara karşı daha kırılğan hale gelmiştir. Bu tür şoklar, reel ticaret hadlerini değiştirmiş, nominal döviz kurlarında dalgalanmalara sebep olmuş ve rekabet dengelerini etkilemiştir. Tüm bu gelişmeler döviz kuruna pazar payı kapma aracı olması fonksiyonunu yüklemiş olup bir rekabet ve tehdit aracı haline gelmesine sebep olmuştur (Karabulut, 2002: 84).

Finans yazınında para krizi (currency crisis) döviz krizi şeklinde de ifade edilmektedir. Sermaye hareketlerinde keskin bir değişme ve döviz kurunda yaşanan ani bir hareket sonucunda meydana gelmektedir (Yay vd., 2001: 20). Özellikle sabit döviz kuru sistemi işleyişinde piyasa katılımcılarının taleplerinin aniden, ulusal parayla şekillendirilmiş aktiflerden yabancı fonlu aktiflere kayması sonucunda, Merkez Bankasının döviz rezervlerinin tükenmesiyle ortaya çıkan krizlerdir.

Bir ülke parası üzerindeki spekülasyonlar bir devalüasyonla ya da şiddetli bir değer kaybı ile sonuçlanırsa veya Merkez Bankası yüksek miktarlarda rezerv satmak ya da faiz oranlarını ciddi oranlarda yükselterek parayı korumaya zorlanırsa para (döviz) krizleri ortaya çıkmaktadır (Delice, 2003: 59). Para (döviz) krizi, bir ülke

parasına duyulan güvenin kaybolmasıyla birlikte spekülâtif fonların, sıcak paranın ülkeyi terk etmeye başlaması ile Merkez Bankasının tüm çabalarına rağmen mevcut kurun devam ettirilemeyerek ulusal paranın devalüe edilmesi ya da tümünden dalgalanmaya bırakılması şeklinde de tanımlanmaktadır (Seyidoğlu, 1999: 583). Döviz krizleri genellikle sabit kur politikasına dayalı dezenflasyon programları sonucunda ortaya çıkmakta olup yerli paranın değer kazanması neticesinde, cari işlemler dengesindeki açığın giderek büyüdüğü görülmektedir. Bunlara rağmen hala sabit kurdan çıkamayan ülkeler neticede ister istemez krize sürüklenmektedir (Eren ve Süslü, 2001: 664).

Sabit kur sistemi uygulayan ülkelerde yaşanan para krizleri ödemeler dengesi krizi diye isimlendirilerek, dikkat döviz rezervindeki azalmaya çekilirken, esnek kur sistemini uygulayan ülkelerde yaşanan krizlere döviz kuru krizi denilerek, dikkat döviz rezervlerindeki azalmalar yerine kur değişmelerine çekilmektedir (Kibritçioğlu, 2001: 175).

Para (döviz) krizleri bir paranın, diğer yabancı paralara karşı takas değerleri üzerinde yapılan spekülâtif saldırılar olarak ifade edilebilmektedir. Bu tür bir saldırı; ciddi bir değer kaybıyla ya da ilgili otoritelerin döviz rezervlerini satmasıyla ya da iç faiz oranlarını yukarı yönlü revize edilerek ülke para biriminin savunmaya zorlanmasıyla sonuçlanır. Sabit döviz kuru rejimi uygulamakta olan bir ekonomi için (döviz) para krizi genel olarak yaygın döviz kuru rejiminden vazgeçebilmesi için baskı altında olan ekonominin durumunu işaret etmektedir. Eğer spekülâtif saldırılar başarılı olursa; para birimi çok ciddi değer kaybına uğrayacaktır (Glick ve Hutchison, 2011: 2).

Para krizlerinde, yerli para yabancı para birimi karşısında ciddi bir değer kaybı yaşamaktadır. Bu durum tüm ekonomik sistem üzerinde bir anda olumsuz etkilerin doğmasına sebep olur. Bu etki ile birlikte ilk başta reel sektör ve dahi ülke ekonomisindeki bütün sektörler domino etkisinin altında kalarak yıkıcı nitelikteki etkilere maruz kalmaktadır (Yılmaz, 2013: 9).

Para krizlerinin belirleyicileri beş grupta incelenmektedir. Bunlar; finansal alt yapı yetersizliği, hatalı iktisat politikaları, zayıf makroekonomik göstergeler, asimetrik

bilgi ve ahlaki tehlike, uluslararası kuruluşların ve piyasadaki kreditorlerin hatalı öngörüleridir (Kibritçioğlu, 2001: 2-3).

Genel olarak reel işlemler için kullanılmayan ve ekonomik sisteme kalıcı yatırımlar olarak girmeyen büyük miktarda sıcak paranın olduğu ekonomilerde makroekonomik şoklarla karşılaşmak artık alışılacelmış bir durumdur. Söz konusu ülkelerde parasal şokların yaşanmaması için, siyasal ve finansal istikrarın eş anlı olarak temini en bilinen önlemdir (Yılmaz, 2013: 9-10).

1.3.2. Sistemik Finansal Krizler (Systemic Financial Crisis)

Sistematik finansal krizler, finansal piyasalarda ortaya çıkan ve finans sisteminin etkin işleyişini engellerken, reel piyasa işleyişini de olumsuz yönde etkileyen sürdürülemez şoklar şeklinde tanımlanmaktadır (Marshall, 1998: 13). Sistematik finansal krizlere genellikle politik, ekonomik ve sosyal yaşam yapısında meydana gelen değişkenlikler neden olmaktadır (Fernandez ve Schumacher, 1997: 25).

Finansal krizler birkaç aşamada ortaya çıkmaktadır (Mishkin, 1996: 60). İlk aşama finansal ve finansal olmayan bilançoların bozulmasıdır. Bunu ikinci aşama olarak bir para krizi takip etmektedir. Üçüncü aşamada ise para krizinin bir neticesi olarak finansal ve finansal olmayan bilançolarda daha da ileri boyutta bozulmalar yaşanmasıdır. Bu aşama ise ekonomilerin yıkıcı neticeleri olan tam bir finansal krizin yaşanması aşaması olacaktır (Mishkin, 2001: 7).

Genel olarak gelişen piyasa ekonomilerinde spekülatif bir atak başlayıp paranın değerinde bir düşüş yaşandığında borç piyasalarının kurumsal yapısıyla ulusal paranın devalüasyonu arasında bir etkileşim var olmakta ve ekonomi sistematik şekilde finansal krize sürüklenmektedir (Başyigit, 2010: 19).

Bireysel finansal kuruluşların aksine bütün sisteme tesir eden finansal krizler genellikle makroekonomik dengesizliklerden doğmaktadır. Makroekonomik dengesizlikler sistematik krizleri başlatabilmekle beraber, sistematik krizlerin derinleşmesi ve tekrarlanması düzenleyici unsurların olmamasından etkilenmektedir. Bu unsurlar rijitlikler, asimetrliler, kısmi rezerv bankacılığının dışsallıkları, yeterli olmayan muhasebe ve denetleme standartları, problemli bankalara zamanında

müdahale edilmemesi ve ihtiyatlı düzenlemelerin uygulanmasındaki yetersizliklerdir (Garcia, 1997: 97).

Sistemik finansal krizlerde muhakkak bir yayılma süreci yer almaktadır. Bir ülke kurum ya da firmadaki sorunlar diğer bir ülkedeki kurum veya firmalarda çözümsüzlüğe neden olabilmektedir. Tıpkı Asya krizinde olduğu gibi. Şirket iflasları başlangıçta Kore ve Tayland' da yaşanırken bu durum kısa zaman içinde bölge ülkelerinin finansal piyasalarına da yayılmıştır (Özer, 1999: 35). Sistemik kriz dönemlerinde ülkede üretim düzeyi düşmekte, milli gelir azalmakta, ekonomik kayıplar ve istikrarsızlık büyümekte neticede ülke ekonomik etkinlikten uzaklaşmaktadır (Turgut, 2007: 38-39).

Finansal piyasalarda meydana gelen bir likidite krizi ile firmaların ihtiyaç duyduğu finansmanın karşılanamadığı durumlarda reel sektör de bundan ciddi anlamda etkilenerek üretim ve istihdam sorunları ile karşı karşıya kalınabilir. Herhangi bir kurum, sektör veya ülkede başlayan bir kriz yayılma etkisi ile diğer ülkeleri, firmaları ve sektörleri de içine çekebilmektedir. Asya krizi örneğinde yaşandığı gibi Taylan ve Kore' de oluşan firma iflasları kısa zamanda bölge ülkelerinde de gözlemlenmiştir. Yatırımcılar olumsuz beklentiler içine girdiklerinden dolayı fon arz etme düşüncesinden vazgeçerek vermiş oldukları borçlarını geri çağırmaya başlamaktadırlar. Aslında bu durum borç temin eden firmaların güvenilirliklerinden kaynaklı olmayıp, yatırımcıların geleceğe yönelik karamsarlıklarından kaynaklanmaktadır. Sistemik krizlerin başlangıç noktalarında kesin olaylar bulunmamaktadır. Asya krizi örneğinde yatırımcılar belli yapısal sorunları bildikleri halde sermayelerini bu ülkelere yönlendirmeye devam etmişlerdir, ancak sermayenin ani ters hareketliliği krizi derinleştiren temel unsur olmuştur.

1.3.3. Dış Borç Krizleri (Foreign Debt Crisis)

Dış borç krizleri finans yazınında ülkelerin dış borç yükümlülüklerini sağlayamaması, dış borçların ülke ekonomisinde önemli bir sorun haline gelmesi olarak yer almaktadır. Başka bir ifadeyle dış borç krizi, bir ülkenin borçlarının anapara ve faiz yükümlülüklerini ödeyemeyeceğini veya ödemeyeceğini ilan etmesiyle gerçekleşen bir finansal kriz türüdür.

Genel olarak dış borç krizleri, hükümetlerin dış borçlarının çevrilememesi ve yeni dış borç bulma hususunda sıkıntı yaşamaları nedeniyle dış borçların yeni ödeme planlarına bağlanması ya da yükümlülüklerin ertelenmesi olarak ortaya çıkmaktadır. Borçlanan tarafın borçlarını ödeyememesi ya da borç verenlerin, tahsil etme olasılıklarının düşmesini düşünmesi ile yeni borç vermeyerek mevcut borçları de geri almaya çalıştıkları zaman dış borç krizleri ortaya çıkar. Bu krizler özel kesim veya kamu kesimi borçlarından kaynaklanabilir. Şayet kamu sektörünün yükümlülüklerinin yerine getiremeyeceği şeklinde risk algılamaları oluşursa bu durum özel sermaye girişinde şiddetli bir düşüşe ve neticede bir para krizine neden olabilmektedir (IMF, 2002: 4).

Dış borç krizleri, özellikle gelişmekte olan ülkeler için finansman sağlamak zor olduğundan bu ülkelerde dış borcun yeniden yapılandırılması veya borçların ertelenmesi şeklinde ortaya çıkarak ekonomik kalkınma ve büyüme sürecini olumsuz yönde etkilemektedir. Dış borç krizleri yalnızca gelişmekte olan ülkeler ile ilgili bir kavram değildir. Borçlarını düzenli olarak ödemekte olan bir ülkenin yükümlülüklerinin anapara ve faizini ödeyemeyeceği bir durum olarak da ifade edilir (Sachs, 1998: 244).

Dış borç krizlerinin dünya ekonomisi için oluşturduğu en büyük tehdit, bir ülkenin dış borç yükümlülüğünü ödeyememesiyle başlayacak olan domino etkisidir. Küreselleşmenin etkisiyle uluslararası ödemeler sistemi birbirine çok daha bağlı bir hale gelmiştir. Önceden de belirtildiği üzere, yayılma etkisi ile bir ülkedeki sistematik bozulma, kısa süre içinde diğer ülkelerin de olumsuz yönde etkilenmesine yol açmaktadır. Ülkelerdeki kamu ve özel sektörün kendi iç borçlanma kanalları yeterli olmadığında, diğer ülkelere ihtiyaçları olan fonu borç olarak tahsil etme yönelimi mevcuttur. Tahsil edilen borçların geri ödenmesi bir takvime bağlanmaktadır. Bunun gibi, borç veren ülke de kamu-özel kesim fon ihtiyacını iç borçlanma yolları ile finanse edemeyip, dış borç sağlamak suretiyle finanse etmiş olabilir. Dolayısıyla dış borç ödemeler sisteminin etkin bir şekilde devamlılığı alınan borçların zamanında ödenmesine bağlı olduğu açıktır. Sebepleri her ne olursa olsun, dış borç krizlerinde yayılma etkisinin varlığı, diğer kriz türlerine nazaran çok daha fazla olan krizlerdir (Yılmaz, 2013: 18-19).

1970’li yıllarda petrol fiyatlarındaki beklenmedik artışlar neticesinde, ülkeler petrol faturalarını ödeyemeyecek duruma gelmiştir. Bu durum Latin Amerika ülkelerinin dış borç krizi yaşamasına neden olmuştur. Küresel liberal ekonomik yapı nedeniyle, ülke ekonomilerine borç ödeme yetisini kaybettiren şoklar, ülkelerde dış kaynaklı borç krizlerinin yaşanmasına sebep olmaktadır. Ülkeye özgü borç krizinin temel bir nedeni de ülkeye has sürdürülemez yapısal iktisadi sorunlar ile ülke ekonomisinin krize sürüklenmesidir. Asya Krizi’nde gözlemlendiği gibi kamu veya özel sektörün riskli ve yanlış borçlanma yapısı temin edilen finansal kaynakların etkin ve verimli şekilde yüksek getiriye sahip verimli yatırımlara kanallize edilememesine bağlı dış borç krizleri şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Yaşanan borç krizleri ülke ekonomisinin uluslararası kredibilitesini yitirmesine, borçlanma imkânlarının daralmasına, risk primleri ve borçlanma maliyetlerinin yükselmesine neden olarak ülke ekonomisi üzerinde çok ciddi olumsuz etkileri söz konusu olmaktadır (Dalyancı, 2010: 41).

Para veya bankacılık krizlerinden birisini ya da her ikisini birlikte yaşayan bir ülkede dış borçların geri ödenmesi noktasında likidite sorunu yaşanabilir. Fakat dış borç krizlerini bankacılık ve para krizlerinden ayıran başlıca farklar vardır. Dış borç krizlerinin belirli bir döneme ait olması, süreklilik arz etmemesi, en ayırt edici unsur olmaktadır. Ülke dış borçlarının miktar ya da vade bakımından ödenemeyeceğinin beyan edilmesi, dış borç krizinin başlangıç noktası olarak kabul görmektedir. Bankacılık ve para krizleri kendi coğrafyalarında meydana gelerek tüm dünya ekonomisine domino etkisi ile sirayet edebilirken, dış borç krizinin etkileri borçlu-alacaklı ülkeler üzerinde görülmektedir (Çalışkan, 2003: 226).

1.3.4. Bankacılık Krizleri (Banking Crisis)

Bankacılık krizleri genellikle banka bilançolarının kötüleşmesi ve bilançoların aktif yapılarındaki bozulmalardan kaynaklanmaktadır. Daha açık bir ifadeyle, geri dönmeyen kredilerdeki artış menkul değer piyasalarında oluşan dalgalanmalar reel sektörün küçülmesi sebepleriyle bankaların aktif yapıların bozulmasıdır (Gedikli, 2009: 43).

Bankalar ekonomik sistemin devamlılığı bakımından kritik önem arz eden tasarruf sahiplerine ise tasarruflarının güvende olabileceği ortam sağlayan bunun yanı sıra mevduatları kredi talebi olanlara ulaştıran mekanizmaya sahip kurumlardır. Gerek gelişmiş gerek gelişmekte olan birçok ülkenin ekonomik ve finansal sistemleri bankalar üzerinden gerçekleştirilen işlemlerle sürdürülebilirliğini korumaktadır. Bundan dolayı bankacılık sistemi ülke ekonomileri için çok önemli bir unsur olmaktadır. Bankacılık sektörünün, günümüz küresel dünya düzeni gereği her zamankinden daha dikkatli izlenmesini gerekli kılmaktadır. Çünkü birbiriyle hızlı ve sık suretle etkileşen ekonomilerin birisinde ortaya çıkabilecek bir bankacılık krizi diğer birinde yapısal sorunlara hatta belki de krizlere sebep olabilecektir. Bu duruma küresel 2008 finansal kriz iyi bir örnek teşkil etmektedir (Yılmaz, 2003: 15).

Diğer tanımlarda bankacılık krizlerine bakıldığında, mevduat bankalarının piyasa araçları üstündeki yenileme kabiliyetlerini kaybetmeleri veya ani fon çekilişleri nedenleriyle likitide sıkıntısı ve geri ödemelerde güçlüğüne düşmeleri şeklinde tanımlanmaktadır (Varlık, 2002: 163).

Bankaların bir finansal aracı olarak temel işlevleri şöyledir (Coşkun, 2001: 46),

- Kısa vadeli likit tasarrufların likit olmayan yükümlülöklere çevrilmesiyle yatırımlara aracı olmak,
- Ekonomik birimler arasında ödeme işlemlerinde bulunmak,
- Tasarruf sahipleriyle fon ihtiyacı olanlar arasındaki fon transferini sağlamaktır.

Bankacılık sistemi bu temel işlevleri gerçekleştirirken karşı karşıya kaldığı kimi riskleri yönetememesi nedeniyle kriz yaşanmaktadır. Bankacılık krizleri IMF'ye (2002) göre banka iflaslarının potansiyel ya da aktif olarak bankadan kaçışların bankaların yükümlölüklerini yerine getirememelerine sebep olması veya hükümetlerin bunu önlemek için aracılık faaliyetleriyle büyük ölçeklerde finansal destek sağladıkları durumlarda oluşmaktadır. Ayrıca Caprio ve Klingebiel (1996), bankacılık krizlerini aşğıdaki durumların her birinin meydana gelmesi ile tanımlamaktadır;

- Bankacılık sistemi sermayesinin pratik olarak olması,

- Bankacılık sektöründe var olan sıkıntıların giderilmesi için maliyetin GSYİH'nın en az %3-%5'ine ulaşması,
- Geri dönmeyen kredi toplamının banka kredilerine oranının %15-%20'si civarına çıkması ya da bunu aşmasıdır.

Bunun yanı sıra bankacılık krizlerinin temel sebeplerinden biri de makroekonomik istikrarsızlıktır. Ülkenin iç piyasalarında oluşan olumsuz gelişmelerden öncelikli olarak reel sektör, hemen ardından bankacılık sektörü etkilenmektedir. Ülkenin kredi notları da bankacılık sistemi açısından bir risk teşkil etmektedir. Ükelere ait kredi notları ülkede faaliyet içinde olan bankaların dış piyasalardan uygun şartlarda kredi sağlaması açısından önemlidir. Göreceli olarak düşük kredi notu olan bir bankanın yabancı kredi bulabilmesi zorlaşır veya maliyeti yükselir. Bu durumda olan bir bankacılık sisteminin ise kriz tehdidi oldukça yüksektir (Yılmaz, 2013:17).

Bankacılık krizleri esas olarak banka bilançolarının bozulması ile kısa vadeli borç tutarlarının uzun vadeli alacaklarla finanse edilememesi neticesinde likidite sorunu ve iflasla sonuçlanması şeklinde gerçekleşir. Bu durum finansal ve reel piyasalarda durgunluğa, faizlerde ve döviz kurunda olağandışı dalgalanmalara ve borçların zamanında ödenememesine neden olur. Bu yönüyle bankacılık krizleri sistematik krizlerin tetikleyici unsuru olabilmektedir (Claessens, 2001: 2)

Bankacılık krizlerine sebep olan faktörlerden başlıcaları yüksek faiz oranları, döviz kurunda şiddetli dalgalanma, resesyonlar, rezervlerdeki azalışlar, kredilerin aşırı şişmesidir (Goldstein ve Turner, 1996: 8). Bankacılık krizleriyle birlikte firmaların ve bireylerin faaliyetleri kısıtlanmakta, tüketim ve yatırım harcamaları azalmakta olup, finansal piyasaların etkinliğinin bozulduğu görülmektedir. Bankaların kredibilitesinin azalmasıyla yurt dışı ani sermaye çıkışları gözlemlenmektedir. Bu durum banka başarısızlıklarına sebep olurken sermayesi yeterli olamayan bankaların ise iflaslarıyla sonuçlanmaktadır. Nihayetinde bankacılık sektöründe meydana gelen bir kriz bütün ekonomiyi olumsuz yönde etkilenmektedir (Kunt ve Detragiache, 1998: 81).

Reinhart ve Kaminsky'a göre hem para krizleri hem bankacılık krizleri ve doğal olarak da ikiz krizler aynı sebeplerden kaynaklanmaktadır. Ancak genel olarak

bankacılık krizlerinin para krizlerinden önce oluştuğu ve para krizlerinin bankacılık krizlerini beslemek suretiyle derinliğinin ve yıkıcı etkisinin arttırmasına neden olmaktadır (Kaminsky ve Reinhart, 1999: 474).

1.3.5. İkiz Krizler (Twin Crisis)

İkiz krizler bankacılık ve para krizlerinin aynı anda veya etkileşimli şekilde gerçekteşmesiyle tanımlanmaktadır. 1980'lerin sonu ve 1990'lar sabit döviz kuru rejiminin ve finansal sistemlerin çöküşüne sahne olmuştur. Finansal serbestleşmenin yoğun olarak yaşandığı bu dönemde gelişmekte olan ülkelerde ikiz krizler (Twin Crisis) döviz kuru ve bankacılık krizleri kaynaklı gerçekteşmiştir (Glick ve Hutchison, 1999: 1). 1990 yıllarında Latin Amerika ve bazı Güneydoğu Asya ülkelerinde meydana gelen krizler incelendiğinde bu tip krizlerin kapsamına girdiği görölmektedir. Bu ülkelerde yaşanan krizlerin ortak özellikleri gelişmekte olan ülkelerde meydana gelmesi finansal serbestleşme nedeniyle bankacılık ve para krizlerinin birini derinleştirerek komşu ülkelere de yayılmalarıdır (Marion, 1999: 19).

Son dönemlerde yaşanan krizlerin her biri sistematik açısından daha önceden yaşanan krizlerden farklı şekilde meydana gelmiştir. Daha önceki ülke krizleri misallerinden farklı olarak; 1994 Meksika, 1997 Asya, 1982 Arjantin ve 1995 Venezuela 1994 Krizleri'nde para ve bankacılık krizlerinin beraber yaşandığı görölmüştür. Yaşanılan bu farklı durum daha önce geliştirilmiş olan kriz modellerine uymadığından, yeni bir tanımlama çalışmasının yapılması gerekmiştir. Tarih boyunca yaşanan finansal krizlerde para krizi ve bankacılık krizi olarak isimlendirilen bu iki kriz türü ya birbirlerini tetiklemiştir ya da eş zamanlı yaşanmıştır. Bu iki kriz türü arasında bir ilişki olduğuna dair geliştirilen teoriler uzunca zamandır ortaya atılmakla beraber genel geçer ampirik bir çalışma 1999'a kadar yapılmamıştır. Kaminsky ve Reinhart tarafından 1999 yılında yayımlanan "The Twin Crisis: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems" eserleri ile bu hususta var olan boşluğu doldurarak Twin Crisis (İkiz Kriz) kavramı finans yazınına kazandırılmıştır (Yılmaz, 2013: 20).

Bankacılık ve para krizlerinin eş anlı olarak yaşandığı ve/veya birbirlerini beslediği kriz türü, (twin crises) ikiz krizler olarak finans yazınında yer almaktadır

(Delice, 2003: 60). Özellikle 1997-1998 yıllarında Asya’da yaşanmış olan krizin arkasından bankacılık ve para krizlerinin ortak bazı olgu ve faktörlerden kaynaklandığını vurgulayan ve problemlerin kaynağının bankacılık ve finans sektörünün olduğunu belirten birçok model geliştirilmiştir. Bu modellerin çoğu kısmında 1990’larda yaşanan krizlerin tüm sorumluluğu ise serbest sermaye akımlarına yüklenmektedir. Fakat sermaye kontrolü uygulayan ülkelerde özellikle para krizlerinin çok daha olası bir durum olduğunu ortaya çıkaran çalışmalar bu teze temkinli yaklaşılmasını gerektirmektedir. Finansal liberalizasyonun arkasından söz konusu modellere göre iyi düzenlenmemiş bankacılık sistemi ve mikro ekonomik dengesizlikler, gizli kamu garantileri ve gizli mevduat sigortası gibi unsurlar ahlaki riziko ve aşırı borçlanmaya neden olarak ciddi krizlerin doğmasına sebep olmaktadır (Yay, 2001: 1239).

Finansal liberalizasyon ve ikiz kriz arasında anlamlı ve güçlü bir ilişkinin olduğu saptanmıştır (Kaminsky ve Reinhart, 1999: 474). 1970’lere kadar finansal piyasaların hükümet tarafından düzenlenip kontrol altında olduğu dönemlerde yaşanan para krizleri ile bankacılık krizleri arasında açık bir ilişkinin olmadığı bilinmektedir. Fakat finansal serbestleşmenin başladığı 1980’lerden itibaren bankacılık krizleriyle para krizlerinin birbirleri ile daha ilişkili hale geldiği gözlemlenmektedir. Goldstein (2003: 4) tarafından gerçekleştirilen “Strategic Complementarities and The Twin Crises” çalışmasında finansal serbestleşme yaşanan yükselen piyasaların finansal serbestleşme sürecinin başlamadığı gelişmekte olan ülkelere ve sanayileşmiş ülkelere nazaran ikiz krizlere daha müsait ekonomik yapıda olduğu belirtilmiştir. Kaminsky ve Reinhart (1999: 474) çalışmalarında ikiz krizlerin nedenselliğini açıklamaya çalışırken, bir para krizinin bankacılık krizine neden olabildiğini ve bazı durumlarda bankacılık krizinin para krizine dönüşebileceği ifade edilmiştir. İkiz krizlerin maliyetinin gerçekleşen tek bir bankacılık ya da para krizinin maliyetinden çok daha yüksek olduğu gözlemlenmiştir (Goldstein, 2003: 19).

Kaminsky ve arkadaşları çalışmalarında gelişmekte olan ülkeler için 1970-1995 yılları arasındaki süreçte yaşanan 26 bankacılık ve 78 para krizi incelenmiştir. Makalelerinde krizlerin kronolojik sıralaması yapılarak ödemeler dengesi problemleri, bankacılık sisteminin sorunları ve finansal liberalizasyon arasındaki nedensellik

ilişkisinin kalıbını ortaya çıkarmayı hedeflenmişlerdir. İlgili çalışmada makroekonomik göstergelerin davranışları da ayrıntılı olarak incelenmiş olup çalışmada ikiz krizlerle ilgili olarak dört temel sonuca ulaşılmıştır (Karaçor ve Gökmenoğlu, 2011: 56-57):

- 1970’lerde uygulanan sıkı finansal düzenlemelerin olduğu dönemde; para ve bankacılık krizleri arasında anlamlı bir ilişki gözlemlenmemiştir. Fakat 1980’lerde ortaya çıkan liberalizasyon neticesinde bu iki kriz türü arasındaki ilişki anlamlı hale gelmiştir. Genellikle bankacılık sisteminde ortaya çıkan bir problemi para krizleri takip etmiş olsa da aralarında var olan nedensellik tek yönlü değildir. Şöyle ki ekonomik kriz bazı problemler neticesinde bir kere tetiklediğinde bankacılık sektörü ve para piyasasının problemleri birbirini besleyip kuvvetlendirerek kısır bir döngüye neden açmaktadır.

- Her ne kadar genel olarak para krizleri bankacılık krizlerini takip etmekte olsa bile bu mutlak olarak bankacılık krizinin diğerinin nedeni olduğu anlamına gelmez. Bazen ortak bir neden bu iki krizi eş anlı olarak tetikleyebilmektedir. Her iki krizin de sebebi resesyon veya ekonomik aktivitenin düzeyinin, normalin altında bir seviyede gözlemlenmesi olabilmektedir. Krizler ulusal paranın aşırı değerlenmesi, dış ticaret haddindeki bozulma, kredi maliyetlerinin yükselmesi gibi sebeplere dayanarak da ortaya çıkabilmektedir.

- Krizler sıklıkla zayıf makroekonomik temellerin neticesi olarak ortaya çıkmaktadır. Bazen sağlıklı bir ekonomide sürü davranışı gerçekleşen spekülasyon atakları gibi olgular ile krizlerin hedefi haline geliyor olsa da, bu gibi durumlar nadiren görülmektedir.

- İki krizlerin ekonomide neden olduğu tahribat bankacılık ve para krizinin tek başına neden olduğu tahribata nazaran çok daha ağır olduğu ifade edilebilir.

1.4. Finansal Kriz Modelleri

Finansal kriz modelleri 1990’larda özellikle küreselleşmenin etkisi ile farklı coğrafyalarda yaşanan fakat çevre coğrafyalarını hatta bütün dünyayı etkisi altına alan finansal krizleri açıklama analiz etmeye yönelik teorik çalışmalar bütünüdür. Finansal

krizler meydana gelme sebeplerine göre farklılık göstermektedir. Bundan dolayı gerçekleştirilen çalışmalarda krizlerin sebepleri ve çıkış dönemlerine göre birinci-nesil modeller, ikinci-nesil modeller, üçüncü-nesil modeller ve ampirik kriz modelleri şeklinde sınıflandırılmaktadır. Her bir model kendinden önceki modelleri çürütmek veya inkâr etmek için değil birbirlerinin eksiklerini tamamlama ihtiyacına binaen geliştirilmiştir. İkinci-nesil modelde tanımlanmış kriz özellikleri, üçüncü-nesil modelde de yer almaktadır. Geliştirilen üçüncü nesil model ile ilk iki modelin eksiklerin tamamlaması hedeflenmiştir (Kansu, 2010: 65). Modeller kimi hususlarda benzerlikler gösterse bile krizlerin açıklanmasında tek başına kesin bir yetkinlik ve yeterliliğe sahip değildir.

1.4.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri

1970’lerde Stephan Salant ile Dale Henderson tarafından, altın piyasalarında gerçekleşen spekülâtif ataklar üzerine yapılan çalışma 1979 yılında Paul Krugman tarafından finansal piyasalara uyarlanmak suretiyle krizleri analiz etmeye yönelik bir model haline gelmiştir. Flood ve Garber tarafından 1984 yılında geliştirilmiş ve para krizlerinin sebepleri; döviz kurları ile uyumsuz, gevşek para politikalarına bağlanmıştır (Krugman, 1979: 315).

Spekülâtif Atak Krizleri olarak da adlandırılan Meksika ve Arjantin’de yaşanan finansal krizleri açıklayabilmek için ortaya çıkan geleneksel kriz modellerinin teorik temellerini oluşturan Krugman, Flood ve Garber finansal krizlerin; uygulanan makro politikalar ile sabit kur rejimi arasındaki uyumsuzluklardan kaynaklandığını savunmaktadırlar. Bu modele göre devletin verdiği bütçe açığı, emisyon veya iç borçlanma ile finanse edilmektedir. Bu durumda yani makro politikaların para arzını artırılması yoluyla finansman enflasyona, sermayenin kaçışına, beklentilerin olumsuzlaşmasına neden olmaktadır. Bu da ödemeler dengesinde açığın oluşmasına neden olur. Sabit kur sisteminin devamı hususunda ısrarcı olan para otoritesi ödemeler dengesi açığını gidermek için rezervlerini kullanmak durumunda kalır. Özellikle gelişmekte olan ülke ekonomisi açısından değerlendirildiğinde sınırlı miktarda rezerve sahip olunması sebebiyle sabit kur rejimi hususunda fazla ısrar edilmeyecektir. Bu durumda para ya devalüe edilmekte veya dalgalanmaya bırakılmaktadır. Birinci nesil

modele göre krizler yanlış makroekonomik politikaların bir neticesidir ve cari işlemler bilânçosunda artan açık, reel olarak paranın aşırı değerlenmesi ve rezervlerdeki ciddi azalmayla birlikte öngörülebilmektedir (Karaçor ve Alptekin, 2006: 238).

Modelde ortaya atılan fikirlere göre, hükümetlerin sabit döviz kuru sistemiyle tutarsız maliye ve para politikaları yürütmeleri ödemeler dengesi problemlerine neden olmaktadır. Merkez bankalarının döviz kuru politikasının sürdüremeyeceği endişesine kapılan spekülâtörler tarafından, parasal ataklar gerçekleştirilmesi ve genişletici maliye politikalarının da etkisi ile başlamış olan kriz döviz kuru sisteminin çöküşüyle sonuçlanmaktadır. Birinci nesil kriz modellerinde krizlerin kaynağı bireylerin sabit döviz kur rejimindeki davranışlarından daha ziyade dışarıdan kaynaklanan spekülâtif hareketlerdir. Bu bakımdan birey davranışlarının sisteme etkisi olmayacağı varsayımıyla model oluşturulmuştur. Modeli ortaya koyan ve değerlendiren iktisatçıların ortak kanaati, hükümetin uyguladığı maliye politikalarıyla, Merkez Bankası tarafından uygulanmakta olan para politikaları arasındaki tutarsızlıktan doğan açığın spekülâtörler tarafından doldurulmasıdır.

Salant'ın modeli mal piyasaları üzerinde bir çalışmadır. Salant'a göre otoriteler tarafından tükenebilir kaynağın fiyatının sabitlenmek istenildiği bir piyasada, spekülâtörler de fiyatın yükseleceği beklentisiyle satın almalarda bulunarak stokların azalmasına sebep olur ve neticede malın fiyatı kontrol edilemez hale gelir (Salant ve Henderson, 1978: 628). Şayet ilgili malın miktarı, fiyatı kontrolünde olan otoritenin elinde yeterince mevcutsa spekülâtif alımların karşısında kısa vadede istikrar bozulmaz. Ancak mal miktarının rezervi sınırlıysa spekülâtörler bütün malı satın alarak stokların sahibi olabilecek ve değerinin çok daha üzerinde satarak kar edebileceklerdir. 1969 yılında altın piyasalarında buna benzer bir spekülâtif atak gerçekleştirilmiş ve neticede spekülâtörler yüksek kar elde etmiştir.

Krugman benzer bir durumun para piyasalarında da oluşmuş olduğunu fark etmiştir. Para krizlerinin gerçekleşme nedeni kur sistemiyle uyumlu olmayan maliye ve para politikalarıdır. Sabit kur sisteminin uygulanmış olduğu ülkelerde kur değerini sabit tutmak amacıyla sıkı para politikaları uygulanmalıdır. Çünkü genişletici para politikaları ile para arzında artış meydana gelir bu da döviz talebinin artmasına neden

olur. Kuru sabit tutabilmek için para arzında otorite olan merkez bankası rezervlerini kullanmak suretiyle döviz talebini karşılamaya çalışır fakat bu durumda rezervlerinin tükenme riski ile karşı karşıya kalabilir. Dolayısıyla sabit kur sisteminin yıkılışı ve devalüasyon ile kriz sonuçlanmış olur. Ayrıca sabit döviz kuru sistemini uygulayan ülkelerde kredi hacminin para talebinden daha çok artması ayrı bir finansman sorununa neden olacağından, rezervlerde yavaş fakat uzun süreli bir azalmaya neden olmaktadır (Kaminsky vd., 1998: 5).

Birinci nesil modele çerçevesinde krizler yanlış maliye ve para politikaları neticesinde yerli paranın aşırı değerlendirilmesi, yükselen bütçe açığı ve döviz rezervlerinde oluşan şiddetli azalmalar şeklinde öngörülebilmektedir. Krugman'ın bu modeli krizin nedenlerinden dolayısıyla aynı anda “Ödemeler dengesi kriz modeli” veya “Spekülatif atak modeli” şeklinde de adlandırılır (Serin ve Bastı, 2001: 1216). Krizlerin oluşma sürecinde artık sabit kur sisteminin terk edilmesinin yaklaştığı zamanı ifade etmek amacıyla “gölge döviz kuru” tanımı kullanılmıştır. Gölge döviz kuru, sabit döviz kuru sisteminin daha fazla sürdürülemez olduğu noktaya gelindiğinde merkez bankaları tarafından kurun dalgalanmaya bırakılması ile oluşacak olan yeni döviz kuru denge düzeyini gösterir.

Bu modellerde devlet bütçe açığı vermekte olup ve bu açık da iç borçlanma veya para basımıyla finanse edilmektedir. Aşırı genişleyici mali politikaların para yaratılması ile finanse edilmesi beklentilerde olumsuzluğa, enflasyona ve sermaye çıkışına sebep olarak ödemeler bilançosunda da açığa neden olmaktadır. Sabit kur sistemini korumayı isteyen devletler yabancı rezervlerini kullanmak durumunda kalmakta ve rezervlerinde de azalma gerçekleşmektedir. Spekülatörlerin paradan kaçışı rezervlerin kaybını hızlandırır. Sınırlı rezervlere sahip olan merkez bankasının sonuç olarak sabit kur sistemini sürekli koruması mümkün değildir. Bu noktada paranın ya devalüe edilmesi ya da dalgalanmaya bırakılması gerekecektir. Birinci-nesil modele kriz, yanlış makroekonomik politikaların neticesidir ve cari işlemler bilançosunda artan açık, paranın reel olarak aşırı değerlendirilmesi ve rezervlerde ciddi azalma ile birlikte öngörülebilmektedir (Erkekoğlu ve Bilgili, 2005: 17).

Birinci-Nesil Kriz Modelleri, 1980’li yılların sonuna kadar gerçekleşen para krizlerini başarılı şekilde açıklasa da ilerleyen zaman içinde birinci nesil krizlere ilişkin birçok eleştiri ortaya atılmıştır. Bunların birisi şöyledir; Spekülatif parasal atak esnasında döviz rezervini yükseltmek amacıyla Merkez Bankalarının dışarıdan döviz alması gerekli olmasına rağmen almamalarıdır. Bir diğer eleştiriye bu tür parasal krizlerde sabit döviz kur rejiminden dalgalı kura geçilmesi gerekli olduğu varsayımı altında Merkez Bankalarının buna geç kalıyor olmasıdır.

1.4.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri

1990’ların başından itibaren gerçekleşen para krizlerinin açıklanmasında birinci-nesil kriz modellerinin başarısız olmaya başlamıştır ve bununla birlikte ikinci-nesil kriz modelleri gündeme gelmiştir. Birinci-nesil kriz modellerinde para krizlerinin sebepleri; spekülatif para hareketleri, cari açığın artması, paranın reel olarak aşırı değer kazanması idi. 1990’lı yılların başında yaşanan krizleri açıklamakta yetersiz kalan birinci-nesil kriz modellerinin yerini ikinci-nesil kriz modelleri almıştır.

1992 yılında yaşanan; (ERM) Avrupa döviz kuru mekanizması krizi ile 1994 yılında meydana gelen Meksika krizlerini açıklamada birinci-nesil kriz modelleri yetersiz kaldığından dolayı ikinci nesil diye isimlendirilen kriz modelleri geliştirilmiştir. Birinci-nesil modeller krizleri açıklamada kur sistemiyle tutarsız makroekonomik politikalar arasında uyumsuzluk neden olarak gösterilirken, ikinci-nesil modeller finansal yapısı sağlam olsa dahi ülke ekonominde krizler yaşanabileceği tezini savunmaktadır (Karabulut, 2002: 96-97).

Obstfeld tarafından 1986 yılında gerçekleştirilen çalışmalarda şekillenmeye başlayan ikinci nesil modellerde piyasa beklentileri ve spekülatif atakların sebep olacağı etkiler vurgulanmaktadır. Ülke rezervlerinin yeterli seviyede ve makroekonomik politikalar uyumlu bile olsa olumsuz beklentilerin varlığı ve ataklar sonucunda krizlerin yaşanabileceğini hatta kur rejiminin değişmek durumunda kalabileceğini öne sürmektedir. 1992 ERM krizi örnek verilirse; makroekonomik parametreler normal düzeylerde idi ancak piyasa aktörlerinin olumsuz beklentiler ile hareket etmeleri krizin yaşanmasında tetikleyici unsur olmuştur (Kansu, 2010: 80).

İkinci-nesil modellere göre krizler, kendi kendini besleyen tutarlı beklentiler, bulaşma etkisi ve sürü davranışı sebepleriyle meydana gelmektedir (Tay, 2007: 48).

İkinci-nesil krizlerin, birinci-nesil krizlerden farkları şunlardır; krizin oluşma zamanının bilinmemesi, sabit döviz kurunu sürdürme amacının olmayışı ve sabit döviz kuru uygulamasından vazgeçmenin istihdam üzerinde olumsuz etkisinin olmayacağıdır (Erdoğan, 2006: 39).

Flood ve Garber'ın kendi isimleri ile anılan modeli ikinci-nesil modellerin diğer bir versiyonu sayılmaktadır. Bu modele göre yüksek kar elde edeceklerini düşündükleri bir zamanda spekülâtörler tarafından gerçekleştirilen ataklar nedeni ile sabit kur sistemi çökmektedir. Spekülâtörlerin ataklar ile diledikleri kar düzeyini elde edemeseler bile ellerindeki döviz merkez bankasına tekrar sabit kurdan satabileceklerinden dolayı risksiz bir durum mevcuttur. Fakat spekülâtörlerin böyle bir atağı ne zaman başlatılacağı belirsiz bir durumdur (Agenor vd., 1992: 368-369).

Sbracia ve Zaghini çoklu denge kavramı üzerinde yoğunlaşmaktadır. Ekonomik göstergeler iyi olsa da beklentilerin olumsuz yönlü oluşu piyasaların yapısının bozulmasına neden olabilmektedir. Kendi kendisini besleyen kriz modelleri şeklinde de anılan ikinci nesil krizler kötümser beklentiler altında meydana gelmektedir (Obstfeld, 1996: 1038). Makroekonomik göstergelerin kötü olduğu her durumda kriz gerçekleşeceği anlamını taşımamaktadır. Makroekonomik göstergeler kötü olmasına rağmen beklentiler şayet pozitif yönlü ise kriz olasılığı azalacaktır.

Kendi kendini besleyen beklentiler yaklaşımında, beklentilerdeki olumsuz gidişat yüksek ücret ve işsizlik sebebi ile hükümetle parite uygulamasını terk etmektedir. İkinci-nesil kriz modellerinde beklentilerin kötüleşmesi nedeniyle faiz oranındaki artış hükümetlerin kamu borcu ödemelerinde maliyetleri artırarak pariteyi terk etmeleri yönünde teşvik eder (Kaminsky vd., 1997: 5).

1987 krizini araştıran Shiller tarafından gerçekleşen bir çalışmada “sürü psikolojisi” en iyi şekilde açıklanmaktadır. Shiller’a göre satılan hisselerin tek nedeni fiyatların daha da düşeceği yönünde piyasada var olan yaygın kanaattir. Para krizleri açısından ele alınırsa başlangıç nedeni ne olursa olsun satış dalgası sürü psikolojisiyle çok daha büyük miktarlara erişebilmekte ve o paradan toplu çıkışlar yapılmasına neden

olabilmektedir (Yılayaz, 2011: 25). Bulaşma nedeniyle yaşanan krizlerin en temel açıklaması, dünyada finansal sistemin birbirine tamamen bağlı hale gelmesidir. Özellikle bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmelerle küreselleşmenin ivme alması, dünyayı hemen hemen herkesin dilediği bilgiye kolayca erilebileceği hale getirdi. Genellikle olumlu karşılanan bu gelişme bir de kriz zamanları açısından ele alınırsa bunun ülke ekonomileri için ciddi bir risk oluşturduğu ifade edilebilir.

Sürü modelleri, küçük yatırımcının bütün bilgileri elde etme maliyetleri üzerine kurulmuştur. Modelde küçük yatırımcılardan oluşmuş piyasanın büyük bir çoğunluğu, iyi bilgilenmiş veya geçmişte iyi deneyimleri olmuş büyük katılımcıların yatırımlarını takip etmektedir (Babic ve Zigman, 2001: 4). Bu riskin temelinde ülke ekonomilerinin birbirini etkileme potansiyellerinin artması mevcuttur. Ülkeler arasında ilişkiler ve ekonomik bağlar arttıkça ülkelerin birbirini etkileme potansiyelleri de artmaktadır. Örneğin bir ülkede başlamış olan para krizi bir diğer ülkenin ekonomisini de etkilemektedir. Tayland para birimi Baht'ta yapılmış olan devalüasyon komşu ülke Malezya'nın ihracatı baskılanmış ve zaman içinde ülkede kriz yaşanmasına neden olmuştur.

Tablo 1.1: Karşılaştırmalı Özellikleri ile Birinci-İkinci Nesil Kriz Modelleri

Birinci-Nesil Kriz Modelleri	İkinci-Nesil Kriz Modelleri
Krizlerin yaşanması kaçınılmazdır.	Krizler bulaşıcı özelliktedir.
Krizlerin yaşanacağını önceden tahmin etmek mümkündür.	Krizlerin yaşanacağını önceden tahmin etmek mümkün olmamaktadır.
Spekülatif beklentiler krizleri hızlandırmaktadır.	Beklentiler kendi kendini beslemektedir. Bu süreç de krizlere neden olmaktadır.
Krizleri önlemek amacıyla uygulanan politikalar, makroekonomik göstergelerde bozulmalara neden olur.	Hükümetlerin, kur rejimine devam etmek ya da bundan vazgeçmek gibi temel konularda seçim yapmak durumunda kalmaktadırlar.

Makroekonomik göstergelerde bozulmalar ve kötü ekonomik temeller krizlerin yaşanmasına sebep olmaktadır.	Makroekonomik göstergelerin bozulması, sürü psikolojisiyle oluşan hareketler kendi kendini besleyen kriz sürecinin hızlanmasına neden olur.
--	---

Kaynak: Bustelo vd., 1999: 50

1.4.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri

Güneydoğu Asya’da 1997 yılında meydana gelen kriz; birinci ve ikinci nesil kriz modelleri ile açıklanmakta yetersiz kaldığından dolayı yeni modellerin geliştirilmesi zorunlu hale gelmiştir. Güneydoğu Asya ülkeleri yapısal bakımdan Latin Amerika ülkelerinden farkı olup Avrupa’da olduğu gibi kendi-kendini besleyen kriz beklentileri de içermemekteydi. Yapılan çalışmalar krizleri virüs gibi bulaşıcı özellikte değerlendirdiklerinden dolayı bu modeller bulaşıcı kriz modelleri veya üçüncü nesil modeller olarak adlandırılmaktadır.

1997 yılında Asya Krizi’nin baş göstermiştir. Yaşanan bu krizi açıklamada ikinci-nesil kriz modelleri yetersiz kalmıştır. Bunun üzerine üçüncü nesil kriz modelleri geliştirilmiştir. Yaşanan Asya Krizi’nin vermiş olduğu en önemli ders krizlerin her zaman ekonomik göstergeler nedeni ile çıkmayabileceği olmuştur. Çünkü Asya’da meydana gelen ekonomik krizlerin temelinde büyük şirketler ile politika uygulayıcılar arasında oluşan etişe uymayan ve kanun dışı ilişkiler yatmaktadır. Bu bakımdan yaşanan krizleri ekonomik göstergeler üzerinden açıklayan kriz modelleri Asya Krizi’ni açıklamada yetersiz kalmıştır. Böylelikle Üçüncü-Nesil Kriz modelleri geliştirilmiştir (Yılmaz, 2013: 13-14).

Üçüncü nesil para krizi modellerinde asimetrik bilginin sonucu olan ahlaki riziko ters seçim problemleri ve ülkelerin arasında gerçekleşen ticari ve finansal ilişkilerin etkilerinin görüldüğü yayılmacı etkiler üzerinde durulmuştur (Topallı, 2006: 18). 1994’da Latin Amerika ülkelerinde ile 1997’de Güney Asya’da gelişmekte olan ülkelerde yaşanan para ve finansal krizler hem akademisyenlerin hem de politikacıların dikkatini çekmiştir. Bu krizler üçüncü nesil diye bilinmekte olup yaşanan bu krizlerin nedenlerinin ahlaki tehlike ile asimetrik bilgi olduğu yeni kriz

modellerinin geliştirilmesine ihtiyaç duyulmuştur (Cipollini ve Kapetanios, 2009: 188).

Üçüncü nesil modellerin savunduğu görüşe göre küreselleşmenin etkisi ile finansal piyasaların birbirlerine daha fazla entegre olması dolayısıyla bir ülkede yaşanan şok ve krizlerin başka ülkelerin piyasalarını da etkisi altına alarak yeni krizleri başlatabileceği savunur. Hükümetlerin yanlış politikaları neticesinde ortaya çıkan ahlaki tehlike ve ters seçim durumuysa krizleri başlatan en temel unsurlardan biri olarak kabul edilir (Masson, 1998: 2).

Günümüz dünya şartlarında finansal piyasalar giderek daha bütünleşik hale gelmektedir. Üçüncü nesil kriz modelleri ile bir ülkenin finans piyasasında ortaya çıkan istikrarsızlık ya da krizin bir başka ülkede makroekonomik temellerle açıklanamayan bir krize neden olabileceği ifade edilmektedir. Firma ve bankacılık kesimi bilançolarındaki bozulmalar üçüncü-nesil modellerin kriz analizleri için belirleyici konumdadır.

Birinci-nesil modellerde bütçe açıklarının emisyon yolu ile finanse edilmesinin sabit kur sistemi ile bağdaşmadığını savunmaktadır. Bu durum spekülasyon atakların etkisi ile krizi derinleşmesine, ülke rezervlerinin erimesine neticede sabit kur sisteminin çökmesine neden olur. Ancak krizin meydana geldiği Güney Doğu Asya ülkeleri incelendiğinde bütçe açığı sorunu olmadığı hatta bazı ülkelerin bütçe fazlasının olduğu görülür. İkinci nesil modellerde bozulan makroekonomik yapıda devletler sabit kur sisteminin koruması için aldığı tedbirlerin maliyeti ile kendi kendisini besleyen olumsuz beklentilerin etkisiyle yaşanan krizler açıklanmaya çalışılmıştır. Bu modelin temeli olan makroekonomik göstergelerdeki bozulmalar 1990'lı yıllarda Güney Doğu Asya ülkelerinde söz konusu olmayıp makro göstergeler aksine iyi durumda idi (Krugman, 1999: 1). Anlaşıldığı üzere her iki model de bu yeni kriz tipini açıklamakta yeterli değildi. Üçüncü nesil modeller 1990'larda yaşanan Güney Doğu Asya krizinin temel nedenini ahlaki tehlike, asimetrik bilgi problemlerinden kaynaklanarak finansal piyasaların etkinliğini yitirmesi şeklinde tanımlamaktadır. Asya ülkelerinde mevduatlar devlet güvencesi altına alınmıştır bu da riskli kredilerin verilmesini kolaylaştırmıştır. Bir de uygulanan daraltıcı para

politikaları likidite sorununu arttırmış ve bankacılık krizine sebep olmuştur bu durum da kısa zaman içinde döviz krizine dönüşmüştür (Yoshitomi ve Shirai, 2000: 85).

Krugman 2001 yılında gerçekleştirildiği çalışmada üçüncü nesil krizlerde ahlaki tehlike kaynaklı yatırımlar paranın devalüasyonu ile bilançolarda neden olduğu baskı ve banka hücum modellerinin açık ekonomiler üzerinde uygulanması, olmak üzere üç ana değişken üzerinde durmaktadır (Yılmaz, 2013: 15).

Devletin kredi ve mevduatlar için güvence sağlamadığı bir finansal sistemde aktörlerin risk hususunda daha temkinli ve tedbirli hareket etmeleri gerekmektedir. Ancak devlet güvencesinin var olduğu bir piyasada aktörlerin riskli yatırımlara karşı çok daha cesur kararlar alabildikleri görülmektedir. Çünkü oluşabilecek zararlar devlet tarafından karşılanırken, sağlanan karlar ise doğrudan yatırımcıya kalmaktadır. 1990’larda Güney Doğu Asya ülkelerinde devlet güvencesinin verdiği rahatlıkla ve finansal serbestleşmenin de etkisi ile bankalar ve diğer finansal kurumlar ihtiyaç duyduklarından daha fazla borçlanışlardır. Finansal serbestleşme, piyasalarda kontrol ve denetim mekanizmalarını aşındırmış hem borç alan hem de borç veren taraflarda riskinin göz ardı edilmesine sebep olmuştur. Ayrıca yurtdışından döviz borçlanma maliyetlerinin düşük olmasıyla bankacılık ve finans sektörü aşırı borçlanma sorunu ile karşı karşıya kalmıştır (Irwin ve Vines, 1999: 2-3).

Asya Krizi’nin açıklanmasına yönelik olarak üçüncü-nesil kriz modellerinde (contagion effect) yayılma etkisinin üzerinde durulmaktadır. Yayılma etkisinde her hangi bir bölgede oluşan para krizinin diğer ülke ekonomilerine bölgesel ticaret ya da finansal ilişkilerle (senet, portföy kaynaklı, tahvil) yayılması üzerinde durulmaktadır. Oluşan krizin bir ülkeden diğer ülkeye sıçraması ‘yayılma’ kavramıyla açıklanmaktadır. Yayılma kavramı gelişmekte olan piyasalarda sermaye hareketlerinin açıklanmasında kullanılan argümanlardan biridir (Babic ve Zigman, 2001: 4).

1.5. Finansal Krizlerin Açıklanmasına Yönelik Yaklaşımlar

Mishkin (1994) finansal kriz tanımlaması ve çerçevesinin belirlenmesi hususlarında yazının ikiye bölündüğü ve bunlardan birinci kesimin monetaristler diğer kesimin ise Kindlerberger ve Minsky’i tarafından oluşturulan daha eklektik bir

yaklaşım olduğu vurgulanmaktadır. Monetaristlerin 1963’de Friedman ve Schwartz tarafından gerçekleştirilen çalışmalarıyla başlamış olduğunu ve finansal krizleri de bankacılık krizleriyle ilişkilendirdikleri vurgulanmaktadır (Mishkin ve Frederic, 1994: 2).

Monetaristlerin finansal kriz açıklarına karşıt bir görüş olarak (1978) Kindlerberger ve (1972) Misnky görüşleri mevcuttur. Kindlerberger ve Misnky’ nin finansal kriz üzerine geliştirdikleri temel görüşlerine göre; Finansal krizler reel sektör ve finansal sektör kuruluşların iflasları, varlıkların fiyatlarında ciddi düşüşler, döviz kurunda bozulmalar, dezenflasyonlar, deflasyonlar ya da bunların farklı bileşimleri ile oluşabilmektedir (Mishkin ve Frederic, 1994: 2-3). Ayrıca Kindlerberger ve Misnky’ye göre finansal krizler ekonominin geneline yayılan çok ciddi olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir. Bu durumda finansal krizin doğuracağı olumsuz sonuçları engelleyebilmek için devlet müdahalesi gereklidir (Mishkin ve Frederic, 1994: 2-3).

Mishkin (1994) tarafından ortaya konan çalışmada Kindlerberger ve Misnky’nin finansal krize dair görüşlerini, sağlam bir finansal kriz teorisi olarak ortaya koymadıklarını ayrıca önerdikleri devlet müdahalelerinin her zaman yararlı sonuçlar sağlamayacağı belirtilmiştir. Monetaristlerin finansal kriz teorisinin ise sadece para arzındaki daralmaya ve banka paniklerine odaklandığı için dar kapsamlı olduğunu vurgulamıştır. Diğer yandan finansal krizlere yol açan sistemik risklerle ilgili teorik yaklaşımlar finans yazınında farklılaşmaktadır (Mishkin ve Frederic, 1994: 2-3).

Finansal krizleri bütünüyle açıklamaya yönelik yaklaşımlar şunlardır:

- Monetarist Yaklaşım
- Aşırı-Borçlanma ve Finansal Kırılganlık Yaklaşımı,
- Rasyonel Beklentiler Yaklaşımı
- Belirsizlik Yaklaşımı
- Kredi Tayınlama Yaklaşımı
- Asimetrik Enformasyon/Aracılık Giderleri Yaklaşımı
- Aracı Piyasalar Dinamiği Yaklaşımı

Finansal krizlerin açıklanmasına yönelik yaklaşımlar, geleneksel yaklaşımlar içerisinde “finansal kırılabilirlik yaklaşımı ve monetarist yaklaşım” olarak kabul edilmiştir. Bu yaklaşımlar içinde rasyonel beklentilere dayanan yaklaşımları da “(random withdrawals theory) rassal-para çekişi teorisi ve asimetrik enformasyon yaklaşımı” olarak ifade edilmiştir (Bordo, 1998: 17).

1.5.1. Monetarist Yaklaşım

Monetarist iktisatçıların savunduğu görüşe göre parasal büyüklüklerle krizler arasında doğrudan bir ilişki vardır. Monetarist görüşün temsilcilerinden Friedman, Schwartz ve Cagan gibi iktisatçılar enflasyonun banka paniklere neden olduğunu ve para politikasının etkinliğini bozduğunu savunmaktadır. Krugman, Flood, Garber, Blanchard ve Watson tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda da fiyatlarda artış yönünde oluşan beklentinin bankacılık sektöründe paniklere neden olacağı ifade edilmiştir (Duman, 2002: 135).

(1963) Friedman-Schwartz ve (1965) Cagan tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda, bankacılık krizi ile beraber patlak veren finansal krizlerin piyasalarda parasal daralmanın etkilerini ortaya çıkaracağı hatta daha kötüsüne de neden olabilecekleri ifade edilmiştir. Friedman-Schwartz (1963) çalışmalarında parasal istikrarsızlığa neden olmaları dolayısıyla özellikle bankacılık paniklerine ayrı önem vermektedirler. Finansal krizleri Monetaristler bankacılık krizleriyle beraber ele almaktadırlar ve krizlerin nedeni olarak da para arzındaki daralmaları işaret etmektedirler (Bordo, 1998: 17). Monetarist iktisatçılar krizleri para arzından kaynaklı dışsal bir olgu şeklinde ele almaktadırlar.

Friedman ve Schwartz tarafından 1963’de yapılan çalışmada para arzındaki değişim oranı ile iktisadi dalgalanmalar arasındaki ilişki incelenmiştir. Netice olarak da para arzındaki değişim oranıyla iktisadi dalgalanmalar arasında özellikle gelir dalgalanmaları arasında anlamlı yakın bir ilişki olduğu saptanmıştır (Friedman ve Schwartz, 1993: 32). Friedman ve Schwartz aynı çalışmalarında para arzındaki daralmaların bankacılık kesimindeki dengeleri olumsuz yönde etkileyerek bankacılık sektöründe paniklere neden olacağı bunun da iktisadi dalgalanmalara sebep olacağı belirtilmiştir. 1875-1938 döneminde yaşanan 6 krizin temel nedeninin bankacılık

kesiminde nakit-mevduat oranındaki bozulmalar olup bunu bankacılık krizlerinin takip ettiği ve neticede iktisadi dalgalanmaların meydana geldiği belirtmiştir. Friedman ve Schwartz (1963) alışmalarında para arzındaki değişimle iktisadi dalgalanmalar arasında yakın ilişki bulunduğu savunulmaktadır (Friedman ve Schwartz, 1993: 32-64). Minsky (1963) ise gerçekleştirdiği çalışmasında Friedman ve Schwartz'ın (1963) alışmasına birçok açıdan eleştirmektedir. Minsky, Friedman ve Schwartz'ın yaptığı çalışmanın iktisadi dalgalanmaların açıklanmasında dar anlamda parasal faktörlere indirgemenin örtük bir ideolojik boyut olduğunu ve daha gerçekçi olgular ile çalışmanın desteklenmesi gerektiği vurgulanmaktadır (Minsky, 1993: 32-64).

Krizleri tetikleyen en önemli unsurun bankacılık panikleri olduğunu monetaristler tarafından kabul görmüştür. Banka panikleri nedeni ile para arzında daralmalara yaşandığından dolayı bütün ekonomik faaliyetler olumsuz yönde etkilenebilmektedir. Ancak varlık fiyatlarında meydana gelen düşüşler, bankacılık paniklerine sebep olmamakta ve para arzını etkilememektedir. Bu sebeple de varlık fiyatlarındaki düşüşler krize etki eden bir unsur olarak değerlendirilmemektedir (zsoylu vd., 2010: 13).

Friedman ve Schwartz ile başlayan (1963) monetaristler aslında finansal krizleri banka panikleriyle ilişkilendirmektedirler. Para arzındaki ciddi darılmaların bankacılık sektörü üzerinde paniklere neden olarak ABD ekonomisinde ciddi iktisadi daralmalara sebebiyet verdiği belirtilmektedir. Monetaristler para arzında gerçekleşen ciddi azalmaları, varlık fiyatlarındaki düşüşü, iflaslardaki artışları ve neden olduğu olayları gerçek bir finansal kriz olarak kabul etmemektedirler. Bunları “sahte finansal kriz” (pseudo-financial crises) diye tanımlamaktadırlar. Dahası devletin bu sahte finansal krizlere müdahalelerinin gereksiz olduğunu üstelik yarardan ziyade yüksek enflasyona neden olduğu gibi zararlar doğuracağını belirtmektedirler (Mishkin ve Frederic, 1994: 2).

Reel finansal kriz olarak belirtilen kriz türleri bankalara ani hücumlarla veyahut menkul değerler piyasasının çökmesi ile gerçekleşmektedir. Bir finansal aksaklığın para arzında daralmaya neden olmasıyla ekonomide servet kayıpları

yaşanır. Pseudo finansal krizler (sahte finansal krizler) ise banka dışı finansal kurumların yaşadığı sorunlarından, sabit döviz kuru sistemi üzerine gerçekleşen spekülasyon atakları ve deflasyondan dolayı gerçekleşmektedir. Pseudo krizler krizlerde de servet kayıpları gözlemlenebilir fakat parasal daralma şiddetli olmadığından dolayı servet kayıpları da yüksek boyutlarda oluşmaz (Bordo vd. 1995: 3)

Monetaristler tarafından kabul gören şudur ekonomideki istikrarsızlığın sebebi para arzındaki dalgalanmalardır ekonomik krizlerin sebebi para arzundaki daralmadır. Olası kriz durumlarını ortadan kaldırma noktasında merkez bankalarına büyük sorumluluklar düşmektedir. Likidite sıkıntısının yaşandığı dönemlerde merkez bankalarının rolü “son durak borç mercisi” olduğundan piyasaların ihtiyacı olan fonları temin etmelerini sağlamalıdır. Friedman ve Schwartz analizlerinde 1929-1933 dönemlerinde ortaya çıkan finansal krizlerde krizlerin derinleşmesinin sebebinin FED’in bu görevi yerine getirememesinden kaynaklandığı ifade edilmektedir (Karabulut, 2002: 34).

1.5.2. Aşırı Borç Birikimi - Finansal İstikrarsızlık Yaklaşımı

Bir iktisadi birimin alması gereken en kritik karar kümelerinden birisini de yatırım ve finansman kararları oluşturmaktadır. Finansal krizlerin yaşanmasında önemli faktörlerden biri iktisadi birimlerin beklentileri doğrultusunda yatırım ve finansman kararlarında dolayısıyla borçlanma kararlarında attıkları yanlış adımların bütünüdür. Bu yanlışlıklar bütünü kitlesel boyut kazandığı zaman finansal sistem kırılgan hale gelir ve akabinde yaşanacak panik finansal krizlerin yaşanmasını tetikleyecektir. Aşırı iyimser beklentilere dayalı olarak yapılacak aşırı yatırım eğilimleri ekonomi üzerinde yapay bir zirvenin oluşumuna imkân sağlayacaktır. Ne var ki uzun vadede sürdürülemeyecek yapay zirve hali zamanla ekonomik bir dibe dönüşüme sebep olacaktır. Bu durum ise ekonomideki reel yatırımların aslında reel dengelerden kopuk olmasının bir neticesi olarak karşımıza çıkmaktadır (Dalyancı, 2010: 48).

Fisher, Kindleberger gibi ekonomistler tarafından belirtildiği üzere firmaların ya da ülkelerin hızlı büyüme dönemlerinde, büyümenin finansmanı olarak aşırı borç

birikimi oluşmaktadır. Oluşan yüksek düzeylerdeki borç birikimi de finansal krizin yaşanmasında önemli rol üstlenmektedir (Karacan, 2000: 49-50).

Yaşanan finansal krizlerin parasal büyüklükleri etkilemesi dolayısıyla önemli olduğunu savunan parasalcı (monetarist) yaklaşıma kanıt olark bu yaklaşım aslında şunu savunur; finansal krizler öncesinde yaşanan aşırı genişlemenin zorunlu sonucu olan konjonktürün tepedeki dönüm noktası temel unsurlarından birisidir. Fisher konjonktürdeki aşağıya dönüşü iki temel faktörle açıklamaktadır bunlar aşırı borçluluk ve deflasyondur. Konjonktürde daha önce yaşanan yukarı yönlü yükselişlerin nedeni ekonominin kilit sektörlerinde verimli, karlı yatırım fırsatlarının oluşmasına neden olan dışsal olaydır. Dışsal şok üretim ve fiyat artışına yol açarak ilgili sektörlerde yeni yatırımları teşvik edici rol üstlenir. Kar rakamları ile beraber yükselen fiyatlar yatırımları daha da fazla teşvik ettiği gibi diğer yanda sermaye kazançları sağlamak için spekülasyonu da teşvik etmektedir. Esasen banka kredisiyle karşılanmış ve tümüyle borçla finanse edilmiş olan bu süreç mevduat ve para arzını arttırarak fiyatları yükseltir. Devir hızı yükselir ve bu da genişlemeyi tetikler. Fiyatlardaki artış nominal borçtaki artışı telafi eder ve mevcut borcun reel değeri düşer bu durum da daha yüksek düzeyde borçlanmayı teşvik etmektedir. Bu süreç aşırı borçluluk durumuna, taki borçların ödenemez borçluluk seviyesine ulaşmasına kadar devam eder (Fischer, 1983: 45-46).

Krugman 1989 yılında Gertler ve Bernanke'nin kapalı bir ekonomiyi baz alıp hazırladıkları “finansal kırılganlık” modelini dışa açık ekonomiler üzerine de uyarlanabileceği görüşünü savunmuştur. Krugman tarafından geliştirilen modele göre finansal piyasaların yeterli derinliğe sahip olmadığı sistemlerde kurumlar yalnızca öz sermayeleriyle doğru orantılı bir şekilde borçlanabilmekteydi. Şayet kurumların bilançolarında bozulma yaşanır ya da borçlar artarken, varlıklar azalırsa yatırım, üretim ve istihdam düzeyleri düşer ve ekonomide daralmalar yaşanır. Krugman yeni oluşturulacak dördüncü kuşak modelin finansal kırılganlık üzerine ilişkilendirilmesi gerektiğini savunmaktadır. Model yalnızca firma borçlarını değil varlıklarını da dahil ederek özsermayeyi tümüyle analiz edebilmeldir (Sadka ve Helpman, 2003: 15-16).

Finansal istikrar, finansal sistemin kaynaklarının etkin olarak bölüştürülmesi, risklerin bertaraf edilerek fırsata dönüştürülmesi ve menkul kıymet işlemlerini ve/veya ödemelerinin sağlam şekilde yerine getirilme yeteneğinin ifade edilmesidir (Şen ve Altay, 2010: 165). Finansal istikrarın sağlanamama durumuna ise finansal istikrarsızlık olarak bahsetmek mümkündür. Minsky finansal istikrarsızlığı, cari üretim fiyatlarına kıyasla varlık fiyatlarında ani değişikliklerin olduğu bir süreç olarak tanımlamaktadır (Minsky, 1982: 13). Mishkin ise finansal istikrarsızlığı, finansal sistemin şoklara maruz kalması ile bilgi akışının etkin sağlanamaması ile finansal sistemin en temel işlevlerinden olan, fonların verimli yatırım fırsatlarına kanalize edilmesi işlevini sağlayamaması durumunu ifade etmektedir (Mishkin, 1999: 6). Finansal istikrarsızlık tanımlanırken Minsky'nin ikili fiyat sisteminden yararlanmış olduğu görülmekte iken Mishkin'in tanımlamasında bilgi asimetrisinin ön plana çıkarılmaktadır (Mishkin, 1991: 70).

1.5.3. Rasyonel Beklentiler Yaklaşımı

Rasyonel Beklentiler Teorisinin iktisat teorisine girişi 1961 yılı olmasına rağmen, 1970'lerin ortaları itibariyle ağırlıklı şekilde ele alınmaya başlanmıştır (İyibozkurt, 1995: 206). John F. Muth teorisinin temellerini atmıştır (Savaş, 2008: 233). Muth, beklentilerin varsayılmasından yola çıkmıştır ve uyarlanmış beklentiler teorilerine alternatif, rasyonel beklentiler teorisinin temellerini atmıştır (Akdiş, 1992: 61-62). Chicago Üniversitesi iktisatçılardan olan Milton Friedman ve öğrencileri, Muth tarafından geliştirilen Rasyonel Bekleyişler Teorisini daha sonraki yıllarda yeniden ele alınmış ve olgunlaştırmışlardır. 1970'lerin sonlarına doğru öncülüğü "Robert Lucas, N. Wallece'nin ve Thomas Sargent" in üstlendiği kimi iktisatçılar rasyonel beklentilere dair çalışmalar yayınlarak teoriye katkı sunmuşlardır (Aktan, 2008: 175). "Rasyonel Beklentiler Teorisi" olarak iktisat yazınına giren görüş klasik iktisadın esas ilkelerini aynen benimsemektedir (Aktan, 2008: 174-175). Friedman ve öğrencileri piyasa sisteminin iyi işlemesi ve miktar teorisi gibi belli varsayımları yeniden ele almışlardır ve uyarlanmış beklentiler yerine tamamen "rasyonel" olarak nitelenen beklentileri savunmuşlardır (Gurierrien, 1999: 132-133).

Rasyonel beklentiler teorisinin, getirdiği yenilik “beklentiler” hususunda olmuştur. İktisat teorisinde beklentiler ilk kez Cobweb teorisinde “örümcek ağı teorisi” olarak incelenmiştir. Bu teoride özellikle tarımsal ürünlerin arzının ilgili ürünlere olan talepteki beklentiler baz alınarak gerçekleşeceğini açıklanmıştır. Beklentiler konusu üzerinde rasyonel beklentiler teorisyenlerinin öncesinde Keynesyenler ve daha sonra da Monetaristler tarafından incelenmiştir. Keynesyenler ve Monetaristler tarafından fertlerin genel fiyat düzeyindeki değişimleri önceden tahmin ederken “Uyumcu Beklentilere” sahip olacakları ifade edilmiştir. Uyumcu Beklentiler Teorisi gelecekteki fiyat düzeyinin önceki dönem(ler)deki fiyatların düzeyine göre belirlendiğini savunmaktadır. Bu teoriye göre özellikle son dönem fiyatlar genel seviyesi ortalamasının rolü, gelecekteki fiyatların tahmin edilmesi hususunda oldukça önemlidir. Örneğin enflasyon oranının önceki yıl verisi %20 olduğunu varsayarsak bireylerin cari yıl enflasyon oranı beklentisinin %20 olacağı kanısına varırız. Şayet cari yıl içinde enflasyon oranı artarsa (azalırsa), birey sonraki yılda enflasyon oranının artacağını (azalacağını) beklerler ve dolayısıyla iktisadi davranışlarını bu doğrultuda planlarlar (Ekelund ve Tollison, 1986: 687-688).

Rasyonel beklentiler teorisi bireylerin uyumcu değil bunun yerine rasyonel beklentilere sahip olacaklarını bu sebeple iktisat politikası uygulamalarının karşısında derhal aktif tavrı alarak bu politikaların beklenen neticelerini değiştireceklerini öne sürmektedir. Rasyonel beklentiler teorisi bireylerin iktisat politikası uygulamaları ve uygulamaların neden olacağı etkileri hakkında tam bir enformasyona sahip olduklarını savunmaktadır. Dolayısıyla bu teoriye göre tam bir enformasyona sahip bireylerin sistematik hata yapmaları mümkün değildir. Fertlerin rasyonel hareketleri neticesinde iktisat politikası kendisinden beklenen etkileri ve neticeleri doğurmamaktadır. Rasyonel beklentiler teorisini savunanlara göre devletler para arzı, vergiler, kamu harcamaları vb. araçları kullanarak kısa vadede bile üretim, istihdam, fiyat istikrarı gibi ekonomik değişkenler üzerinde etkili olamamaktadır. Bu sebeple de “aktif” iktisat politikalarının yerine “istikrarlı” politikalar uygulanmalıdır. Bu teoriye göre devletler yalnızca oyunun kurallarını belirlemelidir. Fertler de hangi imkânların kendileri için açık olduğunu bilip kararlarının olası neticelerini öncesinden kestirebilmelidirler. Örneğin kamu harcamaları politikası vergi politikasıyla ilgili kararlar önceden

belirlenmelidir ve bu politikalarda sık sık değişikliklere gidilmemelidir. Şayet bir politika değişikliği zorunlu ise bu değişiklik yavaş yavaş uygulamaya geçmelidir (Savaş, 1984: 226-244).

Rasyonel beklentiler yaklaşımında, ekonomide para arzı arttığında bireyler bunun belli bir zaman sonrasında fiyatlar genel düzeyi ile beraber nominal faiz oranını da yükselteceğini tahmin edebilmektedirler. Bireyler para arzının ekonomide enflasyonist bir etkiye neden olacağını öngörebildiklerinden buna karşı rasyonel davranışlar sergileyeceklerdir. Örnek olarak işçilerin nominal ücretlerinin, enflasyon oranında artırılmasını talep edeceklerini verebiliriz. Çok yüksek ihtimalle, işverenler işçilerin bu taleplerinin kabul edeceklerdir. Çünkü işverenler de fiyatlar genel düzeyindeki artışın kendi karlarını yükselteceğini önceden “rasyonel” olarak öngörecektirler. Para arzının arttırılması neticede reel milli gelir, istihdam düzeyinde ciddi bir değişikliğe sebep olmayacaktır yalnızca enflasyonist etkinin doğmasına neden olacaktır. Ücret artışları ile fiyat artışları birbirlerini kovalayacaktır (Ekelund ve Tollison, 1986: 689).

Finansal sistemin istikrarsızlığını ölçümlemede üç kavramdan faydalanılmaktadır. Bunlar (Minsky, 1977: 142);

- Hedge Finansman,
- Spekülatif Finansman
- Ponzi Finansman

Sınıflandırmada, iktisadi birimlerin nakit gelirleriyle, nakit ödeme yükümlülükleri arasındaki ilişki esas alınmaktadır. Hedge finansman yapısı: bütün dönemler elde edilen nakit gelirlerin, nakit ödeme yükümlülükleri aşması durumunu ifade eder. Gelirleri borçlarından fazla olan hedge birimini faizlerin yükselmesi etkilememektedir. Hedge finansman birimleri bu nedenle finansal piyasalardaki olumsuzluklardan doğrudan etkilenmemektedir ve finansal piyasada doğacak olumsuzluklara doğrudan duyarlı olmamaktadır (Minsky, 1977: 142).

Spekülatif finansmanda, yalnızca bazı dönemler nakit girişleri nakit çıkışlarını karşılayamamaktadır. Bununla birlikte dönemin tamamında toplam nakit gelirleri değeri, toplam ödeme yükümlülükleri değerini aşmaktadır. Spekülatif finansman

birimi yükümlükleri gelirlerini aşarsa bu dönemlerde yeniden borçlanması gerekmektedir. Piyasalarda borçlanma maliyeti olan faizlerin yükselmesi durumunda borçlanma maliyeti artacağından borçlu firmanın ödeme yeteneğini yitirme risk düzeyi artar. İşte bu nedenle spekülative birim finansal piyasalarda yaşanacak olumsuzluklara karşı oldukça hassastır duyarlıdır. Bu birimlerin tebdiren para ve likit finansal varlıkları bünyesinde tutma zaruretleri mevcuttur. Belirsizliklerin olmadığı ya da azaldığı, konjonktürün iyileştiği dönemlerde gerek likit varlık taşıma maliyetinin yükselmesi gerek de spekülative finansmanın mükafatının artması gibi sebeplerle spekülative finansman hacmi genişlemektedir (Minsky, 1977: 147).

Ponzi finansman yapısı, çoğu zaman nakit çıkışlarının nakit girişlerinden fazla olması durumunu temsil etmektedir. Ponzi finansman birimlerinin sürekli borçlanmak gibi bir zorunlulukları olduğu için para piyasalarının kaprislerine çok daha fazla maruz kalmaktadırlar. Ekonominin genişlediği dönemlerde konjonktür dalgasının tepe noktasına yaklaştığı dönemlerde kapitalist ekonomilerin hedge birimlerin hakim olduğu bir finansal yapıdan çıkarak spekülative ve ponzi birimlerin hakimiyet kurduğu finansal yapıya yönelim eğilimi söz konusudur (Minsky, 1992: 7).

1.5.4. Belirsizlik Yaklaşımı

Geleceğe dair beklentilerin açıklanamadığı bir durumda karar verme üzerinde yoğunlaşan bu teori; Knight, Keynes, Schumpeter ardından Meltzer, Guttentag Herring tarafından ele alınmıştır. Teori ile gelecekteki getirilerin olasılık dağılımlarıyla modellenemediği durumlarda karar almanın önemi üzerine vurgu yapılmaktadır. Bu konu üzerinde çalışmış ekonomistler finansal krizlerin açıklanmasında belirsizliğin tek faktör olarak alınmaması gerektiğini fakat bunun açıklanmasında zorunlu bir unsur olarak ele alınması gerektiğini savunmaktadırlar (Duman, 2002:135).

Sağlıklı ekonomik büyümenin temini makroekonomik istikrarın sağlanması için finansal istikrar bir ön şart niteliğindedir. Finansal istikrarın tanımı finansal sistemin kaynaklarını etkin bölüştürülmesi risklerin bertaraf edilerek fırsata dönüştürülmesi ve menkul kıymet işlemlerini ödemelerinin sağlam bir şekilde yerine getirilmesi yeteneğini ifade etmektedir. İstikrarlı bir finansal sistem mevcut ise şartlar

zor olsa bile bu işlevlerini yerine getirmektedir. Neticede finansal istikrar şoklar karşısındaki direnç düzeyini göstermektedir. İstikrarlı finansal sistemler belirsizliği minimize ederek reel ekonomiye pozitif dışsallık sağlamaktadır. İstikrarsız finansal sistemlerde yaşanan krizler yüksek ekonomik maliyetlere ve negatif dışsallığa neden olmaktadır (Weber, 2008: 3).

1.5.5. Asimetrik Enformasyon, Aracılık Maliyetleri Yaklaşımı

Klasik iktisatçılar tarafından piyasaların daima dengede olduğu, alıcı ve satıcıların denge koşulları altında her zaman eşit düzeyde ve tam bilgiye sahip oldukları varsayılmıştır. Ancak 1970’lerde Yeni Keynesyen İktisatçılar tarafından piyasa aksaklıklarını açıklarken asimetrik bilgi kavramından yararlanılmıştır.

George Akerlof tarafından ele alınan makalede, otomobil piyasalarında asimetrik bilgi sebebiyle ortaya çıkmış olan limon probleminin, finansal piyasalarda da yaşanabileceği öne sürülmüştür. Limon, Amerikan argosunda kullanılan ve aslında ikinci el piyasasından satın alınan otomobil anlamında kullanılmıştır. Bu piyasada otomobili satın alacaklar, otomobilin durumunu hakkında tam bilgiye sahip değildir ancak satıcılar arabaları hakkında tam bilgiye sahip olup arabanın iyi durumda mı sorunlu mu olduğunu bilmektedir. Bu durum taraflar arasında asimetrik enformasyon/bilginin hüküm sürdüğünü göstermektedir. Arabasını satmak isteyenler arabalarının gerçek durumları bilir fakat düşük fiyatlı satmayı istemezler. Dolayısıyla düşük kaliteli arabalar ortalama fiyatlar ile sunulmaktadır. Düşük kalitedeki arabalar ortalama fiyat düzeyinde alıcı, kaliteli arabalar daha yüksek fiyattan alıcı bulamadığı için ve düşük fiyattan satılmak istenmediği için alıcı bulamaz. Akerlof bu tür bir piyasa işleyişinin finansal piyasalarda da var olabileceğini öne sürmektedir. Sağlık sigortası piyasasında 65 yaş üzerindeki vatandaşların çok zor poliçe satın almaları, yüksek bile olsa niçin piyasayı dengeye getirecek olan fiyat oluşmadığı sorusunu gündeme getirmektedir. Akerlof tarafından şöyle ifade edilmiştir; 65 yaş üstündeki müşterilerin limon olma ihtimali yüksek olduğundan, araz talep dengesi hiçbir fiyat düzeyinde oluşamaz (Akerlof, 1970: 488).

Finansal piyasalar ekonomi için kilit bir role sahiptir çünkü fonların ekonomik birimlerin arasında etkin aktarımını sağlar ve verimli yatırımların yapılması için zemin oluşturur. Ne var ki finansal piyasaların etkin işlemesine engel olan çeşitli nedenler mevcuttur. Bunlardan birisi “asimetrik enformasyon/bilgi” durumudur. Asimetrik bilgi finansal sözleşmelere taraf olan bir tarafın, diğer tarafa nazaran daha az bilgiye sahip olması hususundan kaynaklanmaktadır. Asimetrik bilgiye örnek olarak kredi ilişkilerinde kredi sağlayanların krediyi alanların hakkında daha az bilgi sahip olması durumu, finansal sistemde ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarına sebep olmaktadır (Topallı, 2006: 19).

Asimetrik bilginin etkisinin en önemli olduğu piyasalar menkul kıymetler piyasası ile bankacılık piyasasıdır. Asimetrik bilgi, kimi zaman borçluların yükümlülüklerini geri ödememe risklerine bağlı olarak kredi tayinlemesine sebep olmaktadır. Örnek olarak riskli bir yatırım projesini finanse etmek isteyen bir yatırımcı faiz oranları yükseldiğinde borcunu geri ödemek istemeyecektir. Şayet borç veren kişi yüksek düzeylerde risk içeren yatırım projesini finanse etmeyi isteyen borçlu hakkında fazla bilgi sahibi değilse sağladığı fon miktarı azalacaktır. Bu durum aşırı kredi talebine neden olacak bu da faiz oranlarının daha da artmasını tetikleyecektir (Mishkin, 1990: 2-5). Mishkin asimetrik bilgiyi finansal sistemin işlevini etkin olarak yerine getirememesinin nedeni olarak görmektedir. Finansal piyasa asimetrik bilginin var olması ile etkin biçimde işlemeyecek ve bu nedenle kriz yaşanma riski oluşacaktır (Mishkin, 2000: 8-9).

Asimetrik bilginin neden olduğu diğer sorun ahlaki risk oluşumudur. Ahlaki risk/tehlike borçlu tarafın borcu geri ödemesini güçleştiren eylemlerin tamamını ifade etmektedir (Demirci, 2005: 24). Ahlaki risk ters seçimden farklı olarak borcu aldıktan sonra ortaya çıkmaktadır. Borç olarak sağladığı fonları daha yüksek getiri ve kar beklentisi ile daha yüksek riskli projelerde ya da yatırım fırsatlarında değerlendirmek isteyebilir ancak bu durumda daha yüksek kar edebileceği gibi çok yüksek kayıplar/zararlar da yaşaması yüksek ihtimal dahilindedir. Borç olarak alıp yüksek riskli projelerde zarar ettiği fonu geri ödeyememe riski de doğmuş olmaktadır, bu durum da ahlaki risk içermektedir (Karabulut, 2002: 8).

1.5.6. Kredi Tayinlaması Yaklaşımı

Bankalar için beklenen getiri, kullandırılan fonların zamanında sağlıklı şekilde geri dönme olasılığına bağlıdır. Bankalar zamanında geri ödeneceğini bildikleri kredileri vermeyi tercih ederler ancak bu oldukça güçtür. Bunun sebebi bankaların kredi verdiği kişileri denetlemelerinin zor olmasıdır. Bu sebeple bankalar kredi tayinlamasına gitmeyi tercih etmektedirler (Stiglitz,1981: 10-13).

Kredi talep edenlerin faiz oranları yukarı yönlü hareketlendiğinde diledikleri projeyi seçebilme imkânlar olsaydı başarısız olma olasılığı yüksek olan riskli projeleri seçmeyi tercih edeceklerdi. Çünkü risk ve getiri doğru orantılıdır. Riskli projelerin başarılı olması durumunda yüksek getiri sağlamış olacaklardır. Proje başarıya ulaştığı durumda borçlanan kimsenin getirisi kredi maliyetini aşan kısmı iken bankanın getirisi ise anapara ve faiz ödemeleridir. Fon talep ederek kredi kullanan tarafın beklenen getirisi proje riskinin artan bir fonksiyonunu oluştururken bankanın beklenen getirisi ise riskin azalan bir fonksiyonunu oluşturur (Stiglitz, 1981: 10-14)

Finansal krizler asimetrik bilgi yaklaşımına göre ters seçim ve ahlaki tehlike nedeniyle fonların finansal piyasalarda uygun kişilere olması gereken düzeyde aktarılamamasından kaynaklanmaktadır. Piyasada fon arz-talep dengesinin bozulması ile ekonomik aktivitelerin etkinliğini bozulmaktadır. Bu durum da krizlerin yaşanmasa zemin oluşturmaktadır. Mishkin tarafında finansal krizlerin nedenleri şöyle sıralanmaktadır; faiz oranlarının artması, menkul kıymet piyasalarında yaşanan değer kayıpları, belirsizlikteki artış, banka panikleri de fiyat seviyesinde gözlenen ani düşüşlerdir (Mishkin, 1996b: 64-65).

Keynes'ten farklı olarak Yeni Keynesyen iktisatçılar fon maliyetlerinin yerine fon arzının üzerinde durmuştur. Asimetrik bilgi sorunundan dolayı finansal piyasalarda fon arz ve talep dengesi oluşamadığından “Kredi Tayinlaması” gerçekleşmiş olmaktadır. Borç alan kişilerin riski ile kredi talebinde paralel bir artış oluşuyorsa, faiz oranlarının artması doğal denge noktasını ifade etmemektedir. Bunun sebebi risk düzeyi yüksek kişilerin faiz oranları artsa bile kredi taleplerinden vazgeçmeyecek olmalarıdır. Öte yandan düşük risk iştahına sahip olanlar ise faiz

oranlarındaki artışın yatırımlarının getirisinden yüksek olması dolayısıyla kredi taleplerinden vazgeçeceklerdir. Böylelikle risk düzeyi yüksek kişiler finansal piyasalarda miktarca baskın hale gelecektir ayrıca borç verenlerin fonları tahsil edememelerine dair sorunları da doğuracaktır (Stiglitz ve Weiss, 1981: 393-394).

Kredi tayınlanması Yeni Keynesyen iktisat analizinde krizlerin başlangıç noktası olduğu kabul edilmektedir. Faiz oranlarının belli bir eşiği aşarak yüksek düzeylere ulaşmasıyla artık en karlı olduğu değerlendirilen yatırımlardan bile vazgeçilmek durumunda kalınır. Kredi mekanizmasının etkin olarak çalışmaması nedeniyle, borçlarını ödeyebilme kapasitesine sahip olan ancak o anlık likidite sorunu yaşayan firmaların iflası söz konusu olabilecektir. Akabinde banka bilançolarında bozulmalar ile banka iflasları tetiklenerek kriz derinleşebilecektir (Karabulut, 2002: 33-35). Kullanılan kredilerin bankacılık sektörüne sağlıklı şekilde geri dönmesi hayati önem taşımaktadır. Aksi halde banka iflasları ile kriz çok derin boyutlara erişecektir. Bunu engelleyecek mekanizmaların kurulması çok önemlidir. Ayrıca Yeni Keynesyen iktisatçılar devletin firmalara göre daha fazla bilgiye sahip olması dolayısıyla devlet piyasaya müdahale etmeli, banka bilançolarının güvence altında olmasını temin edecek denetim mekanizmalarını geliştirmeli, verilen fonların bankacılık sistemine etkin ve zamanında geri dönüşünü sağlayacak mekanizmayı oluşturmali, krizleri önleyecek politikalar geliştirmelidir.

1.6. Finansal Krizlerle İlgili Konjonktür Teorileri

1.6.1. K.Marx, Marksist İktisat Görüşü ve Finansal Kriz

Alman siyaset bilimci, filozof, sosyolog ve iktisatçı (1818- 1883) Karl Marx’ dan ismini alan “Marksist iktisat görüşü” sadece iktisadi bir akım olmayıp aynı zamanda felsefi, siyasi nitelikleri içeren düşünce sistemidir. Marx tarafından kapitalist üretim sistemi analiz edilmiş, sistemin zaafı üzerine eleştiriler geliştirmiştir ve Marksist iktisadi görüş bunların üzerine inşa edilmiş böylelikle şekillenmiştir. Marksizm felsefi, Hegel’in diyalektik anlayışını tersten kurgulayıp tarihsel maddecilik görüşünü ortaya atmıştır. Alman ideolojisi olan Feurbach’ın idealist felsefe anlayışı, diyalektik materyalizme dönüştürülüp toplumsal ve ekonomik olgular bu çerçevede

açıklanmaya çalışılmıştır. İngiliz Klasik iktisatçılar ve David Ricardo'nun görüşlerini benimseyen Marx, iktisadi açıdan görüşlerini bunlar üzerinde temellendirmiştir. Marks ele alış yöntemleri klasik iktisatçılardan oldukça farklı olup toplumsal gerçekçi neticeler sağlamıştır (Kazgan, 2008: 293).

Ekonomik kriz olgusu Marksist iktisadi görüşün temellerinin atıldığı yıllar itibariyle Marx ve Engels'in çalışmalarında oldukça önemli bir yer tutmaktadır. Marx'ın kapitalist üretim biçimine yönelik eleştirilerinin yoğunlaşp hız kazanmasında, 1848 devrimleri öncesinde Avrupa'da yaşanan krizlerin de büyük yeri vardır. Komünist manifestodanun öncesinde Marx ve Engels krizler üzerine derin analizler yapıp, tahminler geliştirmiş ve krizlerin yapıları, neden-sonuç ilişkilerini ele almışlardır (Akman, 2010: 17-19).

Klasik iktisatçılardan A.Smith tarafından 1776'da yayımlanan Ulusların Zenginliği kitabı ile iktisatın öncüsü olmuş ve ekonomik liberalizmin kurucusu olarak kabul edilmektedir. A.Smith tarafından tanımlanan "görünmez el/invisible hand" tam rekabetin söz konusu olduğu ekonomilerde kendi çıkarlarını maksimize etmek isteyen bireylerin, toplum çıkarlarının da maksimum seviyeye getirecek olan dengeyi otomatik şekilde oluşturacağı vurgulanmıştır. A.Smith'in takipçisi olan diğer klasik iktisatçılar, tam rekabetçi piyasaların kendiliğinden otomatik bir şekilde tam istihdama dengeye ulaşacağını varsaymaktadırlar. Bu iktisatçılar laissez-faire (bırakınız yapsınlar) ve laissez-passe (bırakınız geçsinler) savını benimseyerek, serbestleşmeyi inşa etmişlerdir (Gencer ve Birol, 2014: 263-265).

Adam Smith tarafından kapitalizmin nasıl başarılı olduğu açıklamıştır ancak pek çok zayıf noktası ifade edilmemiştir (Roubini ve Mihm, 2012: 46-47). Psikoloji bilimi ile klasik iktisatçıları oldukça ilgisini çekmiştir. Klasik teorisyenlerden; Adam Smith 1723- 1790, David Hume 1711- 1776 ve Jeremy Bentham 1748- 1832 tarafından ele alınan çalışmalarda, bireylerin iktisadi davranışlarının temelleri, psikoloji bilimi ile açıklamaya çalışılmıştır. 19. yüzyıl iktisatçılarından özellikle başı çekmiş olan; "David Ricardo, Jean Babtiste Say, Alfred Marshall ve Leon Walras" Adam Smith' in "piyasaların her daim bir tür mucizevi dengeye yönelimiyle temelde kendi kendini düzenlediği" ne dair görüşlerini yeniden düzenlemiş ve matematiksel

bir yapı geliştirmişlerdir. Yaşanan 1929 Buhranı ile İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra Chicago Üniversitesi'nde ekonomi profesörü Eugene Fama ve serbest piyasa ekonomisi teorisyenleri tarafından “piyasaların tamamıyla rasyonel ve etkin olduğunun” ispatlamasına dair detaylı matematiksel modeller geliştirilmiştir. Klasik iktisatta olduğu gibi Neoklasik iktisat da psikoloji bilimi ile yakından ilgilenmiştir. Jevons iktisadi büyüklüklerin sayısal ifade edilebilir olmasının büyük şans olduğunu savunur. İstatistik ve matematiğe çok önem vermesine rağmen Jevons'un teorisine “sübjektif fayda” hakimdir. Jevons faydanın sübjektifliğinden dolayı ancak ordinal bir fayda anlayışı ile karşılaştırmanın mümkün olduğunu bireyler arası bir karşılaştırmanın ise mümkün olmadığını ifade etmiştir. (Eser ve Toigonbaeva, 2011: 289-291).

A.Smith'ten günümüze kadar ekonomik ve iktisadi alanda değişimler gelişimler yaşanmıştır. Bu gelişmeler neticesinde kapitalizm veya liberal ekonomik sistem günümüzde piyasa ekonomisi halini almıştır. Liberal ekonomik rejim uygulamalarında yaşanan sorunlar sonrasında kapitalist sistemin karşıtı olan Karl Marx tarafından sosyalizm ortaya atılmıştır.

O dönemler Klasik liberalizm tarafından yeterince açıklanamayan hususlar mevcuttu. Bu sorunlardan kimileri tam anlamıyla şirket olgusu, şirketlerin teşkilatlanması, hukuki yönüyle şekilleri, yeni rekabet biçimleridir. Üretim, satış, kalifiye personel yönleriyle bilimsel anlamıyla işletmeye ihtiyaç duyulmaktaydı. Kartelleşmiş büyük grupların doğuşu, küçük birimlerin kapitalizmini marjinalleştirmektedir. Oligopollerin ve tekellerin fiyatlarda anlaşma sağlamalarıyla, manipüle edici ve tahakküm kurucu uygulamaları nedeniyle herkesin yararına olan rekabet ortamı zedelemektedir. (Dardot ve Laval, 2012: 111-112).

Klasik iktisatçılar, ekonomik istikrarsızlığın hükümetin izlediği doğru olmayan para politikalarından kaynaklandığını ifade etmektedir. Krizin sona ermesinin koşulunun ise, devletin piyasaya müdahalesinden vazgeçmesiyle mümkündü (Savaş, 1998: 254).

K.Marx ise; Klasik liberalizmin eksikliklerine karşı çıkmakta olan konjonktür dalgalanmaların, kapitalist sistemin doğasından kaynaklı olarak yaşandığını savunmuş

olmasına rağmen buna dair bilimsel nitelikte kabul edilebilir herhangi bir teori geliştirememiştir. Karl Marx da Klasik İktisatçılar gibi konjonktür dalgalanmaların varlığı kabul edilmiştir (Hiç, 1979a: 4).

Kriz kavramı klasik iktisatçılardan farklı olarak Marx tarafından, dışsal faktörler sonucunda meydana gelen bir durum değil de kapitalizmin kendi iç çelişkileri dolayısıyla doğan yapısal bir sorun şeklinde ele alınmıştır. Krizler kapitalist üretim ilişkilerinde var olan çelişkilerinden doğmakla beraber sistemin çöküşüne zemin oluşturmaktadır (Özgüven, 2001: 175).

1.6.2. T.Veblen ve Finansal Kriz

Veblen ana akım iktisat tarafından kabul gören homo-economicus tipolojisini reddetmektedir. Bunun yerineyse düşünce alışkanlıkları çerçevesinde davranışlar gösteren bireylerin varlığından söz etmektedir (Erkan, 2016: 32). Veblen, kurumların ve insanların davranışlarının daha doğru analiz edilebilmesi için antropoloji, psikoloji, sosyoloji gibi disiplinlerden de yararlanılması gerektiğini ifade etmemektedir (Hodgson, 2000: 318).

İktisadi krizlerin yaşanmasıyla, ana akım iktisatın sorgulanması ve yeni paradigma arayışları tetiklenmiştir.

Gerçek olan şudur ki, piyasa ekonomisi içsel olarak kriz üretmektedir ve doğası gereği istikrarsız olduğundan krizlerden çıkabilmek için yoğun müdahale ve düzenlemelerin yapılması şarttır. Minsky tarafından 2008 yılında yazılan kitabın başlığında da ifade edildiği üzere “İstikrarsız Ekonominin İstikrarı” mevzu bahistir. İstikrarsızlığın azaltılması noktasında yüksek maliyetlere katlanılmakta sonrasında mevcut ya da yeni kurumsal gelişmeler neticesinde tekrar ortaya çıkmaktadır. Piyasa ekonomisinin başlıca gerçekleri; değişme, süreksizlik, evrim, ani donmalar, ani durum değişiklikleri ile ani kesikler, doğrusal olmaması, kendi kendine organize olma, kendiliğinden düzen, birbirini etkileme ve adaptasyon özellikleridir. Bunlar göz önüne alındığında denge, dengesizlik, çoklu denge kavramlarının yerine denge dışı (out of equilibrium) kavramının kullanılması uygun olabilir. Çünkü dengesizlikten bahsedebilmek için aslında öncelikle dengenin ne olduğunun bilinmesi gerekmektedir.

Ayrıca dengenin olmaması (non-equilibrium) kavramının kullanılması da bir başka öneri olarak yer almaktadır (Eren, 2016: 3).

Kredi genişlemesiyle ilişkili bir şekilde kar oranlarında oluşan dalgalanmalara bağlı olarak geliştirmiş finansal kriz teorisi mevcuttur. Buna göre kredi genişlemesine nedeni ile ekonomi genelinde kar beklentileri artış yönlü oluşur bu da ekonomiyi genişleme evresine taşımaktadır. Ancak bu süreçte gerçekleştirilen yatırım genişlemesi maliyeti, hâsılâtın üzerinde oluşabilmektedir. Böyle bir durumda kazanç tutarları düşer ve zarar oluşur. Bunun yanında likiditasyon eğilimi artış gösterir, krediler iptal olur, fiyatlar düşer, faiz oranları artar, varlık fiyatları düşüş gösterir. Bu durumun ekonomi geneline yayılması ile kriz ortaya çıkması kaçılmazdır. Krizin yaşanmasının temel nedeni, aşırı kredi genişlemesi neticesinde kar beklentilerinin azalma eşiği itibarıyla likiditasyonun artma eğiliminin neden olduğu panik halinin finansal sistem üzerinde oluşturduğu olumsuz etkidir. Veblen iktisadi faaliyetlerin üç safhasını şöyle tanımlar; iktisadi birimlerin risk iştahında artma bu da aşırı genişleme ve coşkuyu ifade eder, sonrası depresyon ve üçüncü aşama krizin yaşanmasıdır (Veblen, 1904: 12).

Kredi mekanizması, üretken kapitalistler açısından ek para sermayesi anlamına gelmekteyken, bir tarafta da üretilen metaların hızlı bir şekilde el değiştirmesine olanak tanımaktadır. Her iki fonksiyonun etkin olarak işlemesiyle, sermayenin üretim ve dolaşım sahasında kalma süresi azalarak sermayenin geri dönüş hızının arttığı gözlemlenmektedir. Sermayenin geri dönüş hızının artmasıyla, belirli zaman diliminde birim para sermayenin üretken sermayeye dönüşmesiyle daha fazla artı değer sağlaması veya dolaşım sürecindeki metaların hızla paraya çevrimine olanak tanınmasıyla ticari sermayenin dolaşım hızının yükselmesine sebep olmaktadır. Böylelikle üretken sermaye sahibi ve ticari sermaye sahibi zaman kısıtını aşmış olmaktadır. Kredi sayesinde üretici, henüz üretilmemiş metaa için finansal destek/kredi alabilir. Kapitalist krediyi kendi sermayesiymiş gibi kullanmaktadır. Kredinin, kapitalistin sermayesi olarak, belli süre için bile olsa, mülkiyetine geçmesiyle, kapitalistin temel hedefi olan üretime yatırmış olduğu sermayenin kısa zamanda geri dönmesini kolaylaştırmaktadır (Veblen, 1932: 50).

Veblen kurumsal değişimin gerçekleşmesi hususunda “patika bağımlılığı” kavramını vurgulamaktadır. Patika bağımlılığı, rastlantsal tarihsel olayların sonradan ortaya çıkan gelişmelerin yönünü belirlediğini ifade etmektedir. Ancak tesadüfi tarihsel olayların ana akım iktisatta yeri yoktur. Dolayısıyla Veblen ekonominin ve ekonomik gelişmelerin statik olmayan, dinamik süreç içinde incelenmesinin gerekliliğini savunmaktadır (Güler, 2012: 57).

1.6.3. W. C. Mithcell, Finansal Kriz

Veblen ’in en gözde öğrencilerinden Wesley Clair Mitchell, iktisadi dalgalanmalara dair pek çok araştırma gerçekleştirmiş ve önemli katkılar sunmuştur. Mitchell’ in finansal krizlerle dair yaklaşımının, Veblen’ in yaklaşımıyla paralellik gösterdiği bilinmektedir. Mitchell depresyon dönemlerinden sonra ekonominin genişleme devresine girdiğini, iktisadi faaliyetlerin hızlandığını, kar ve beklentilerin iyileşeceğini savunmaktadır. Bu süreç içinde yüksek beklentiler çerçevesinde stratejik yatırımlar yapılır ancak her süreç kendi içerisinde karşıtlarını da barındırmaktadır. İktisadi genişleme sürecinin ilerleyen aşamalarında, iktisadi gerileme ortaya çıkmaya başlar yatırımlar yapıldıkça maliyetler de artmaktadır. Uzun vadeli finansman imkânları azalmaktadır bu nedenle yatırımlar kısa dönemli ve yüksek maliyetli borçla finanse edilmeye çalışılır. Yeni siparişler azalır fakat eski ya da mevcut siparişlerin yerine getirilmesi için iktisadi faaliyetler devam etmektedir. Maliyet düzeylerindeki artış ve hâsılattaki azalma gelecekte oluşacak kar beklentilerini olumsuz yönde etkilediğinde genişleme evresi son bulur finansal kriz süreci başlamış olur. Kar düzeylerindeki yüksek beklentiler nedeniyle krediler ve yatırım düzeylerindeki artış ile ivme alan iktisadi genişleme evresi kar düzeylerinin düşeceğine dair olumsuz yönde oluşan beklentiler ile yerini likiditasyon sorunu ekonomik daralma evresine bırakmaktadır (Dalyancı, 2010: 59-60).

Kriz kavramını, ekonomik çevrimler süreci şeklinde tanımlayan ilk düşünür 1860 yılındaki tanımıyla Fransız iktisatçı C. Juglar olmuştur. C. Juglar tarafından uzun vadede yaşanan genişlemenin 6-11 yıl arasında değişebilen ortalama 8 yıllık bir süreç olduğu belirtilmiştir. Juglar ekonomik çevrimlerin düzenli bir ritminin olduğunu vurgulamıştır. Juglar krizlerin ortaya çıkışının kapitalist ekonomik düzenin “normal”

bir boyutu olduğunu savunur. Juglar’ce tespit edilen ekonomik çevrimler (1941) klasik çevrimler-temel çevrimler şeklinde A. H. Hansen tarafından isimlendirilmiştir. Daha sonra Amerikalı iktisatçı J. A. Schumpeter ise “Juglar çevrimleri” olarak tanımlamıştır (Rosier, 1994: 22).

W. C. Mitchell tarafından ele alınan “Business Cycles” başlıklı çalışmada konjonktürel dalgalanmaları matematik ve istatistik yöntemleri ile ölçümlemiştir. 1913 yılında W. C. Mitchell konjonktürü “zaman serilerindeki hareket” olarak ele almış 1946’da ise ülke ekonomilerinin ekonomik aktivitelerinde gerçekleşen hareketlerin bir türü şeklinde tanımlamıştır. Ekonominin periyodik olmayan konjonktür devrelerinden geçeceğini belirten Mitchell, bu devrelerin 1 ya da 10-12 yıl arası değişiklik gösterebileceğini ifade etmiştir. R. Lucas tarafından da “konjonktürel dalgalanmalar” konusunda pek çok önemli çalışmalar yapılmıştır. R. Lucas en başta “GSMH’deki trend hareketleri” olarak tanımladığı kavramı ardından genişletmiş ve “farklı zaman serilerinde trendden sapmaların birlikte hareketi” tanımlı yapılmıştır (Parasız ve Bildirici, 2006: 4-7).

Konjonktürel dalgalanmalar olarak dört temel evre “daralma, dip, genişleme, zirve” şeklinde iktisadî yaklaşımlarda genel kabul görmesine rağmen konjonktürü kapsayan “uzun dalgalar” ile “ekonomik krizlerin nedenleri” üzerinde farklı yaklaşımlar mevcuttur. Örneğin Kondratieff kuramında ekonominin içinden kendiliğinden işleyen bir mekanizmanın var olduğu ifade edilmektedir. Var olan işleyen bu mekanizma ile yaklaşık 25 yıllık “genişleyen bir uzun çevrimi” yine aynı uzunlukta bir “duraklama çevrimi” takip etmektedir. E. Mandel; Kondratieff tarafından kapitalist uzun dalgaların tespit edildiğini ancak çevrimlerin neden ve sonuçlarının neler olduğunun açıklanamadığını savunmaktadır. Mandel kapitalist uzun dalgalar ve teknolojik devrimlerin “ortalama kâr oranlarında gözlemlenen iniş çıkışlarla” anlaşılabileceğini ifade etmektedir. Ayrıca Mandel duraklayan uzun bir dalgadan, genişleyen bir uzun dalgaya geçişin yalnızca iktisadî faktörle açıklanmasının doğru olmadığını savunmaktadır. Geçiş koşullarının belirlenmesinde ekonomik nedenlerin dışında coğrafi, tarihî, siyasi vb. etkenler de mevcuttur. Ortalama kâr oranlarında 1848, 1893 ve 1940/1948 yıllarındaki dönüm noktalarından sonra yaşanan ani yükselişlerde iktisadi nedenlerin dışında faktörler kilit rol üstlenmiştir. Bir

uzun dalganın ortaya çıkmasında savaşlar, kapitalist yayılma/daralma, kapitalistler arasındaki rekabet, sınıf mücadelesi, devrimler/karşıdevrimler gibi çeşitli iktisadî kökenli olmayan faktörler de rol üstlenebilir (Mandel, 1991: 23-27).

Uzun dalgalar hususunda iktisat yazınında tartışmalar sürüyor olmasına rağmen krizlerin genellikle konjonktürel dalgalanmaların daralma veya dip noktalarında patlak verdiği dair genel bir konsensüs olduğu ifade edilebilir. İktisadî dalgalanmaların nedenleri siyasal iktisat teorisine göre ekonomik nedenlerle ve ekonomik olmayan etkenlerle açıklanmaktadır.



İKİNCİ BÖLÜM

2. 2008 KÜRESEL KRİZİ İLE DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE YAŞANMIŞ OLAN DİĞER BAŞLICA FİNANSAL KRİZLERİN ELE ALINMASI

Çalışmanın bu bölümünde öncelikle 2008 krizinin yaşanmasına zemin hazırlamış olan nedenler ele alınmış ve açıklanmıştır. Daha sonra kronolojik sırasına göre dünyada yaşanmış krizlere değinilmiştir. Son olarak da ülkemizde gerçekleşmiş olan krizler elen alınmıştır.

2.1. 2008 Küresel Mortgage Krizi

Mortgage banka vb. finansman kurumların konut sahibi olmak amacıyla kredi talep eden bireylere verilmiş olan kredi neticesinde gayrimenkulün ipoteğiyle güvence altına alınan kredi türü olarak ifade edilebilir (Fabozzi ve Yuen, 1998: 11). Yine bir başka deyişle Mortgage ev, arsa gibi gerçek bir mülkün satın alınması amacıyla kişi ya da işyerlerine verilmiş olan borcu temsil etmektedir (Saunders ve Cornett, 2001: 189).

Subprime Mortgage “yüksek risk, yüksek faizli ipotekli kredi, eşik-altı ipotekli kredi” piyasasında ipotekli kredi oranlarının arttığının görülmeye başlandığı 2006 yılının başlarında ABD’de finansal krizin ortaya çıktığı kabul edilmektedir. Kredi faizlerinde yaşanan bu artış önceki on yılda olağanüstü yüksek emlak fiyatları sonrasında ABD’de konut fiyatlarının düşmesine sebep olmuştur.

ABD’de patlak veren finansal kriz ve gerileme küresel ölçekte finansal ve ticaret bağlantıları ile yayılma imkânı bulmuştur. Yabancı bankalar ABD’de konut fiyatlarının artış gösterdiği dönemde ABD konut piyasasında yatırım için fırsat kollamışlardır. İlerleyen süreçte konut fiyatlarındaki düşüşün başlaması ile yatırımlarını Ağustos 2007 itibariyle likide çevirmeye çalışan yatırımcılar alıcı bulamadıkları için bu girişimlerinde başarısız olmuşlardır. ABD’deki finansal kurumlara güvenin kaybolması ve kredinin azalmasıyla uluslararası bankalar ödünç olarak verdikleri paralardaki faiz düzeyini artırma yoluna gitmiştir. ABD’deki

ekonomik yavaşlamanın neticesinde ABD'nin, Avrupa Birliği, Çin ve Meksika 'da yaptığı ithalat düzeyi de düşmüştür. Yabancı ülke Gayrisafi Yurtiçi Hasılları da bu nedenle düşmüş olup ekonomik gerileme dünya geneline yayılma başlamıştır (Ulussever vd. 2010: 103-104).

ABD konut piyasasında 2007 yılı ortalarında başlayan problemler giderek büyümüş ve problemler gelişmiş ülke ekonomilerinden gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde de yaygınlaşarak sorunlar küresel boyut kazanmıştır. Küresel krize gidilen süreci başlatıp ve yaygınlaştıran hususların aşağıdaki gibi ifade edilmesi mümkündür (Alantar, 2008: 1);

- Kredibilitesi olmayanlara dahi verilmiş olan yüksek faizli krediler,
- Likidite bolluğu,
- Aşırı menkul kıymetleştirme,
- Derecelendirme kuruluşlarının etkinliğinin yetersiz olması,
- Saydamlık eksikliği,
- Düzenleyici ve denetleyici kurumların krizin oluşmasına müdahalede gecikmiş olmalarıdır.

2.2. 2008 Mortgage Krizine Neden Olan Faktörler

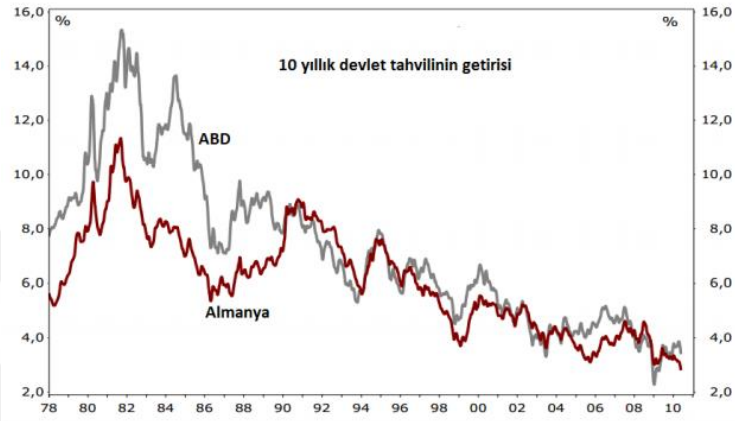
2008 küresel krizinin yaşanmasına sebep olan çeşitli faktörler ele alınmış ve aşağıda kısaca açıklanmıştır.

2.2.1. Tedbirsiz Olarak Verilmiş İpotekli Krediler

Konut fiyatlarının yükselmiş olduğu, faiz oranlarının düştüğü ve kredi bolluğunun var olduğu koşullarda, borç verme koşullarının gevşetilmesiyle beraber insanların normalde gücünün yetmeyeceği evleri satın alabilecekleri bir zemin hazırlanmıştır. Konut fiyatlarının düşmeye başlaması ve kredi borç ödemelerinin kötüye gitmesi finansal sistemde ciddi bir şokun oluşmasına sebep olmuştur. Körü körüne verilen kredilerin krizin yaşanmasında önemli bir rol üstlendiği kabul edilmektedir. Bununla beraber subprime yani eşik-altı kredi borçları “1-1.5 trilyon dolar”; toplam ipotekli kredi borçları “yaklaşık 11 trilyon dolar” içindeki hacmi

göreceli olarak küçük bir alanı ifade etmekteydi. Kredi piyasasındaki toplam borç tutarıysa 50 trilyon dolara erişmişti (Jickling, 2010: 5).

Düşük faiz oranları konut satın almak amacıyla borçlanmayı kolaylaştırmış ve konut fiyatları ciddi ölçüde artış göstermiştir. 1978-2010 yılları arasında, faiz oranlarındaki düşüş aşağıdaki Şekil II’de ifade edilmiştir.



Şekil 2.1: ABD ve Almanya’da Faiz Oranlarındaki Düşüş

Kaynak: Norgren, 2010: 18.

2.2.2. Gayrimenkul Balon Oluşumu ve Balonun Patlaması

2007 yılında ABD konut piyasalarında baş göstere çöküntü finansal piyasalar üzerinde derin istikrarsızlığa sebebiyet vermiş akabinde likidite krizini halini alarak dalga dalga tüm dünyada yayılım göstererek, küresel kriz zeminini oluşturmuştur. Krizin yaşanması noktasında altta yatan en temel nedenin; tarihinin en büyüklerinden olan gayrimenkul ve kredi balonu işaret edilmektedir. Ancak krizin yaşanmasında, kredilerin değil onlardan türetilerek gerçekleştirilen işlemlerin neden olduğu yani yüksek hacimlere ulaşan türev ürünlerden kaynaklanan kriz olarak tanımlanması daha doğru olacaktır (Öztürk ve Gövdere, 2010: 394).

ABD de oluşan ve 2008’e ulaşıldığında küresel boyuta erişen finans krizinin gelişimi irdelendiğinde konut piyasası ile bunlara bağlı şekilde çıkarılmış türev ürünlerin zamanla olması gerekli olan değerini çok daha üzerine çıkınca balon etkisi oluşturmuştur ardından oluşan balonun patlamasıyla krizin boyutu ortaya çıkmıştır.

Dikkat çeken bir idea da izlenegelen gevşek para politikası ile konut fiyat düzeylerinin sürdürülemez seviyelere tırmanmasına izin veren Fed'in yaşanan krizi tetikleyici bir rol üstlendiğidir. Oluşan fiyat balonlarının gerçek ortaya çıkıncaya değin doğru şekilde saptanması oldukça güçtür. Bu da karar vericiler tarafından oluşan fiyat balonlarına karşı zamanında ve etkin tepki geliştirmelerinin sınırlandırılmasına neden olmaktadır. Ekonomi üzerinde fiyat balonları nedeniyle oluşacak etkiler yadsınamayacak kadar mühim olduğu görülmüştür. Varlık fiyat balonları nedeniyle yatırım harcamalarında ve tüketim düzeylerinde volatilité gözlemlenir en kötü senaryodaya finansal istikrarsızlık yaşanılması kaçınılmazdır. Kimi eleştirmenlerin savunduğuna göre oluşan balonların neden olacağı zararlara engel olmak için FED'in daha agresif kararlar alması gerektiğini savunmaktadır. FED tarafından agresif bir politikanın izlenmesi FED'i misyonlarından olan ekonomik büyümenin istikrarlı şekilde sağlanması ve enflasyon istikrarı misyonlarından uzaklaştıracağını öne sürmektedir. Bu nedenle balonlar şayet ekonomik büyüme ve enflasyonu etkilerse ancak böyle bir durumda balonlara karşı FED'in reaksiyonda bulunacağı belirtilmektedir (Labonte, 2007: 21).

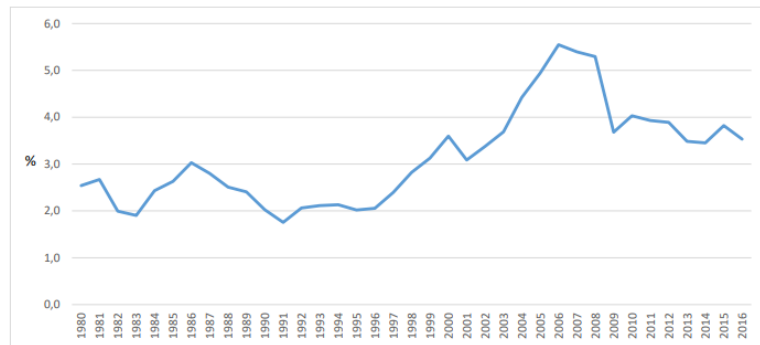
2008 krizi gelişim göstermesi ile birçok açıdan irdelenip ele alınabilir. Krize dair eleştirilerden birisi de FED Başkanı Alan Greenspan izlememiş olduğu politikalardan kaynaklanan olumsuzluklar olduğu yönündedir. 1991 yılı itibarıyla ABD'de faiz oranları düşük seyretmekte ve bu düşük faiz oranları devam ettirilmesiyle beraber bollaşan sermaye Amerikan toplumunun tüketim harcamalarını büyük ölçüde yükseltmiştir. Bunlarla birlikte bankalar da yükselen konut fiyatları sebebiyle ipotekli konut kredilerindeki artışının desteklenmesine yönelik birçok mühim adım atmıştır. Bankalar ise kredi bazlı risk düzeyini ihlal ederek yani yüksek risk grubundakilere dahi, ipotekli konut kredi taleplerini karşılama yoluna gitmiştir. Karlı bir yatırım olarak değerlendirildiğinden konut piyasası kapsamında türev ürünler çıkartılmıştır. İlerleyen zaman içinde menkul kıymet fiyatları olması gereken gerçek fiyatlarının çok üzerine çıkmasıyla balon etkisi oluşmuştur. (Savaş, 2012: 154-161).

2.2.3. Küresel Çaplı Dengesizlikler

Küresel dengesizliklerin ödemeler bilançosunda cari işlemler hesabında gerçekleşen gelişmeleri baz aldığını ve basit olarak tanımlanacak olursa; ülkelerin vermiş oldukları görece büyük boyutlarda ve süreklilik gösteren cari işlemler açığını veya fazlalarını ifade ettiği söylenebilir (Chinn, 2013: 68). Ülke ekonomilerince verilmiş olan cari işlemler açık ya da fazlaları, sermaye akımları ve/(veya) rezervlerin değişimleri ile dengelenmektedir.

Küresel ölçekli finansal sermaye hareketleri gözlemlendiğinde istikrarsız seyir dikkat çekmektedir. Çin'in, Japonya'nın ve Almanya'nın her yıl için fazla verdiği ABD'nin, İngiltere'nin ve diğer bazı ülkelerin ise açık vermiş olduğu görülmektedir. ABD dış borç açığının iç borçluluk düzeyinin bir yansıması olduğu savunulmaktadır. ABD'nin bu şekilde borçlanmaya süresiz olarak devam etmesinin sürdürülebilir bir durum olmadığı ifade edilmektedir. Birikmiş olan bu stres finansal olarak bozulmaya neden olmuştur (Jickling, 2010: 5).

Ülkelerin verdikleri görece büyük boyutlarda cari açıklar veya fazlalıklar “küresel dengesizlikler” kavramını ifade eder. ABD cari açığı 2000’li yılların ortalarında rekor düzeye erişmiştir. ABD rekor cari açıklarıysa, petrol ihracatı yapan ülkeler ile Çin başta olarak gelişmekte olan ülke ekonomilerinin fazlalarıyla karşılanmıştır. Böylelikle sermayenin ilk defa çevreden-merkeze doğru hareket ettiğine şahitlik edilmiştir.

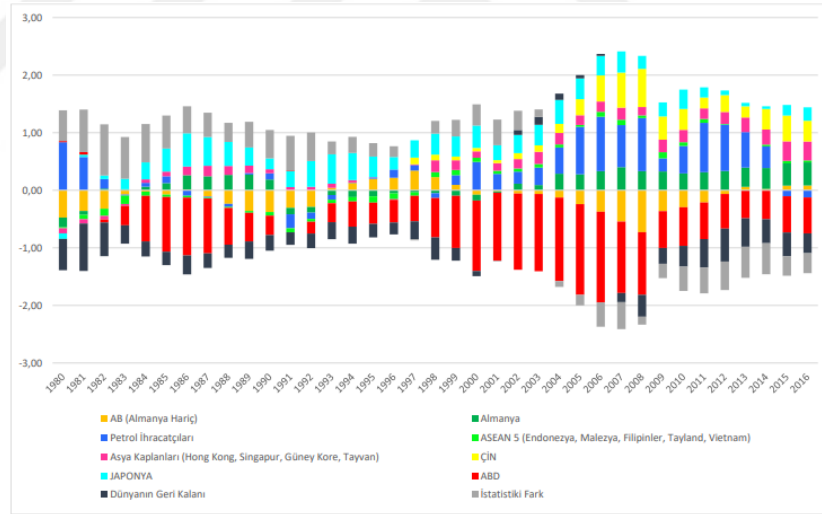


Şekil 2.2: Dünya Cari İşlem Dengelerinin Toplamı (mutlak değer, Dünya GSYH'ye oranı olarak)

Kaynak: World Economic Outlook, Ekim 2016.

Yukarıda yer alan grafikten, küresel dengesizliklerin 1996 yılı sonrasında hızlı ve sürekli artış gösterdiği anlaşılmaktadır. Sürekli artış trendinin sadece 2001 yılında sekteye uğradığı görülmektedir. 2001 yılında gözlemlenen aşağı yönlü hareket açıklanmak istendiğinde bunu kısmen ABD’de yaşanan resesyonun sonucu oluşan düşük büyüme oranlarıyla kısmen de petrol fiyatlarının düşmesi sebebiyle petrol ihracatçısı ülkelerin verdikleri azalan cari fazlalarla açıklanabilecektir (Bracke vd., 2010: 1143).

1990’lı yılların ikinci yarısı itibariyle ortaya çıkan ve 2000’lere gelindiğinde “küresel dengesizlikler” diye anılan dış dengesizlikler döneminin gerek dengesizlikler boyutu açısından gerek net tasarrufların akış yönü bakımından diğer dönemlerden farklılaştığı görülmektedir.



Şekil 2.3: Dünya’da Cari İşlem Dengelerinin Dağılımı (Dünya GSYH’ye Oranı Olarak, (%))

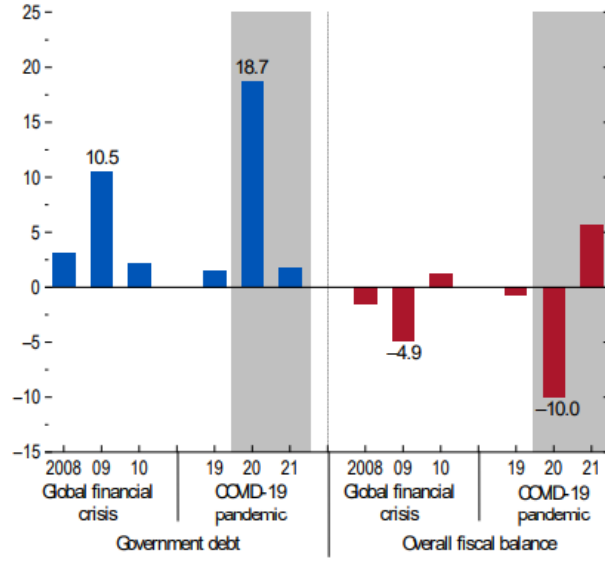
Kaynak: World Economic Outlook, Ekim 2016.

Yukarıda grafik incelendiğinde, günümüzdeki küresel dengesizlikler ile 1980’lerde görülen dengesizlik dönemi kıyaslandığında günümüz küresel dengesizliklerin daha yüksek boyutlara ulaştığını görmekteyiz. 2000 yılında sıçrama yapan dengesizlik boyutu 2008 yılında zirve yapmıştır. Aşırı genişleyen dengesizlikle bakıldığında; gerek açık tarafın gerek de fazla tarafın dikkat çekici boyutta gelişim

sergilediği grafikten anlaşılmaktadır. Açık kısmını ele aldığımızda ABD’de cari açıkların 1996 yılından itibaren ciddi bir artış sergilediği dikkat çekmektedir. 2006 yılına gelindiğinde ABD 2006 yılında cari işlemler açığı kaleminde zirve yapmış ve 806,7 milyar dolara erişmiştir. Küresel dengesizliklerde genişleme trendinin 2007-2008 finansal krizine kadar kesintisiz şekilde devamını görmekteyiz. Krizden sonra, ABD cari açıklarında ve genel çerçevede dış dengesizliklerde bir uyum gerçekleşmişse de küresel dengesizlikler sorunu dünya ekonomisi bakımından hala güncelliğini korumaktadır.

Cari fazlaların verildiği kısmı ele aldığımızda 1996 yılından sonra küresel dengesizliklerin genişlemeye başladığını görmekteyiz. Bu noktadan sonra ABD’nin cari açıkları artmakta iken Petrol İhracatı yapan ülkelerin özellikle 2004-2008 yılları arasında sürekli artan trendde cari fazla verdiğini, bunun yanında Japonya’nın, Çin’in ve AESAN 5 ülkelerinin bu dönemlerde cari fazla verdiğini görmekteyiz. Gelişmiş ülkelerden olan Japonya’nın, 1980’lerden bu yana yüksek düzeyde cari fazlalarını sürdürmekte olduğunu görüyoruz. Grafiğe bakıldığında Almanya’nın 2002 yılından sonra, ciddi seviyede cari fazlalar verdiğini görmekteyiz.

Grafikten de çıkarıldığı gibi son olarak yaşanmış olan küresel dengesizlikler döneminin en ayırt edici özelliğinin gelişmekte olan ülke ekonomilerinin giderek artan trendde cari fazla vererek 2000’li yılların ortasına ulaşıldığında küresel düzeyde verilen toplam fazlanın büyük bir kısmına sahip hale gelmeleri olduğu ifade edilir. Özellikle Çin ve petrol ihracatçısı ülkelerin 2000’ler boyunca ciddi cari fazlalar vermiş oldukları görülmektedir bu cari fazlalar da ABD tarafınca verilen cari açıkları finanse etmiştir. Buna bir de Asya kaplanları ile ASEAN ülkeleri gibi diğer Doğu Asya ülkelerinin cari fazlaları eklendiğinde görmekteyiz ki dünya tasarruflarının büyük kısmına, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin sahip olduğunu anlıyoruz. Böylece özellikle 2005 yılı itibariyle sermayenin gelişmekte olan ülke ekonomilerinden ABD’ye doğru akmaya başladığı görülmektedir. 2008 küresel krizi sonrasında küresel dengesizliklerin bir miktar düzelme gösterdiği görülse de, ülkeler arasındaki dağılımsal yapının hala geçerliliğini koruduğu dikkat çekicidir.



Şekil 2.4: Küresel Devlet Borçlarında ve Genel Mali Dengedeki Değişim (2008 Mortgage Krizi ve 2019 Covid Pandemi Döneminin Mukayese Edilmesi)

Kaynak: World Economic Outlook, Haziran 2020.

2019 yılında Çin'in Wuhan eyaletinde ortaya çıkıp tüm dünyaya yayılan Covid-19 pandemisi ülke ekonomileri üzerinde kalıcı büyük tahribatlara neden olacağı öne sürülmektedir. Öyle ki 2020 yılında Covid-19 pandemisi nedeni ile oluşan devlet borçlarının ve açıklarının 2008 küresel Mortgage krizinde 2008-2010 döneminde oluşandan daha fazla arttığı yukarıdaki tablodan anlaşılmaktadır. Covid-19 pandemisi günümüzde hala yayılım göstermeye devam etmektedir ve dünya ekonomilerine etkisinin 2008 küresel finansal krizinden daha yıkıcı olacağı öngörülmektedir. Covid-19 Pandemisi sonrasında ekonomik dengelerin değişeceği bir düzenin kurulması oldukça muhtemeldir.

2.2.4. Seküritizasyon

Seküritizasyon, likit olmayan varlıkların pazarlanabilir finansal ürünlere çevrilmesini hedefleyen finansal bir araçtır. ABD finansal sisteminde Seküritizasyon 1970'ler itibariyle yerini almıştır. Seküritizasyon esasen kredi riskini; borç verenden yatırımcıya aktarmaya yarayan bir alternatiftir (Alam vd., 2010: 2).

ABD finansal krizinde kredilerin geri dönmemesiyle ipotek karşılığında kredi veren finansman kurumlar zarar etmiş ve taahhütlerini de yerine getiremez hale gelmiştir. Ayrıca finansman kurumlarının çıkarılmış varlığa dayalı menkul değerlere dayanarak da varlığa dayalı menkul kıymet çıkarmış olmaları nedeniyle kredilerin geri dönmemiş olması finans sektörü üzerinde zincirleme ve adeta bir çarpan etkisi doğurmuştur (Akgüç, 2009: 7).

ABD’de likidite bolluğunun olduğu 2000-2006 döneminde menkul kıymetleştirme ile bireyler normalin üzerinde kredi kullanma imkânına erişmişlerdir. Risk paylaşımının olması, yüksek getiri iştahı, risk taşımadan veya daha fazla mevduata gerek olmadan bankaların yeni kredileri finanse edebilmeleri bankalara yasal sermaye yükümlülüklerinin yerine getirilmesinin kolaylaştırılması menkul kıymetleştirmeyi özendiren hususlardır. Menkul kıymetleştirmenin krizin sebeplerinden birisi olarak değerlendirilmesinin ana nedeni bu sayede riskin bir kurumdan diğerine aktarılmasının kolaylaşmasıdır. Bu mekanizmayla kredi ödemelerindeki aksamanın hem krediyi veren banka hem de menkul kıymeti satın alan diğer finansal kuruluşlar için zarar anlamına geldiğinden, kriz durumunda mali sistemi kırılgan hale getirmiştir (Alantar, 2008: 2-3).

2.2.5. İpotekli Kredi Finansmanında Hesap Verilebilirlik ve Şeffaflık Eksikliği

Gelişmiş ülkelerde ve özellikle ABD’de birbirlerinden farklı her bir fonksiyonun yerine getirilmesi için ayrı mali kurum ile mali araçlar oluşturulmuştur. Bu kurum ve araçlara bakıldığında her birinin birbiriyle irtibatlı ve girift ilişkilere sahip olduğu görülmektedir. Bu karmaşık yapının anlaşılabilirliğini, finansal araçlar daha da zorlaştırmaktadır. Şeffaflıktaki bir diğer eksiklik ise “asimetrik bilgi” olarak adlandırılan olgudur. Ampirik araştırmalara göre finansal kriz ve şeffaflık eksikliği arasında ters yönlü ilişkinin olduğu görülmektedir. Saydamlığın artmasıyla finansal kriz oluşma riski azalmaktadır (Alantar, 2008: 3). Finansal sektörde şeffaflığın eksik olması sorunu krizlerin önemli nedenlerinden birisidir.

ABD’de ve diğer gelişmiş ülkelerde İpotekli kredi sektöründe kullanılan finansal araçlardaki artış ve sofistike finansal tekniklerin geliştirilmiş olması, bu

sektörde belirsizlik ve şeffaflık eksikliğinin oluşumuna sebep olmuştur. Kredi sağlayan kuruluşlardan hangilerinin sorunlu hangilerinin sağlıklı olduğu bilinmediği için tüketicilerde bu piyasa ve kuruluşlara dair güvensizlik doğmuş ve piyasalarda likidite sorunu patlak vermiştir (Rohde, 2011: 2).

Fed eski Başkanı olan Paul Volcker tarafından finansal krizlerin, ipotekli konut kredi borçlarının verilmesinde ve ipotek destekli finansal varlık ticaretinde; hesap verilebilirliğin eksik olması nedeniyle başladığı belirtilmektedir. Finans yöneticiler bütünlük içinde olmaksızın, ipotek destekli finansal ürünleri/araçların artmasına katkı sağlamış ve bu ürünlerin şeffaf olmayan piyasalarda ticaretini yapmışlardır. Yönetim kurulunun ile başkanlarının, ortaklara ve kamuoyuna hesap verme gibi bir sorumlulukları da yoktur. Yöneticiler, ne kadar ve nasıl borçlandıklarına dair bilgileri ortaklardan, düzenleyicilerden; riskli işlemlerini ise bilançolar ve denetimlerden uzak tutmuştur (Aziz 2011: 24).

2.2.6. Derecelendirme Kuruluşları

Finansal piyasalarda, kredi derecelendirme kuruluşları ve verdikleri notların günümüz küresel dünya düzeninde önemli bir rol üstlenmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarınca verilen notlar; ülkelerin ve şirketlerin üzerine bir baskı unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır. Dünyanın pek çok ülkesinde fonlar bu derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlara göre değerlendirilmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları yapmış oldukları derecelendirmelerin yalnızca bir görüş niteliğinde olup yatırımcıların kararlarını yönlendirme ve etkileme anlamı taşımadığını beyan etseler bile bu notlar şirketler ve ülkeler üzerinde etkisi büyüktür. Şirketler ve ülkeler derecelendirme kuruluşlarınca verilen notları baz alarak buna göre yatırım kararı almakta ve borç alıp vermektedirler. Yani kredi derecelendirme görüş niteliğinde de bile olsa yapılan değerlendirmeler yatırımcı kararlarını etkilemektedir (Toraman ve Yürük, 2014: 127).

Meydana gelmiş krizlerde, kredi derecelendirme kurumlarının rollerinin olduğu konusu sıkça ele alınmıştır. Kredi derecelendirme kurumlarından beklenen;

krizi önceden algılamak, öngörmek ve yatırımcıya risk hususunda bilgi aktarımı yapmasıdır. Ancak bu kurumların bu görevini yerine getirmede yetersiz kalmışlardır. Derecelendirme kuruluşunun, Amerika dev şirketlerinden Enron'a iflas etmesinden kısa bir süre öncesinde yüksek not vermiş olması, bu kurumları birçok açıdan sorgulanması gereken bir noktaya getirmiştir. Enron ile benzerlik gösteren durumların sık yaşanır hale gelmesi derecelendirme kuruluşlarının, rekabetçi ortamından uzak, oligopol yapıda olmaları ve yüksek ücret almaları bu kuruluşları ciddi anlamda eleştirilere maruz bırakmaktadır(Toraman ve Yürük, 2014: 128).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının, eşik-altı ipotekle desteklenmiş finansal varlıklar için AAA derecesi verdiği ancak bu derecenin sonradan en düşük statüye kadar indiği bilinmektedir. Derecelendirme kuruluşlarının başarısızlıklarının temel nedenlerinin, zayıf ekonomik modeller, çıkar çatışmaları ile etkin düzenleme eksikliği olduğu düşünülmektedir. Ayrıca, piyasaların derecelendirmeye aşırı güveni önemli bir diğer faktördür. Bu güven derecelendirmenin, pek çok kanun ve düzenlemeyle desteklendiğinden ve yatırımlara izin verilmesinde kriter olarak algılanıyor olmasından kaynaklanmaktadır (Jickling, 2010: 6).

Likit olmayan varlıkların, menkul kıymetleştirme ile pazarlanabilir finansal ürünlere çevrilmesinde derecelendirme kuruluşları önemli rol üstlenmektedir. Derecelendirme kuruluşları işlevini icra ederken şeffaflıktan göstermemekte ayrıca pek çok durumda da Enron şirketinde olduğu gibi dereceleri şişirmektir (Alam vd., 2010: 13).

Kredi derecelendirme kuruluşları ile bu kuruluşlarca ülkelere verilen, uluslararası sermaye piyasalarında oldukça mühim yer tutan kredi notları, meydana gelen her finansal krizin ardından giderek artan düzeyde eleştirilmektedir. Pek çok uluslararası otorite tarafından, kredi derecelendirme sektörünün düzenlenmesi ve denetlenmesine ilişkin öneriler sunulmuştur. Birçok ülke bu doğrultuda kredi derecelendirme sektörünün düzenlenip denetlenmesi hususunda önemli adımlar atmışlardır (Gür ve Öztürk, 2011: 69).

Kredi derecelendirme kuruluşları için özellikle kriz başladıktan sonra yalnızca not düşümü yapmaları ile adeta ateşe körükle gitmiş olduklarına dair oldukça ciddi

eleştiriler yapılmıştır. Küresel dünya düzeninde özellikle 1980'ler itibariyle önem kazanmış olan kredi derecelendirme kuruluşlarının, skandal olarak nitelendirilen olaylarda, büyük şirketlerin iflaslarında, rol üstlenmiştir. Kredi derecelendirme kurumları ABD'de faaliyetlerini yürüten Enron'a 2001'de, Worldcom'a 2002'de, İtalya'da faaliyetlerini sürdüren Parmalat'a ise 2003'te iflaslarından çok kısa süre öncesinde yüksek not vermiş olmaları nedeni ile eleştirilmiş ve haklı olarak sorgulanmaya başlanmıştır.

2.2.7. Deregülasyon Uygulamaları

21. yüzyılın ilk on yılı tamamlanamadan 1929 Büyük Buhranı ile kıyaslanan derin ve yaygın bir ekonomik kriz baş göstermiştir. 2008'de ABD Mortgage piyasasının çöküşüyle başlayıp gelişmiş kapitalist ülkeler borsalarının, büyük bankaların ve finansal kurumların çökmesiyle devam eden finansal kriz nedeni ile tüketim, üretim, sermaye birikimi ve istihdam düzeyleri hızla düşmüş ve bir ekonomik bunalım ortaya çıkarmıştır (Tuncel, 2010: 2).

1980'li yıllarla birlikte başlayan finansal sistemde deregülasyon rüzgarına bağlı olarak finansal sistemde sürekli finansal yeniliklere bağlı olarak ortaya çıkan yüksek finansal kar olanakları yaratılmıştır. Eskiden sadece özel borsa elemanlarının çok katı kurallara bağlı olarak işlem yapabildiği sermaye piyasalarında kurallar gevşetilmiş, yaratılan teknolojik olanaklara bağlı olarak çok sayıda oyuncu bu piyasalara girme olanağına kavuşmuştur. Hızlı sermaye akışının bağlı olarak finansal piyasalardaki büyüme yeni finansal araçların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Hisse senedi, bono, tahvil gibi geleneksel finansal araçların yanında türev araçlar denilen çok sayıda araç geliştirilmiş finansal piyasalarda yaşanan büyüme hızla devam etmiştir. Bu süreç üretici sektördeki karların düşmesine bağlı olarak finansallaşma olgusunu hızlandırmıştır. Finansallaşma, ulusal ve uluslararası ekonomide finansal motiflerin, finansal piyasaların, finansal aktör ve kurumların rolünün giderek artması olarak tanımlanabilir, daha geniş bir tanımlama yapılırsa finansallaşma ülkelerin içinde ve arasında finansal motiflerin ve finansal faaliyetlerinin hacminin ve etkisinin artışı olarak ortaya çıkan bir olgu olarak tanımlanabilir (Yeldan, 2009).

Tablo 2.1: Finansal Sistem Düzenleme Biçimlerinin D nemlendirilmi  Gösterimi

Dönem	Uluslararası Finansal Yapı	Finansal Sistem	Bankacılık Sistemi Düzenleme Tarzı
1950 ile 1980	Dünya ekonomisiyle sınırlı bütünleşme söz konusudur.	Finansal baskı mevcuttur.	REG�L�ASYON Risk, kamu otoritelerince denetlenmektedir.
1980 ile 1990	Ekonomik-Finansal Küreselleşme söz konudur.	Finansal liberalizasyon mevcuttur.	DEREGÜLASYON Piyasaların düzenlenmesine dair önlemler kaldırılmıştır.
1990'lı yıllardan günümüze	Küresel finansal krizlerde artış söz konusudur.	Yaşanan finansal liberalizasyonun sonrasında doğan sorunlara dair reform arayışlarına yönelim mevcuttur.	REREG�LASYON Oto kontrol sistemleri oluşturulmuş, kamu otoriteleri ve uluslararası kuruluşlar, gözetim fonksiyonuna kavu�mu�tur.

Kaynak: Tuncel, 2010: 6.

Muhtelif mevzuatlar düzenlenerek, finans kurumlarının düzenlenmeye tabi olmaksızın, büyük ölçekli çok yüksek riskli işlemlerin yapılmasına izin verilmişti. Sağlam piyasa disiplininin mevcut olduğu varsayıldı ından, bu mevzuatlar düzenlenmiştir. Sistemde bir düzenlemenin olmayışı hataların do u una izin vermekteydi (Jickling 2010:7).

Finansal regülasyon: finans sektörü süreç ve faaliyetlerinde, müeyyide oluşturma olanağı olan otorite tarafından oluşturulan telkinler, kurallar, kısıtlar ya da teşvikler vasıtasıyla yönlendirilmesi, denetim altına alınması, şekillendirilmesi şeklinde özetlenebilir (Ta ar, 2009: 149). 1980 li yıllar itibari ile ise regülasyonun uygulamalarının tersine bir kuralsızla tırma dalgası yayılmış ve deregülasyon uygulamaları hakim olmuştur.

Kuralların esnetilmesi, kaldırılması, denetimlerde gev emeler ile finansal piyasalarda küresel standartlar olu turulamamı tır. Bu durum hem ulusal hem küresel anlamda denetim aksamalarının var olduğu bir ortam hazırladı ından, finansal sistemi zaafa u ramı tır. Finansal sektörde deregülasyon uygulamalarıyla, bankalar bankacılık

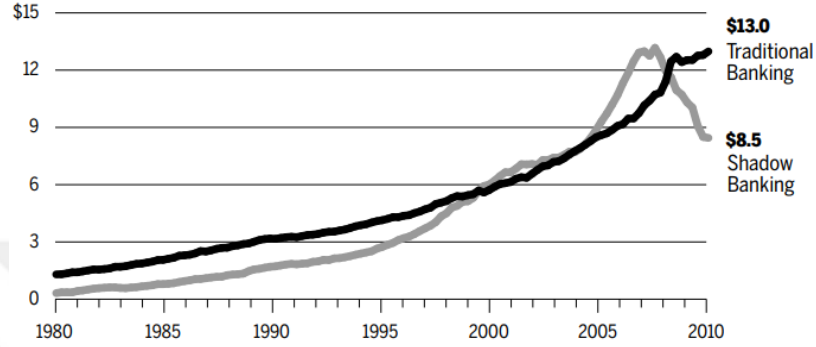
pratiklerinde alışlagelenin ötesinde uygulamalara zemin oluşturmuştur. Karmaşık türev araçların geliştirilmesi ve dağıtılması (originate and distribute) deregülasyon trendi ile finansal sisteme girmiştir. Menkul kıymetleştirme/Securitization ve oluştur/dağıt modeli finansal kaldıracın yoğun kullanımına zemin oluşturmuştur. Gayrimenkule dayalı menkul kıymetler ile türevleri, deregülasyonla girilen süreçte, fonlarını değerlendirmek isteyenlere daha fazla gelir sağlayan ve düşük riskli bir alternatif şeklinde sunulmuştur. Bilanço dışı yöntemler ile sunulmasına göz yumulmuş olan bu karmaşık enstrümanların şeffaf şekilde incelenmemiş olması, kredi derecelendirme kuruluşlarınca değerlendirmelerde de hatalar yapılmasına neden olmuş. Gayrimenkul endeksli menkul kıymetler ile türevlerinde var olan fakat görülmez hale gelmiş riskleri ile uluslararası yatırımcılar tarafından alınmıştır. Alınan ürünler teminat olarak gösterilmek suretiyle diğer kişilerden ve bankalardan kredi ve sigortalar alınmış olması bu ürünleri ve risklerini daha çok yaygınlaştırmıştır. Menkul kıymet ve türevlerini (kredilerin geri ödenememesiyle “toksik varlık” şeklinde değerlendirilmiş) piyasaya sürmüş olan ya da bilançolarında tutan aktörler, dayalı oldukları kredilerde aksamalar yaşanmasıyla fonlama sıkıntısı yaşamışlardır (Kırcı, 2016: 469-470).

2.2.8. Gölge Bankacılık Sistemi

Gölge bankalar vezneye sahip olmayıp her hangi bir şubesi de bulunmamakla birlikte banka gibi görünüp hareket eden bankalar gibi borç alıp borç veren, yatırım gerçekleştiren fakat klasik bankalarında olduğu gibi düzenleme ve denetlemelere tabi olmayan finans kuruluşları olarak bilinir (Roubini, 2011: 85-86). Mc Culley tarafında 2007 yılında gölge bankacılık kavramı ilk kez Birleşik Amerika’da Kansas Federal Reserve Bank aracılığı ile Jackson Salonu’nda düzenlenmiş bir sempozyumda kullanılmıştır (Culley, 2007: 2).

Gölge bankacılık sistemi ya da gölge finansal sistem olarak adlandırılan sistem yatırımcı ile borç alan arasında aracılık işlevi gören kuruluşlardır. Lehman Brothers ve Bear Stearns gibi bu türdeki kuruluşlar bankalarda olduğu gibi mevduat toplamadıklarından bankalar aynı mevzuata tabii olmamışlardır. Gölge kuruluşların kısa vadeli borçlanarak aşırı borçlandığı buna karşın uzun vadeli yatırımlar yaptığı ya

da borç verdiği görülmektedir. Özellikle ipotekli kredi borç verilmesi işlemleri bankalardan denetleme ve düzenlemeye tabi olmamaktaki kurumlara kaymıştır. Bu durum da, denetim altında olmayan ve yüksek risk içeren finansal bir düzenin doğmasına zemin hazırlamıştır (Aziz 2011: 63-64).



Şekil 2.5: Gölge Bankacılık ve Geleneksel Bankacılık ile Sağlanan Finansman (Trilyon \$)

Kaynak: FCICR, 2011: 32.

Yukarıdaki grafikte gölge bankacılık sistemi ile sağlanan finansman miktarının küresel krizden önceki yıllarda geleneksel bankacılık sistemi ile sağlanan finansman düzeyini aşarak 2000'li yıllarda keskin bir şekilde büyüdüğü görülmektedir (FCICR, 2011: 32).

Tablo 2.2: Geleneksel Bankacılık Sistemi ile Gölge Bankacılık Sistemi Arasındaki Farklar

Geleneksel Bankacılık Sistemi	Gölge Bankacılık Sistemi (Menkul Kıymetleştirmeye Yönelik Bankacılık)
1) Rezervler: - Düzenleme otoritelerince, minimum düzeyler tespit edilmelidir. - Merkez bankasından, sermaye açığının var olması durumunda, borçlanılabilir.	1) Rezervler: - Taraflar, minimum düzeyleri belirlemektedir. - Merkez bankasından borçlanılamaz.
2) Mevduat Sigortası: Devlet tarafından güvence ve garanti altındadır.	2) Teminat: Menkul kıymetler, krediler, nakit, hazine bonosu veya menkul kıymetleştirilmiş bonolardır.
3) Mevduat Faiz Oranı:	3) Repo Oranları:

• Rezervlerin düşük düzeylerde kalması halinde mevduatlarda artışı sağlamak amacıyla, faiz oranlarında artışa gidilebilir.	• Fonların düşük düzeyde kalması durumunda, tarafları çekebilmek için, repo oranları artırılabilir.
4) Krediler: • Krediler bilançoda yer almaktadır.	4) Menkul Kıymetleştirilmiş Krediler: • Kimi menkul kıymetleştirilmiş bonolar bilançolarda tutulabilir ve teminat şeklinde kullanılabilir.

Kaynak: Gorton G. ve Metrick A., 2012: 428.

Yukarıda yer alan tabloda gölge bankacık ile klasik bankacılık uygulamaları arasındaki farklılıklar özetlemiştir. Gölge bankacılık ana fonlama kaynağını repo piyasası, bilanço dışı faaliyetler ve risk marjı oluşturmaktadır. Ayrıca menkul kıymetleştirilmiş varlıklar da diğer önemli fonlama kaynağıdır. Kredilerin yatırımcılara paketlenip satılma sürecini ifade etmekte olan menkul kıymetleştirme, gölge bankacılık açısından yeni ve mühim bir fonlama kaynağı haline gelmiştir (Adrian ve Shin, 2009: 11).

Tablodan da izlendiği gibi, iki bankacılık uygulaması arasındaki en temel ayrılığın mevduat sigortasında ortaya çıktığı görülmektedir. Mevduat sigortası, olası bir ödeme problemi yaşanması halinde devletin mevduat sahipleri yani mudilere yaptığı taahhüttür. Dolayısıyla, geleneksel bankacılık sisteminde mevduat sigortası ile devlet eliyle tam olarak veya kısmi olarak bir güvence altına alınması söz konusu iken, gölge bankacılık sisteminde doğası gereği devlet garantisi mevcut değildir. (Oktar ve Eroğlu 2015: 316).

2.2.9. Bilanço Dışı İşlemlerin Finansmanı

Nazım hesaplar olarak da isimlendirilen bilanço dışı hesaplar emanete alınan değerleri, ileri vadede borç ya da alacak doğuracak haklar ile yükümlülükleri, müşterilere verilen gayri nakdi kredileri, muhasebe disiplini altında izlenilmek istenen bilgileri ve izlenmesinde kullanılan hesapları ifade etmektedir. Bu hesaplar bankaların aktif ve pasiflerini birinci dereceden ilgilendirmemektedir (Eken ve Selimler, 2008: 245).

Bankaların faaliyet neticeleri karlılıkları ve oldukça geniş yelpazeye yayılım göstermiş hizmet çeşitliliği finansal tablolara yansıtılmaktadır. İlişki halindeki kişi ve kurumlar, finansal tabloları vasıtasıyla bankaları izlemekte, denetlemekte, bilgi sahibi olmaktadır. En yüksek bilinirliğe sahip olan finansal tablolar ise gelir tablosu ve bilançodur. Bilanço dışı hesaplar, nakit akım tablosu, kar dağıtım tablosu gibi diğer tablolar bankalar vasıtasıyla düzenlenmesi gerekli olan finansal tabloların arasında bulunmaktadır (Selimler ve Kale, 2014: 3).

Belli koşullar gerçekleştiği takdirde bilançoda yer alabilen fakat cari bir nakit akışı gerektirmediklerinden bilançoda gösterilmeyen hesaplar bilanço dışı hesaplardır (Allen, 1997: 12). Bilanço dışı hesaplar, bankaların bilanço aktif-pasiflerini (varlıkları, alacakları, borçları, özsermayeyi) doğrudan etkilemeyen kıymetler ve işlemlerin takip edildiği izleyici hesaplar olarak karşımıza çıkmaktadır. Tekdüzen Hesap Planı 9–nolu hesap grubunda bulunmakta olup genellikle kullanılma gerekçeleri aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Eken ve Selimler, 2008: 245);

- Bankaya ait olmayıp, emanete alınan değerler,
- İleri tarihte tazmin edildiği takdirde bilanço kalemleri üzerinde etkisi olacak; taahhüt, garanti ve ciro, kefalet, kabul, aval vb. işlemler,
- Alınmış güvenceler; teminat senetleri, ipotek, rehin gibi işlemler.

Bankalar arasında dağılımı, tutarı, gösterdiği gelişim, karlılık üzerindeki etkisi, taşıdıkları riskin boyut ve derinliği vb. hususlar baz alındığında bilanço dışı hesapların özellikle son zamanlarda önemli rol üstlenen hesap grubu haline geldiği görülmektedir. Özellikle banka toplam aktifini ciddi düzeyde aşıyor olması ve bu bunun bilançoda yer almıyor oluşu karlılık ve risk değerlendirmeleri bakımından daha da önemli boyuta taşımaktadır. Patlak veren 2008 küresel krizinde zayıf varlık yapısıyla bilanço dışı işlemlerin, krizi tetikleyip ve derinleşmesine sebebiyet veren önemli unsurlardan biri olduğu ifade edilmektedir (Duran ve Vivas, 2012: 1). Geliştirilmiş olan yeni finansal ürünlerin, bilanço dışı işlemleri daha da arttığı bilinmektedir. Bundan dolayı yeniden yapılanma tartışmalarında bilanço dışı işlemler önemli hususlardan birisini oluşturmaktadır.

Pek çok banka tarafından riskli yatırımlar gerçekleştirerek finansal kayıtlarda mevcut olmayıp, yapılandırılmış yatırım araçları gibi özel amaçlı varlıklar oluşturulmuştur. Bu varlıklar ile genişleme döneminde daha çok borç verebilme olanağına erişmiş olmakla beraber, bankaların kredi değerliliği noktasında piyasanın güvenini aşındıran koşullu borç durumu söz konusu olmuştur. Bu durum bankalara potansiyel kayıplar karşısında daha az sermayenin tutulmasına izin verirken, yatırımcının bankaların gerçek finansal pozisyonunu anlaması hususunda imkânların daralmasına sebebiyet vermiştir (Jickling, 2010: 7).

2.2.10. Hükümet Talimatları ile Verilmiş Olan Eşik-Altı İpotekli Krediler

Federal Hükümet tarafından yapılan düzenlemelerle düşük gelire sahip kişilerin bile eşik-altı ipotekli kredi kullanımına imkân tanınmış ve bu türlü kredilerin banka haricindeki kuruluşlar tarafından da verilmiş olup özel yatırım bankaları tarafından menkul kıymetleştirme yapılmıştır. Bu uygulamalar neticesinde varlık fiyatları ile faiz oranlarında düzensizlikler meydana gelmiş krediler hatalı yatırımlara kanalize edilmiş, istikrarlı finansal kuruluşların pozisyonlarını sürdüremez noktaya taşımıştır (White, 2008: 1-2).

21. yüzyıl başlarında patlak veren küresel finansal kriz 1930 Büyük Buhranından bu yana görülen en büyük ekonomik ve finansal kriz olarak değerlendirilmektedir. 2008 krizi 2006'da konut piyasasının çökmesiyle başlamıştır (Nayak, 2013: 6). 2001'de 11 Eylülün şokunu atlatmak ve piyasanın canlanması amacıyla FED'in faiz oranlarını düşürülmesiyle likidite bolluğu oluşmuştur. Bu da özensiz kredilerin kullandırılmasına sebebiyet vermiştir. Mortgage kredisi şeklinde de ifade edilen ipotekli konut kredileri ABD'de düşük gelir düzeylerine sahip vatandaşların konut sahibi olmaları amacıyla verilmekteydi. İpotekli konut kredileri satmakta olan finansal kurumlardan bu kredileri satın alıp yeni krediler açmalarını sağlamak için devlet garantisi altındaki şirket sayısı arttırılmıştır. Fakat bu dönemde bu şirketler yalnızca düşük risk gruplarından değil, yüksek risk gruplarındaki kredileri de satın almaya başladığı görülmektedir (Özatay, 2011: 543-56).

Büyük hacimlerde yüksek risk içeren ipotekli kredi borçlarında menkul kıymetleştirilmeye gidilmesi FED tarafından izlenmiş olan yumuşak para politikası ile

ABD ve dünya geneline yayılan küresel krizin patlak vermesini kolaylaştırmıştır (Nayak, 2013: 6). 2000-2006 dönemi ele alındığında likidite bolluğunun yaşandığı dikkat çekmekte ve menkul kıymetleştirme vasıtasıyla normalden fazla kredi alındığı görülmektedir. Borç veren kuruluşlar bu borcu menkul kıymetleştirerek riskin diğer kuruluşlar üzerinde yayılım göstermesine neden olmuştur (Aslan, 2008: 7). Ticaret hususundaki endişeler FED’i para politikasında değişimlere gitmeye ve faiz oranlarını yükseltmeye zorlamıştır. Konut talebinde artış hızının 2006 yılında gerilediği görülmektedir. Ekonomik durgunluk sinyalleri ve enflasyon endişesi sebebiyle FED faiz oranları arttırmıştır bu da hali hazırda var olan sorunların artışına sebep olmuştur. Konut fiyatlarında artış durmuş ve 2006 yılı sonlarına gelindiğinde düşüş eğilimi başlamıştır. Konut fiyatlarında gerçekleşen düşüşler ve faiz oranlarının yükselmesi kredi veren kurumlar ile ipotekli ve değişken faizli kredi alanların zor duruma düşmesine sebep olmuştur. Geri ödemede yaşanan sorunlar nedeniyle hacizli konut sayısında artış gözlemlenmiştir. Bankalar bu konutları satışa çıkarınca konut fiyatları düşmüş, kredilerini ödemekte olan vatandaşların evlerinin değeri, net şimdiki değerinin altında kalmıştır. Bu kişiler de kredileri geri ödemekten vazgeçmiştir. Kredilerin geri dönmemesi üzerine büyük finansal kuruluşlar iflas etmiştir (Nayak, 2013: 16).

2.3. Dünyada Yaşanmış Diğer Başlıca Krizler

Kapitalist üretim sürecinde yaşanmış küresel nitelikte sarsıcı ilk ekonomik kriz 1929 Dünya Büyük Buhranıdır. Yaşanan buhranın etkilerinin ortadan kalkmasının akabinde dünya genelinde etkisi bu derece hissedilen ekonomik krizler 1980’li yılların başlarına değin görülmemiştir. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde dış borçların ödenmesinde güçlüklerin yaşanması 1980’lerin başında yaşanmış olan borç krizlerine sebebiyet vermiştir. Bu ülkeler uzunca zaman devam eden ekonomik bunalımlara girmiş ve dünya ekonomisi de olumsuz yönde etkilenmiştir (Varlık, 2002: 168).

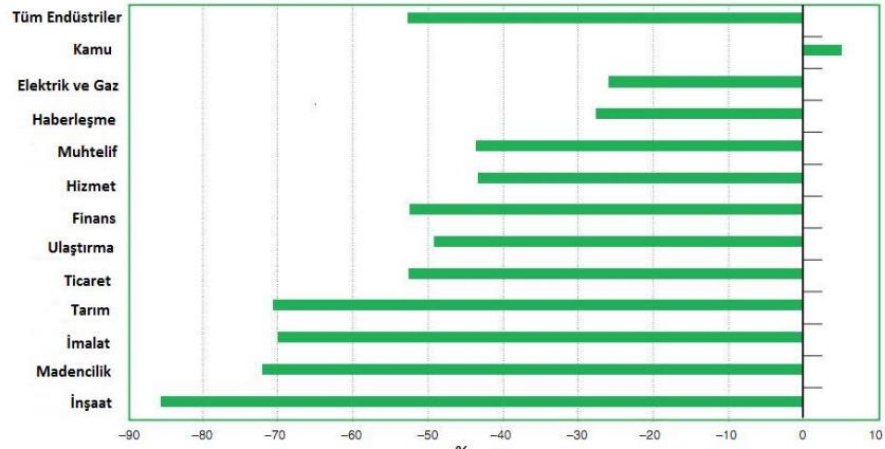
Gelişmekte olan ve gelişmiş ülke ekonomilerinde krizler araştırılırken, finansal sistemlerin yapısal farklılıkları göz önünde tutulmalıdır. Gelişmiş ülke ekonomilerinde genel olarak enflasyon düşük düzeylerde olup ani değişimler göstermemektedir. Bunun yanında banka bilançolarında uzun vadeli ve risk oranları düşük borç kalemleri

mevcuttur. Bu ülkeler dünya ticaret hacminde ciddi bir paya sahip olup para birimleri de oldukça güçlüdür. Bu nedenle yabancı para cinsinden borçlanmaları oldukça nadir olarak gerçekleşmektedir. Öte yandan gelişmekte olan ülkeler yüksek enflasyon düzeylerinde seyretmektedir. Yabancı para cinsinden kısa vadede borçlanmalar ve değişken faiz oranları çoğu zaman uygulanmak mecburiyetinde kalınan iktisadi politikalar olarak karşımıza çıkmaktadır (Mishkin, 1997: 72).

Sermaye yetersizliği sorunu gelişmekte olan ülkelerin maruz kaldığı başlıca problemdir. İhtiyaç duyulan sermaye 1980'lere kadar Dünya Bankası ve IMF gibi uluslararası kurumlardan borçlanarak temin edilmeye çalışılmıştır. Küreselleşmenin tesiriyle sermaye hareketliliğinin ivme aldığı 1980'li yıllarda yabancı yatırımcıların çekilmesi için finansal serbestleşme politikaları ağırlık kazanmıştır. Fakat finansal serbestleşme politikaları istihdam düzeyini artıran ve ekonomik büyümeyi temin edecek direkt yatırımlara dönüşmemiş olup bunun yerine kısa vadeli fon yatırımları şeklinde ülke ekonomilerinde yer edinmiştir. Bu da yabancı para ile borçlanmış ve likidite sorunu ile karşı karşıya olan gelişmekteki ülke ekonomilerini daha da kırılgan hale getirmiştir. Temel yapı bakımından benzer olan bu ülkeler 1990'lar itibariyle para, bankacılık, dış borç krizlerine maruz kalmış ve yayılma/bulaşma etkisiyle dünya ekonomisinde daraltıcı etkiye neden olmuştur (Delice, 2003: 66).

2.3.1. 1929 Dünya Krizi-Ekonomik Buhranı

1929 Büyük Buhranı ekonomi tarihinde çok defa tartışılmış ve araştırma yazılara konu olmuştur. Süreç ABD borsasının saatler içinde yüksek değer düzeylerinden sıfıra doğru hızla gerileyerek çökmesi ve diğer finansal piyasaları da aşağı yönlü sürükleyerek buhrana neden olması olarak özetlenebilir. Büyük Buhranın sayısal verilerle açıklanması için ABD Ticaret Bakanlığı'nca hazırlanan 1929-1932 zaman dilimi çeşitli endüstri kollarınca üretilen milli gelirin değişimi aşağıda yer alan şekilde sunulmuştur. Verilere göre 1929-1932 zaman diliminde milli gelirin %50'den daha fazla düştüğü görülmektedir. İlgili zaman aralığında inşaat sektöründeki düşüşün %80, imalat sektöründeki düşüşün ise %70 dolaylarında olduğu görülmektedir. Bu zaman diliminde büyüme gösteren tek sektörün kamu olduğu görülmektedir (Karaş, 2016: 27).



Şekil 2.6: 1929-1932 Zaman Aralığı ABD’de Endüstri Kollarında Üretilmiş Milli Gelirin Değişim Grafiği

Kaynak: Marcuss ve Kane 2007: 33.

1914-1918 yıllarında yaşanmış olan I. Dünya Savaşı, 1929 Büyük Buhranın esas sebebidir. Savaş yaşanmamış olsaydı buhranın bu boyutlara erişemeyeceği değerlendirilmektedir. Büyük Buhran iki aşamalı bir süreç şeklinde görülmektedir. 1929 Ekim’de borsanın düşüşüyle başlayan içsel nedenlere bağlı normal bir gerileme gözlemlenmiştir. 1931 Nisan’ da Avrupa’ da baş gösteren zorluklar ABD’ yi etkisi altına almıştır. Aslında Avrupa’da çöküşler yaşanana kadar Büyük Buhran esas anlamda ABD’de henüz başlamamıştır (Hooverü, 1952: 2).

İktisat yazınına Büyük Buhran olarak geçen 1929 Dünya Ekonomik Buhranı 20. yüzyılda kapitalist sistemin yaşamış olduğu en yıkıcı ekonomik krizdir. 1929’dan İkinci Dünya Savaşına kadar olan zaman sürecinde buhranın ekonomik, siyasi, sosyal etkilerinin başta Kuzey Amerika ve Avrupa ülkeleri olarak dünya coğrafyasında hissedildiği görülmektedir. Krizin Amerika Birleşik Devletleri’nde baş göstermesinde New York borsasının panik etkisi ile aniden çöküşü ve tarım, sanayi üretimi düzeylerinin düşüş göstermesi önemli faktörlerdir. New York borsasının 24 Ekim 1929 tarihinde dibe vuruşuyla başlamış olan bunalım tarih yazınında “Kara Perşembe” şeklinde yer edinmiştir (Cochrane, 1958: 15).

Artan ekonomik faaliyetler neticesinde hisse senedi fiyatlarının aşırı yükselmesi ile finansal balonların oluşum göstermesi 1929 Büyük Buhranının önemli nedenlerinden birisi olmuştur. Örneğin demiryolu sektörünün gerilemiş olmasına

rağmen otomotiv sektörünün kazandığı ivme nedeni ile demiryolu hisselerinde artış görülmüştür. Menkul değerler ile ekonomik faaliyetler arasındaki fark giderek açılmıştır. Borsa krizinin baş göstermesiyle bankalar, sanayi-ticari işletmeler, finansal kurumlar arasında domino etkisiyle zincirleme iflaslar ilan edilmiştir. Yükselen panik ortamı bireyleri ellerinde tuttıkları hisseleri satmaya zorlamış bu da borsanın daha da değer kaybedişini tetiklemiştir. New York borsasının iki yıl içindeki değer kaybı %50'dir (Cengiz, 2008: 118). New York borsası hisselerinde toplam 32 milyar dolara yakın kayıp oluşmuştur. Tüketici harcamalarında oluşan düşüş ile paralel olarak üretim hacimlerinde, yatırım düzeylerinde de büyük kayıplar oluşmuş, depresyon, intihar vakaları artmış göstermiştir. 1933 yılına erişildiğinde yaklaşık 9000 banka iflas etmiş, işsizlik %25 dolaylarına yükselmiş, GSYİH (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla) üçte bir oranda düşmüştür (Galbraith, 1989: 206).

Birinci Dünya Savaşı sonucunda ABD'nin dünyadaki konumu değişmiş ve dünyanın en büyük alacaklısı haline gelmiştir. Amerika'da 1921-1929 döneminde otomobil ve endüstri alanında yaşanan gelişmelerin ardından hisse senedi piyasasında oluşan spekülasyonlar ekonomideki canlılığı artırmıştır. Fakat Ekim 1929'da New York Borsası'nın aniden çöküşüyle, insanların servetleri azalmış, toplam tüketim dip noktaları görmüş ve uzun yıllar sürecek bir resesyona neden olmuştur. Derinlik yayılma alanı ve süre bakımından dünyanın yaşadığı en büyük kriz 1929 buhranı olmuştur (Buluş ve Kabaklarlı, 2010: 2).

Buhran döneminin ilk iki yılında ABD'de Hoover yönetimince ekonomiye müdahale çabalarında bulunulsa da izlenen politikaların ciddi bir tesiri olmamıştır. Ağustos 1932'de seçilerek, göreve 1933'de başlamış olan başkan Franklin D. Roosevelt'ce izlenen "New Deal" politikalarıyla ekonomiye ciddi anlamda müdahaleler gerçekleştirilmiştir. İlk olarak buhran sonrasında çiftçilerin ekonomik açıdan desteklenmeleri adına "Agricultural Adjustment Act" olarak adlandırılan tarımsal destekleme yasasıyla tarımsal krediler sağlanmaya başlanılmıştır. Yasa vasıtasıyla tarımsal üretim düzeyinde düşüşün sağlanılarak, fiyatların üretici lehine yükseltilmesi hedeflenmekteydi. Sanayi üretiminde çalışma saatlerini azaltarak üretim düzeyini düşürmeye ve işçi ücretlerini arttırarak toplam talebi uyarmak hedefiyle "Industrial Recovery Act" uygulamaları yürürlüğe girmiştir (Buluş ve Kabaklarlı, 2010: 12).

Klasik iktisat yaklaşımında savunulan krizlerin dışsal bir olgu olduğu ve müdahale edilmeksizin sistemin her zaman kendiliğinden dengeye geri geleceğidir. Fakat buhranın ortaya çıkmasından sonra krizin etkileri giderek ağırlaşarak derinlik kazanmış ve ülke ekonomilerini olumsuz yönde etkilemiştir. Ülkeler krizden çıkabilmek için egemen iktisat anlayışı dışında çözümler geliştirmek zorunda kalmıştır. Bu şartlarda Keynesyen iktisat politikalarının benimsenerek ekonomiyi tekrar canlandıracak işsizlik ve resesyonu giderecek devlet müdahaleleri gerekli görülmüştür. Başkan Roosevelt tarafından ABD’de uygulanmaya konan New Deal politikaları ciddi anlamda Keynesyen görüşlerce şekillenmekteydi (Engerman ve Gallman, 2000: 1044).

1929 Buhranı’ nın yaşanmasındaki başlıca nedenler şöyle ifade edilebilir; (i) Gelir dağılımının adaletsiz olması, küçük şirketlerin birleşmesi ile ABD’de kartelleşme artış göstermiş ve yaklaşık 200 holdingin toplam ekonomi içindeki payı %50’ye erişmiştir. Nitekim bir tek holdingin bile iflas etmesi, ekonomi üzerinde derin hasarlara neden olabilecekti. (ii) Bankaların finansal yapılarının kötü olmasıdır. Ayrıca 1920’lerde bankaların kredi oranlarını, sermaye yeterliliklerini düzenleyen denetleyen hukuki mekanizmalar mevcut olmadığından bilançoları kötü olan bankalar da faaliyetlerini yürütebilmekteydi. Bu bankaların mevcudiyeti yatırımcıların bilgi eksikliği dolayısıyla finansal yapısı iyi bankaların bilançolarında bozulmasına sebebiyet vermiştir. Krizin baş göstermesiyle bankacılık sistemine karşı kaybedilen güven finansal sistemin kaynak toplamasına engel olarak krizin derinleşmesinde rol üstlenmiştir. (iii) 1924-1929 zaman aralığında ABD, dünya net ihracatına hakim olan en büyük ülke olduğundan cari fazla vermekte olan bir ülkeydi. Amerika bundan dolayı kreditor ülke konumundaydı. Avrupa ülkeleri başta olarak yeni sektörlerin finansmanı için kredi sağlamaktaydı. Kullanılan kredilerin tahsilatında oluşan aksaklıklar ile çok ciddi bir likidite sorunu doğmuştur. (iv) Ekonomi yönetiminin tecrübesiz oluşu, krizin yaşanmasındaki etkenlerdendir. Krizin ilk emareleri görülmeye başladığında Başkan Herbert C. Hoover yönetimi liberal ekonomik anlayışı benimsediği için herhangi bir müdahalede bulunma gereksinimi duymamıştı. Krizin derinleşmesinin akabinde geç gelen müdahalelerin hem toplumsal hem ekonomik maliyetleri ve zararları aşılması çok çetin bir boyuttaydı (Apak ve Aytaç, 2009: 9).

Ekonominin yeniden canlanması amacıyla talep düzeyini arttıran, ticaret hacmini genişletecek maliye politikaları uygulanmıştır. Ücretler arttırılmış, yatırımların arttırılması için finansal teşvikler verilmiş, ihracat hacmini genişletmek için kur sisteminde düzenlemeler gerçekleştirilmiş, sosyal güvenlik sistemleri ve diğer kamu harcamaları ile ekonomi toparlanma sürecine girmiştir. Krizin aşılmasında bu politikaların etkili olması pek çok ülkenin Keynes'in talep yönlü iktisat politikalarını uygulamasına neden olmuştur (Erdoğan, 2009: 4). Yaşanan 1929 Dünya ekonomik buhranın olumsuz etkilerinden kurtulmak için uygulanan Keynesyen politikalarının başarısına dair iktisatçılar arasında tam anlamıyla görüş birliği olmasa bile bu dönemde klasik iktisatın etkinliği tartışılmıştır. 2008'de patlak veren küresel finansal krizde piyasa mekanizmasının sıkıntıları kendiliğinden aşacağına yönelik anlayış ile 1929 buhranı birbiriyle benzerlik göstermiştir. Yaşanan iki krizde en önemli benzerliklerinden birisi denetim mekanizmalarının eksik oluşudur (Erdoğan, 2009: 10).

2.3.2 (ERM) Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi (1992-1993)

(ERM) Avrupa Para Sistemini ile amaçlanan Maastricht kriterleri kapsamında sisteme dahil olan ülke para birimleri arasındaki volatilitiyi azaltmak, para birimlerinin birbiri karşısında belirlenen dalgalanma sınırları dahilinde dalgalanmalarına izin vermek suretiyle Avrupa'da parasal istikrarın sağlanması, düşük düzeylerde sürdürülebilir enflasyon ve istikrarlı büyümenin sağlanmasıydı. Kurlar belirlenen aralığın dışında dalgalanma gösterirse, merkez bankalarınca müdahale edilerek kurları istenen aralığa çekilmekteydi. Bu doğrultuda Avrupa ülkelerinin tek para birimi olan Euro'yu kullanması doğrultusunda tek bir pazar oluşumu sağlanmaktaydı (Özbay, 1997: 2).

Bretton Woods sisteminin çöküşünün ardından Avrupa ülkelerince 1979'da Avrupa Para Sistemi (EMS, European Monetary System) ve ayarlanabilen kur sistemi olan (ERM, Exchange Rate Mechanism) Avrupa Döviz Kuru Mekanizmasının oluşturulması ile döviz kurlarında oluşan aşırı dalgalanmaların önüne geçmek, ekonomik ilişkileri düzenlemek ve ortak pazarı güçlendirmek amaçlanmıştır. Ticari ve finansal ilişkilerinin kolaylaştırılması için oluşturulan ERM ile ülkelerin paraları

(ECU, European Currency Unit) Avrupa para birimine endekslenmiş olup, ± 2.25 band aralığı içinde dalgalanmaya bırakılmıştır. Üye ülkelerin belirlenen dalgalanma sınırlarını koruması adına aldıkları para ve maliye politika kararları hususundan daha dikkatli olmak zorundaydı (Rivero ve Bermejo, 2008: 1052).

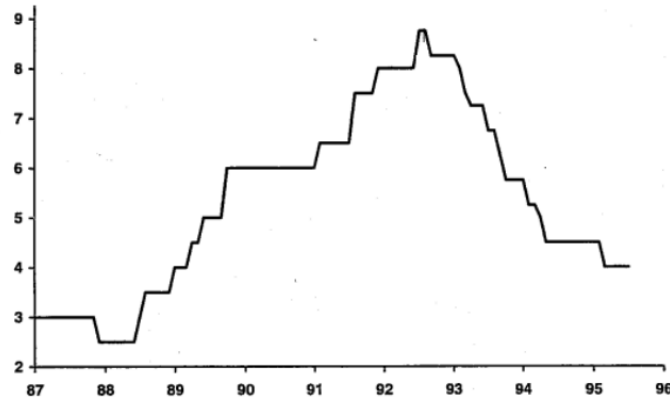
Krizi tetikleyen olay Danimarka tarafından 1992 Maastricht Anlaşmasının reddedilmesi olmuştur. Bu olay, diğer üye ülkelerinin sabit döviz kuruna olan güveninin sarsılmasına sebep olmuştur. Döviz kurları üzerindeki baskı artmış, ERM para birimlerini hedef alan spekülasyon saldırılarına yol açmıştır (Moghadam, 2011: 16). İspanya, İngiltere, İtalya para birimlerini hedef alan spekülasyon saldırılar neticesinde Avrupa Para Sistemi'nden çıkmışlardır. Akabinde ise diğer para birimleri spekülasyon saldırılarına maruz kalmıştır. 1993 Ağustos başında ERM' de oluşan döviz bantları büyüklüğü $\pm 4,5$ ile ± 30 seviyelerine erişmiştir. Bu durum döviz kuru sistemi çöküşünü özetlemektedir. (Bustelo vd., 1999: 23).

ERM'ye ilk olarak sekiz ülke katılmıştır. Bu ülkeler; Belçika, Danimarka, Fransa, Almanya, Hollanda, İrlanda, İtalya, Lüksemburg'dur. Daha sonra 1989 yılının ortasında İspanya, 1990 yılının sonlarında İngiltere, Nisan 1992'de ise Portekiz oluşuma katılmıştır. ERM sisteminin mevcudiyetinin devam etmesi için ilk yıllarda (1979–1993) döviz kurlarında yeniden ayarlamalar gerçekleştirilmiştir. Döviz kurlarında yapılan yeniden ayarlamalar ele alındığında görülmektedir ki; (i) Alman markı diğer ERM para birimleri karşısında hiç devalüe edilmemiştir. (ii) Döviz kurlarında yapılan yeniden ayarlamaların 1992' ye doğru azalan trend izlediği göze çarpmaktadır (Portes, 1993: 1).

Döviz krizleri genel olarak sabit kur sistemi başarısızlıklarından kaynaklanmaktadır. Sabit döviz kur sistemi ele alındığında bu sistemin, döviz kuru çıpasına dayandığı görülmektedir. Enflasyonda yaşanan düşüş, yerel para biriminin aşırı değerlenmesine sebep olur. Bu durumda ihracat hacmi düşerken, ithalat ve cari açığa artış gözlemlenir. Bu konjonktürde para politikası otoriteleri tarafından sabit kur sisteminin devam ettirilmesi çabalarıysa genel olarak döviz krizlerinin patlak vermesiyle sonuçlanır. (Hall ve Henryb, 2009: 24).

APB bir suni hesap birimi olduğundan dolayı sistem üye olan ülke para birimleri arasında en istikrarlı para olan Alman markına göre bandın korunduğu bir sisteme dönmüştür (Sevilla, 1995: 4). Almanya yürüteceği para politikalarını serbestçe belirlerlemekte iken diğer ülkelerin para politikaları üzerindeki kontrolleri azalmıştır.

1989'da Almanya'nın cari fazlasının 107 milyar Alman markı olmasına rağmen, birleşme sonrasında Almanya'nın cari açığı 53 milyar Alman markı olarak oluşmuştur. 1989'da kamu borcu 928,8 milyar Alman markı olarak ölçümlenmişken, 1995'in sonunda ölçümlenen kamu borcu 1994,5 milyar Alman markıdır. 1989'da Kamu borç tutarının GSYİH (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla)'ya oranı %41,8 iken, 1996 sonunda bu oran % 57,7'lere tırmanmıştır (Sinn, 1996: 6). 1990'lı yılların başlarında birleşme sürecinde Almanya'nın uyguladığı politikaların daraltıcı para politikası ve genişleyici maliye politikası karışımı nedeniyle faiz oranlarının Almanya'da 1991-1992 yıllarında yaklaşık olarak %3 civarında yükselmesine sebep olmuştur.



Şekil 2.7: Bundesbank Tarafından Uygulanmış Faiz Oranları (1987-1995).

Kaynak: Deutsche Bundesbank, Statistics

Avrupa Para Sisteminin önemli unsuru olan Almanya'da birleşmenin akabinde artış gösteren kamu borcu ile enflasyonist baskının sonucunda izlenen daraltıcı para politikası ile ekonomik sorunlar yaşayan diğer üye ülkelerinin para birimlerinin marka sabitlenmiş olmasından dolayı, mali genişleme olmadan daraltıcı para politikası uygulamak mecburiyetinde kalmışlardır. Bu ülkeler böylelikle resesyona itilmiştir. Avrupa Para Sistemi üye ülkelerinin ekonomik sorunların üstesinden gelebilmek için

ortak bir ekonomi politikası uygulanması konusunda uzlaşamamaları ile Eylül 1992’de ERM krizinin yaşanmasına neden olmuştur (Buiter vd., 1998: 3).

Eylül 1992’da ilk dalgada Birleşik Krallık ile İtalya gerçekleşen spekülasyon ataklarına karşı para birimlerini savunamamıştır ve para birimlerini ERM’ den çekmiştir. İkinci dalgada Ağustos 1993’de İspanya ile Portekiz’in de para birimlerini Alman markı karşısında devalüe etmek mecburiyetinde kalmasıyla ERM çökmüştür. Ülke para birimlerinin dalgalanma band aralığı da $\pm \% 15$ ’e yükseltilmiştir (Perez, 2007: 3).

2.3.3. Latin Amerika Dış Borç Krizleri (1982)

1980’ler itibariyle Latin Amerika’da görülmeye başlayan finansal krizler, 1990’larda daha da şiddetlenmiş ve daha sık aralıklarla çeşitli ülkelerin darboğaza girmesine neden olmuştur. Krizlerin evvela Latin Amerika ülkelerinde yaşanmasının temelinde yatan sebep; finansal serbestleşme sonrasında sermaye akımlarının ilk kez bu ülkelere yönelmiş olması ile istikrarsız makroekonomik ve siyasi yapıdır (Krugman, 1994: 77).

Yüksek cari açıklara dayanarak yükselişe geçen enflasyon hızı, büyümenin azalması, yüksek faiz oranları gibi nedenlerle, Latin Amerika ithal ikameci büyüme modelinin piyasalar üzerinde neden olduğu kırılganlıkları daha da tetiklemiştir. Hızlı bir şekilde yükselen cari açıklar, döviz rezervlerinin azalışına neden olmuş, bu düşüşün dış borçlanma kanalıyla finanse edilmesiyle yurt içi piyasalarda enflasyonist baskı körüklenmiştir. Öte yandan bu ülkeler tarafından dışa açık ekonomi modelinin benimsemiş olması, Latin Amerika ülkelerinde finansal krizler ile mücadelede yeni politikaların gündeme gelmesine sebep olmuştur. Washington Uzlaşısı ismiyle Neoliberal yaklaşımın yürütüldüğü yeni uygulamaların temelini ise makro ekonomik istikrar ile ekonomik liberalizasyonun sağlanmasıyla buna bağlı olarak özelleştirme ve mali disiplinin etkinleştirilmesi mevcuttur (Mendes de Paula vd., 2002: 469).

1980’lerin başında Latin Amerika ülkelerinde gerçekleşen borç krizlerinden; Arjantin, Meksika, Brezilya, Şili, Peru, Venezüella, Uruguay, Bolivya, Ekvator ve Dominik Cumhuriyeti en çok etkilenen ülkeler olmuştur. 1973 petrol krizinin akabinde petrol fiyatlarının yükselişe geçmesiyle, (OPEC) ülkeleri yani petrol ihraç eden ülkeler

zenginleşmiş ve cari fazla vermeye başlamıştır. Latin Amerika ülkelerine, OPEC ülkelerinden çıkarak, “petrodolar” şeklinde adlandırılan spekülâtif fonlar finansal kurumların aracılığı ile borç olarak aktarılmıştır. Yaşanan dış borç krizlerinin esas sebebi ise bu borçların Meksika ile Brezilya’da artış gösteren bütçe açıklarının karşılanmada, Arjantin’deyse kredi şeklinde özel sektör finansmanına aktarılması olmuştur (Edwards, 1998: 10)

2.3.3.1. Meksika Krizi (1994-1995)

1994 Aralık ayında Meksika’da finansal kriz meydana gelmiş olup ulusal para birimi Peso devalüe edilmiştir. 1980’li yılların sonları ile 1990 başlarında yükseliş gösteren konjonktür etkisi ile spekülâtif yatırım amaçlarıyla ciddi hacimlerde kısa vadeli olan yabancı fonlar Meksika’ya giriş yapmıştır. Gün geçtikçe yukarı yönlü tırmanan cari ödemeler dengesindeki açık, düşük düzeylerdeki tasarruf eğilimi, aşırı değerlenen kur ile artan siyasi istikrarsızlığın neticesinde yabancı sermaye ülkeden kaçmaya başlamıştır (Gür ve Tosuner, 2002: 10-12).

1988 yılı Mart ayından-Aralık ayına kadar Meksika pezosu ABD dolarına sabitlenmiştir. Takip eden üç sene boyunca da öncesinde belirlenmiş bir oranda artış göstermesi öngörülmüştür. 1991 yılı Kasım ayında kamuoyuna müdahale sınırlarını belirleyen bir bandın var olduğunun duyurulmasıyla döviz kuruna esneklik kazandırılmıştır. Taban sabit kalıp, tavan öncesinde belirlenen bir oranda devalüe olduğundan dolayı bant kademeli olarak genişlemiştir. 1991 sonunda bandın genişliği % 1.5 düzeyinin altında iken 1993 yılının sonunda bant genişliği % 9 düzeyine erişmiştir (Savastano v.d., 1995: 92).

1988-1994 yılları arasında Meksika’da, pek çok kez kur rejiminde değişikliğe gidilmiştir. Sabit kur politikası benimsenerek uygulamada başlangıç yapılmış olup bunu para biriminin öncesinde belirlenen ve kamuoyuna duyurulan oranda devalüe edildiği sistem uygulamasına geçilmiştir. Bu uygulamayı takip eden uygulama ise; tavanı kaydırılabilir bir döviz kuru bant uygulaması olmuştur. Döviz kuru rejimi uygulamalarının bu şekilde değişmesine Meksika Merkez Bankası tarafından gerekçe olarak; reel kurda gerekli düzeltmelerin yapılması ve kısa vadeli sermaye hareketliliğinin önüne geçilmesi belirtilmiştir (Edwards, 1997: 8).

Meksika'ya 1990 ile 1993 arasında, 72.5 milyar dolar civarında yabancı sermaye hareketliliği gerçekleşmiştir. Finansal iklimin bu denli olumlu olduğu durumda kimse 1994'de bir kriz yaşanabileceğini ummuyordu. Bir de Meksika'nın NAFTA 'ya yani (Kuzey Amerika Serbest Ticaret Antlaşması) dahil olmasıyla ülkeye sermaye girişinin daha da artacağı beklentisi güçlenmişti. 1994 yılı sonlarına gelindiğinde ise bu olumlu tablo yerini panik ve güvensizliğe bırakmıştır. 1994 sonlarına erişildiğinde Meksika'da döviz rezervleri 26 milyar dolar düzeyinden 6 milyar dolar seviyesine kadar gerilemiş olup büyük ölçekte bir devalüasyon ile finansal kriz meydana gelmiştir (Dorukkaya ve Hakan, 1999: 126).

NAFTA'nın ekonomik reçeteleri 1990'larda Meksika makroekonomik yapısına ilk etapta olumlu katkı sunmuştur. Finansal liberalizasyon politikaları, özelleştirme politikaları ile yabancı sermaye girişi için cazip bir zemin oluşturarak yabancı sermayeyi Meksika ekonomisine çekmiştir. Ancak yabancı yatırımların yaklaşık 1/5'i yani (%20)'si doğrudan yabancı yatırım olarak değerlendirilmiş olduğu tahmin ediliyor geri kalan yabancı yatırımların ise getirisi yüksek ancak çok kısa vadeli fonlar biçiminde değerlendirilmiş olması nedeniyle Meksika'nın finansal kırılganlığı artmıştır. Faiz oranlarının Meksika'da ABD'ye nazaran daha yüksek olması sebebiyle Meksika sermaye için daha karlı bir zemin oluşturmaktaydı. Ciddi bir özelleştirme programı ve yüksek Meksika faiz oranları (ABD faiz oranının üç katı), büyük miktarda yabancı sermaye giriş sürecine katkıda bulunmuştur. Ulusal para birimi Peso yabancı sermaye bolluğu karşısında aşırı değer kazanarak ihracatta duraksamalara sebep olurken, ithalatta kuvvetli artışa sebep olmuş ve 1989-1992 yılları arasındaki ticaret açıklarını yükseltmiştir. Aynı dönemde yabancı sermaye için oldukça çekici olan özelleştirme politikalarının ağırlığı da azalmıştır. Politik ortamda yaşanan istikrarsızlıklar ve belirsizlikler eklenince, yabancı sermaye akışı iyice yavaşlayarak 1994 yılında Meksika'nın finansal krize girmesiyle sonuçlanmıştır (Öniş ve Aysan, 2000: 127).

Meksika'da meydana gelen krizin esas nedeni ilk başlarda çekici olan yüksek hacimlerdeki sıcak paranın giderek ciddi bir risk haline gelmiş olmasıdır. Siyasi istikrarsızlığa bağlı olarak ülkenin yerel parasının aniden değerinin artması, cari açığının finanse edilemez düzeyde kontrolsüz artışı ve tasarrufların giderek

yükselmesi nedenleriyle Meksika'ya akan sıcak para ülkeden ani çıkış yapmış bu durum da krize neden olmuştur. Bunun yanında bankacılık sektöründe gelişen sorunlar ve kamu borç yükü de krizin başlamasında etkili olduğu bilinmektedir (Yılmaz, 2013: 35).

Meksika krizin bir özelliği de yaşanan finansal krizler arasında “bulaşma” etkisinin ilk kez görüldüğü kriz olmasıdır. Aynı bölgesel yatırım portföylerine sahip olan diğer ülkeler de Meksika'da ortaya çıkan krizden etkilenmiştir. Arjantin ile Brezilya “Tekila etkisi” olarak adlandırılan bu durumdan en çok etkilenen ülkeler olmuşlardır (Atay, 2016: 46).

2.3.3.2. Arjantin Krizi

1920'li yılların başların Arjantin ekonomik koşulları oldukça iyi olan, doğal kaynaklara sahip bir ülke idi. 1929 Büyük Buhran ile hammadde fiyatlarında yaşanan düşüşten Arjantin ekonomisi olumsuz yönde etkilenmiştir. Bu dönem sonrasında iktidar olan politikacıların kötü yönetimi, 1930'lu yıllar itibarıyla kapalı ekonomik modellerin tercih edilmiş olması, 1940'ların sonrasında görülen dikta rejimleri ile darbeler Arjantin ekonomisinin kronik sorunlar sarmalının girmesine neden olmuştur (Bulutoğlu, 2002: 204-205).

1980'lerde ekonomik istikrarsızlık, hiperenflasyon içinde olan Arjantin 1989 yılından itibaren ticaret serbestisi, vergi reformu, özelleştirme, para kurulu kurulması ve deregülasyon gibi önlemleri kapsayan IMF destekli yapısal programları uygulamaya koymuştur. Uygulanan bu önlemlerle enflasyon kısa süre içinde tek haneli rakamlara indirilmiş ve güçlü bir ekonomik büyüme sağlamıştır. Ancak 1997 yılında Doğu Asya ülkelerinde başlamış olan 1998 ve sonrasında Rusya ve Brezilya'da patlak veren finansal kriz, Arjantin'in de resesyona girişine ve işsizliğin yükselmesine sebep olmuştur (Hornbeck, 2002: 1-2).

1980'de Arjantin'de %90 dolaylarında olan enflasyon verilerinin 1984 yılında %700 dolaylarına kadar yükselmesiyle, 1985 yılının ortasında “Austral Planı” uygulamaya konulmuştur (Heymann, 1987: 284). Plan ile hedeflenen Ortodoks ve heterodoks iktisat politikalarının birlikte uygulanmasıyla enflasyonun süratle

düşürülmesi ve enflasyona sebep olan kamu finansman dengesizliğinin ortadan kaldırılmasıdır. Austral planını uygulanmasıyla ilk etapta başarılı sonuçlar elde edilmiş olmasına rağmen ilerleyen zamanlarda yeni istikrarsızlıkların ortaya çıktığı görülmüştür. Austral planının başarısız olmasının sebepleri şöyle özetlenebilir (Bahçeci, 1997: 58);

- Ücretler, döviz kurları ve fiyatların sabit tutulmuş olmasına rağmen, kamu malları fiyatlarına her hangi bir müdahalede bulunulmamıştır.
- Kemer sıkma politikaları siyasi çalkantılar ve toplumsal patlamalara sebebiyet vermiştir.
- Kamu gelirlerinde istikrar sağlanamamıştır.
- Programın uygulanmasının öncesinde yeterli fizibilite çalışmaları yapılmamıştır.

1990 yılına erişildiğinde Arjantin’de %1350 dolaylarında hiper enflasyon, yerel para biriminde çöküş ve ülkede durma noktasına gelmiş üretim düzeyi durumu mevcuttu. Konvertibilite programı 1991 yılında uygulamaya başlanmıştır. Konvertibilite programı ile 1 pezo = 1 dolar şeklinde kur sabitletlenmiştir. Yapısal reformlar ve özelleştirmeler hızlandırılmış, para basımı uluslararası rezerv değişimine bağlanmış (İnan, 2002: 58).

IMF tarafından verilen tavsiyeler doğrultusunda, Arjantin fiyat istikrarını sağlamayabilmek için konvertibilite planı uygulamış, ulusal para birimi olan Peso yabancı para birimine bağlanmıştır. Ayrıca yerel paranın basımı yine yabancı para birimi rezerv düzeyine bağlı olarak yapılmıştır. Uygulanan bu program ile Arjantin’de enflasyon üç yıl içerisinde hızlı olarak düşürmüştür ancak reel faiz oranlarının da düşüşüyle bu durum bir tüketim patlamasının yaşanmasına sebep olmuştur. Büyümenin dışsal güçlere bağlanmasıyla ulusal ekonominin rekabetçi üstünlüğüne öncelik verilmemesine sebep olmuştur. Yüksek faiz oranları nedeniyle düşüş gösteren üretim düzeyleri, ülkede devalüasyon beklentisini oluşturduğundan dolayı yabancı sermaye ülkeyi terk etmiştir (Pusti, 2013: 56-57)

1991 yılında uygulanmaya başlanana Konvertibilite programı ile enflasyon ilk etapta durdurulmuş enflasyon rakamı aşağılara çekilmiş hatta 1991- 1994 zaman

aralığında ekonomik büyüme sağlanmıştır. Dolar'a sabitlenmiş olan Peso'nun zaman içinde aşırı değerlenmesi ile ithalat artış gösterirken öte yandan ihracat olumsuz yönde etkilemiştir. Bu vaziyet uzun vade içinde bütçe açıklarına yol açarken büyümenin sürdürülebilir olmasını ortadan kaldırmıştır. 1999 yılına erişildiğinde ülkede var olan politik istikrarsızlıklar, giderek artan işsizlik oranı ile yabancı hammadde fiyatlarındaki yükseliş gibi nedenler Arjantin'in ekonomik performansını ciddi oranda düşürmüştür (Pou, 2000: 15).

Arjantin'de krizin etkilerinin görülmesi açısından, krizin hissedildiği yıllar için Arjantin'de ölçümlenen büyüme verileri ile işsizlik oranı verileri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 2.3: Kriz Döneminde Arjantin'de Büyüme ve İşsizlik Oranları

Yıllar	GSYH	İŞSİZLİK ORANI
1996	5,5	17,2
1997	8,1	14,9
1998	3,9	12,8
1999	-3,4	14,1
2000	-0,8	15,0
2001	-4,4	18,3
2002	-10,9	17,9
2003	8,8	16,1
2004	9,0	12,6
2005	9,2	10,6

Kaynak: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=A>

[R](#), Erişim Tarihi 28.02.2021.

Yukarıda yer alan tablodan, krizin etkilerin hissedilmeye başlandığı 1999 yılı ile sonrasında takip eden üç yılın (2000, 2001, 2002) büyüme ve işsizlik verilerinin oldukça bozulduğu görülmektedir. Bu 4 yılın büyüme verilerinin diğer yıllardan negatif olarak ayrıştığı tablodan anlaşılmaktadır. Alınan tedbirler ile büyüme oranlarında ölçümlenen negatif seyrin 2003 yılından itibaren pozitive döndüğü gözlemlenmektedir. İşsizlik verilerinin ise dalgalı seyrettiği görülmektedir.

2000 yılı sonlarında Arjantin’de yeni bir ekonomik program uygulamaya konulmuştur ayrıca IMF’den 40 milyar Dolar daha borçlanılmıştır. Bu programda ile istenilen başarı düzeyine erişilemeyince 2001’de yeni bir program daha hazırlanmıştır. Tüm bunlara rağmen uygulanan reform paketleri ile istenilen iyileştirme sağlanamamıştır (Saxton, 2003: 8).

Bankacılık sektörü, 2001 yılında başlamış olan ekonomik olumsuzluklardan en fazla etkilenen sektör olmuştur. Faiz hadlerinde gerçekleşen değişimlerden, devalüasyonun neden olduğu kambiyo zararlarına bir de bankacılık sektörüne karşı duyulan güvensizliğin de eklenmesiyle rezerv kayıpları meydana gelmiş tüm bunlar banka iflaslarının gerçekleşmesine neden olmuştur. Reel sektör kredi maliyetlerine yansıyan bu durum krizi daha da derinleştirmiştir. Ayrıca yanlış kurumsal düzenlemeler, kamu harcamalarının kontrolsüz artışı, siyasal ve ekonomik belirsizliklerin var olması gibi nedenler ile yabancı sermaye ülkeyi terk etmiştir (Eiras ve Schaefer, 2001: 11).

2002 yılında Arjantin moratoryum ilan etmiş borçlarını geri ödeyemeyeceğini duyurmuştur. Arjantin’in moratoryum ilan etmesiyle yabancı yatırımcılar ülkeyi hızlıca terk etmiş, ülkeye gelen sermaye akışı kesilmiştir. Borçlarının refinansmanı noktasında Arjantin hükümeti ciddi sorunlarla karşılaşmıştır. Bunun üzerine 2003 yılında IMF Arjantin’e farklı kurtarma paketleri önermiştir (Andrei ve Radu, 2013: 206). Arjantin, 2001’de karşı karşıya kaldığı krizde; 100 milyar doların üzerindeki dış borç tutarını ödeyemeyerek moratoryum ilan etmiştir ayrıca 2003 yılında IMF’e ödemesi gerekli olan 2,9 milyar dolar tutarındaki borcunu ödemeyeceğini deklare etmiştir. (Yeldan, 2005: 1-2).

Arjantin ve Meksika krizleri incelendiğinde kriz yapısı ve gelişim aşamaları açısından Türkiye’de meydana gelen finansal krizlerle benzerlik gösterdiği görülmektedir.

2.3.3.3. Brezilya Krizi

Latin Amerika’nın en büyük ekonomisi olan Brezilya, dünya ekonomileri arasında en büyük ilk 10 ülke içinde yer almaktadır. Brezilya II. dünya savaşından 1980’lere kadar %7,3 dolaylarında bir büyüme ortalamasına sahiptir. Brezilyanın

başarılı seyreden büyüme trendi, 1980'li yıllarda Latin Amerika ülkelerinin finansal serbestleşmenin etkisiyle karşı karşıya kaldığı borç krizine kadar devam etmiştir. Özellikle Meksika krizinden oldukça etkilenmiş, büyüme oranı verisi %1,8'e kadar düşmüştür. Enflasyon oranı da ciddi artış göstererek 1972'de %20 olarak ölçümlenen enflasyon oranı 1993'de %5000 olarak ölçümlenmiştir (Filho ve Lourdes, 2002: 109).

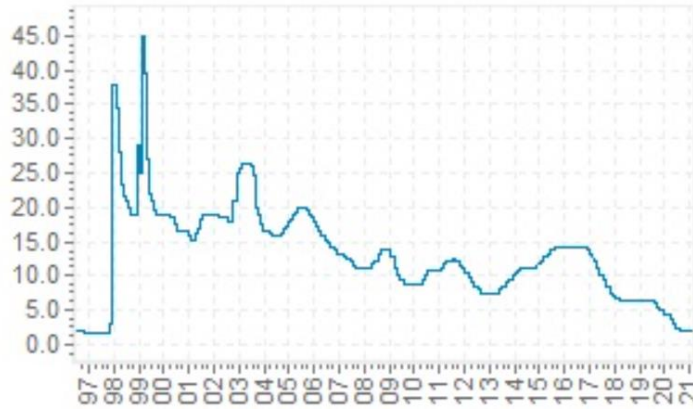
Brezilya 1980'ler ile 1990'lı yılların ilk dönemlerini %100 - %3000 arasında değişkenlik gösteren yüksek enflasyon oranlarıyla geçirmiştir. Enflasyonu kontrol altına alabilmek amacıyla Brezilya Hükümeti tarafından 1994 yılında yeni bir parasal reform programı uygulamaya konmuştur. Bu programın temelini, yönlendirilmiş sabit kur sistemi, yüksek faiz politikası ve yeni Brezilya para birimi olan Real'in kullanmaya başlanması oluşturmaktaydı. Yatırımcıların döviz tutma davranış eğiliminden vazgeçmeleri ve enflasyon baskısının aşılması için faiz oranları yüksek tutuluyordu. Yüksek faiz oranları ile ülkeye çekilen yatırımcılar sayesinde Brezilya ekonomisine öncesinde emsali görülmemiş düzeylerde fon akımı gerçekleşmiştir (Özdemir, 2007: 136).

1998 Rusya Ekonomik Krizi, Brezilya ekonomisiyle ilgili endişelerin artmasına neden olmuştur. Bu sebeple 20 milyar dolar tutarında sermaye ülkeden çıkış yapmıştır. IMF ve ABD Hazinesi ile sağlanan destek anlaşma müzakerelerine rağmen, ülkeden sermayenin kaçıışı durdurulamamış ve devalüasyon yaşanması kaçınılmaz olmuştur. 03.02.1999 tarihine kadar Brezilya Real'i %32 değer kaybına uğramıştır. Brezilya'dan yurtdışına yabancı yatırımcı fonlarının çıkışına engel olmak hedefiyle Brezilya Merkez Bankası tarafından faiz oranları 10 puan arttırılarak %29'dan %39 düzeyine çıkarılmıştır. Bu sayede ABD dolarının hızla yükseliş eğiliminin yavaşlatılması sağlanmıştır. Ocak 1999'da 7-8 milyarlık ABD doları Brezilya'dan çıkış yapmıştır. ABD Hazinesi ile IMF borç destek müzakereleri organize edilmesine rağmen Brezilya'da finansal kriz başlangıç bulmuştur (Andrei ve Radu, 2013: 205).

Ekonomik sorunların üstesinden gelmek amacıyla Brezilya hükümeti tarafından çeşitli paket programlar denemiş ancak hiçbiri ile istenilen başarı elde edilememiştir. 1994'de ulusal paranın dolara bağlandığı "Real Planı" olarak adlandırılan yeni bir istikrar programı uygulamaya konmuştur. Diğer tüm programlarla

mukayese edildiğinde Real planı ile en başarılı sonuçlar sağlanmıştır. Real Planı içeriği vergilerin enflasyonla mücadele yönelik olarak artırılması, kamu harcamalarının düşürülmesi, sıkı para politikası, özelleştirmeler gibi katı uygulamalardır. Real planının yüksek enflasyon karşısında başarılı olduğu görülmektedir. Planın uygulamaya konduğu 1994 yılında enflasyon verisi %916 olarak ölçümlenirken, 1998 yılına erişildiğinde enflasyonun %1,7 olarak tek haneli düzeyde ölçümlenmiştir (Gruben ve Kiser, 1999: 13-14).

Brezilya'da krizin ortaya çıkışının hemen ardından, Ağustosta %19.2 olan mevduat oranı Brezilya Merkez Bankası tarafından Ekim ayında %41.6 düzeyine çıkarılmıştır. Ancak yılsonuna kadar rezervlerinin yarısı kaybedilmiş olup geri kalan rezervler de ulusal para birimi Real'in desteklenmesi için kullanılmıştır. İlerleyen zamanlarda karşı karşıya kalılabilecek yeni bir krizle mücadele edebilmek için Merkez bankası mevduat oranlarını %43.3 düzeyine yükseltmiştir (Palma 2012: 11). 1999 krizinin yaşandığı yıllarda, Brezilya Merkez Bankası'nca uygulanan faiz oranları aşağıda yer alan şekilde gösterilmiştir.



Şekil 2.8 : Brezilya Merkez Bankası (BACEN) Faiz Oranı

Kaynak: <http://www.global-rates.com/interest-rates/central-banks/central-bank-brazil/bacen-interest-rate.aspx>, Erişim Tarihi 04.02.2021

Yukarıda yer alan şekilde görüldüğü gibi, krizle mücadele edilen 1998 ile 1999 yıllarında Brezilya Merkez Bankası yabancı sermayenin ülkeden çıkış yapmaması

amacıyla faiz oranlarını oldukça yüksek seviyelerde tutulmuştur. 1998 ve 1999'da faiz oranlarının diğer yıllara kıyasla ne denli sert bir yükseliş gösterdiği görülmektedir.

Real planı ile enflasyon karşısında elde edilen başarı, cari açık ve bütçe açığının kapatılması noktasında elde edilememiştir. Yabancı sermayenin ülkeye çekilmesi için faiz oranlarının çok yüksek düzeylerde tutulması, kamu borçlarının GSMH'ye oranının artmasına neden olmuştur. Rusya'da 1998'de meydana gelen krizinden sonra Rusya moratoryum ilan etmiştir. Bu gelişme yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere dair yatırım kararlarının yeniden gözden geçirerek, kırılgan finansal yapıya sahip ülkelere sermayelerini çekme davranışına itmiştir. Brezilya'da yaşanan krizin altında yatan temel neden, cari açıkların kapatılmasında finansman aracı olarak kısa vadeli yabancı kaynakların kullanılması ve mali disiplin sağlamamasıdır. Brezilya krizi ekonomistlerin değerlendirmelerine göre, sürdürülemez maliye politikaları neticesinde oluşum göstermiş bir para krizidir (Akdiş, 2000: 89).

Brezilya'da başarısızlıkla sonuçlanan pek çok deneme sonrasında 1994 Temmuzunda yeni bir istikrar programı başlatılmıştır. Bu program ile amaçlanan, son 20 yıldır ekonominin istikrarsızlaşmasına sebep olan kronikleşmiş enflasyonun kontrol altına alınmasıydı. 1993/1994 yıllarında Maliye Bakanı olarak görev yapan Fernando Henrique Cardoso, bu istikrar programını uygulayarak halkı isyan ettiren enflasyonun düşmesini sağlayarak 1994 ile 1999 yıllarında Brezilya Devlet Başkanı seçilme başarısına erişmiştir (Lopes, 2003: 35-36).

2.3.4. Güneydoğu Asya Krizleri (1997-1998)

Güneydoğu Asya ülkeleri başarılı kalkınma, büyüme performansları dolayısıyla yıllarca "Asya Kaplanları" şeklinde anılmıştır. Başarıları dolayısıyla birçok iktisatçı ve finansal kurum tarafından övülmüş ve yeni modeller oluşturularak analiz edilmeye çalışılmıştır. Fakat 1990'lı yılların sonuna doğru peş peşe finansal krizler yaşanmıştır. 1997'de krizin yaşanmasının öncesinde Asya Kaplanları şeklinde anılan ülkelerin ekonomik büyüklükleri toplamı yaklaşık olarak 1,3 trilyon Amerikan Doları tutarındayken; 1998 yılının sonunda bu tutar 700 milyar dolar seviyesine çekilmiştir (Özel, 2005: 13).

1982’de yaşanan Latin Amerika dış borç krizlerinin ardından, dünya finansal sistemi açısından risk unsuru olan Güneydoğu Asya krizi, yapısal özellik ve etkileri açısından değerlendirildiğinde döneminin en önemli finansal olayı olduğu ifade edilebilir (Radelet ve Sachs, 1998: 1). Güneydoğu Asya krizi Latin Amerika’da meydana gelen krizlerden şu yönüyle ayrılmaktadır; Güneydoğu Asya krizinde faiz oranları yükselmemiş ve varlık fiyatlarında düşüş yaşanmamıştır. Aksine sermaye akımları menkul ve gayrimenkul yatırımlara kanalize edilmiş ve varlık fiyatları artış göstermiştir (Corsetti v.d., 1998: 3). Güneydoğu Asya ülkelerinde 1997 yılında patlak veren finansal kriz ilk önce Tayland’da başlamış olup Filipinler, Malezya, Endonezya, Güney Kore ve pek çok ülkeye daha bulaşmıştır.

Asya krizinin meydana gelmesinin sebepleri hususunda iki temel görüş mevcuttur; birinci görüş finansal bozulmanın esas nedeninin makroekonomik göstergelerdeki bozulmalar olmayıp, ulusal ve uluslararası yatırımcı beklentilerde oluşan değişimler ile güven kaybı olduğudur. İkinci görüş ise bölge ülkelerin yapısal ve politik bozulmalarının yansıması olarak Asya krizinin meydana geldiğidir. Cari açık, politik dengesizlikler, yurt dışı borçlanma, tasarruf ve yatırım oranları, büyüme ve enflasyon oranları, reel döviz kuru, kredi büyümesi, finansal kırılganlık, uluslararası rezervler, sermaye giriş ve çıkışları bu görüş kapsamında temel makroekonomik dengesizlikler kapsamındadır (Corsetti vd., 1998: 1). Yaşanan Asya krizi, sağlam makroekonomik temellerin var olmasına rağmen beklentilerde oluşan olumsuz yöndeki değişimlerden kaynaklı olarak meydana gelmiştir (Bustelo vd., 1999: 8).

Tayland’da ilk sinyal olarak şirket iflaslarıyla başlayarak Tayland para birimi Baht’ın 1997 Temmuz ayında devalüe edilmesiyle şiddetlenen kriz pek çok Doğu Asya ülkesini etkisi altına almış ve dünya nezdinde ekonomik çöküş endişesi üreten önemli finansal bir krize dönüşmüştür. Doğu Asya ülkelerinin birbirleriyle entegre halde olması ve özellikle dış ticaret hususunda karşılıklı bağımlılıklarının mevcut olması dolayısıyla kriz bölgenin tümüne hızlıca yayılmış ve küresel ölçekte daralma yaşanmasına neden olmuştur. İlk olarak Tayland’da başlamış olan kriz Güneydoğu Asya ülkeleri, Rusya, Latin Amerika’ya da bulaşmıştır. Tayland ulusal para birimi Baht’ın devalüe edilmesi Filipinler ile Endonezya’nın döviz kurlarını dalgalanmaya

bırakmasına sebebiyet vermiştir. Malezya, Singapur, Tayvan, Kore, Hong Kong'un ulusal paraları satış baskısıyla karşı karşıya kalmışlardır. Taylanda'da başlangıç bulup Doğu Asya ülkelerini etkisi altına alan finansal krizin altında yatan temel sebebin spekülasyon sermaye hareketlerinin olduğu değerlendirilmektedir (Pusti, 2013: 51-52). Kriz döneminde ABD doları karşısında bazı Asya ülkeleri para birimlerinde oluşan değer kayıpları aşağıda yer alan tabloda yer almaktadır.

Tablo 2.4: Temmuz 1997-Ocak 1998 Zaman Aralığında Kimi Doğu Asya Ülke Paralarının Dolar Karşısında Değer Kayıpları

Ülke	Ulusal Paradaki Değer Kaybı (%)
Endonezya	59 (Rupi)
Tayland	47 (Baht)
Tayvan	16 (Tayvan Doları)
Malezya	37(Ringit)
Filipinler	27(Peso)
Singapur	16 (Singapur Doları)
G. Kore	42 (Won)

Kaynak: Özmen 2003: 19.

Yukarıda yer alan tabloda da görüldüğü gibi kriz sonrasında Asya ülkeleri ulusal paraları dolar karşısında çok yüksek oranda değer kaybına maruz kalmıştır. Endonezya para birimi Rupi %59, Tayland para birimi Baht %47, Güney Kore para birimi Won %42, Singapur ile Tayvan para birimi %16, Malezya para birimi Ringit %37, Filipinler para birimi Peso %27 oranında değer kaybına uğramıştır.

Tayland'da başlangıç bulan Güneydoğu Asya krizinin meydana gelme nedenlerinden birisi olarak finansal kurumların kısa vadeli dış borçlanmalarının yüksek oranlarda aniden artış göstermesi işaret edilmektedir. Mayıs 1997'de büyük finansal kurumların kurtarılmasına ilişkin operasyonu gerçekleştirilmiş ancak operasyonun başarısızlık ile neticelenmiştir. Bu durum ile yatırımcıların Tayland ekonomisine karşı güvenleri sarsılmıştır. Başarısızlıkla neticelenen kurtarma operasyonunun ardından Tayland merkez bankası tarafından likidite sıkıntısı içinde olan finansal kurumların işlemleri durdurulmuş ve yükümlülüklerin yerine

getirilebilmesi için yeni bir plan oluşturulması yönünde talimat verilmiştir. 1997’de Tayland Merkez Bankası sabit kur sisteminin terk edildiği yönünde açıklama yapmış ve Tayland ulusal para birimi Baht dalgalanmaya bırakılmıştır. Finansal krizin üstesinden gelebilmek adına temmuz ayı sonunda Tayland hükümeti IMF’den finansal destek almaya mecbur kalmıştır (Fries v.d., 1999: 539). Yaşanan krizin ardından IMF ile Tayland hükümeti arasında Stand-by anlaşması imzalanarak bir reform paketi oluşturulmuştur. Anlaşma neticesinde IMF tarafından Tayland’a 17,2 milyar dolar tutarında kredinin verilmesi taahhüt edilmiştir (Toprak, 2001a: 122).

Doğu Asya krizinin meydana gelme sebepleri şöyle sıralanabilir; (İ) Kısa vadeli sermaye akımlarına sebep olan serbestleşme politikalarının varlığı, (ii) Liberalizasyon uygulamalarının yanı sıra, yabancı kredi patlamasına neden olan makro/mikro ekonomik politikaların uygulanması, (iii) Asya ülkelerinde ortak bir unsur olarak siyasi belirsizliğin mevcut olmasıdır (Yürekli, 2004: 91).

Güneydoğu Asya krizinin yaşanmasının altında yatan temel sorunların başında ahlaki tehlike olduğu değerlendirilmektedir. Finansal sistemde yeterli olmayan denetim-kontrol mekanizmaları riskli kredilerin kullandırılmasına sebebiyet vermiştir. Riskli kredilerin artış göstermesiyle riskli varlıkların fiyat düzeyleri yükselerek varlık balonu oluşumu gerçekleşmiştir. Belli bir fiyat düzeyine kadar yükselmenin ardından varlık balonu patlamış ve süreç tam ters bir işleyişe dönmüştür. Varlık fiyatları çok sert bir biçimde düşüş göstermiş bu da birbiri ardına iflasların gerçekleşmesine neden olmuştur. Bu kriz kendi kendini besler nitelik kazanmış olup bulaşma etkisiyle bölge ekonomilerine de yayılım göstermiştir (Krugman, 2001: 2-3).



Şekil 2.9: Yıllık Bazda GSYİH'nın Artışı (%) - Endonezya, Tayland, Singapur, Filipinler

Kaynak:

<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=ID-TH-SG-PH>, Erişim Tarihi 09.03.2021

Yukarıda yer alan şekilde, Endonezya, Tayland, Singapur, Filipinler'e ait olan GSYİH (yıllık %) büyüme oranları verilmiştir. Krizin yaşandığı dönemde ekonomik daralmanın %15'lere kadar eriştiği gözlemlenmektedir.

Asya krizi Tayland, Endonezya, Malezya, Singapur ve Filipinler'de ortaya çıkmıştır. Krize zemin oluşturan en önemli iki neden; finansal yapının kırılganlığı ve aşırı miktardaki yabancı sermaye olmuştur (Engin, 2007: 42). 1997'de yaşanan Asya krizinden sonra üçüncü-nesil para krizi modelleri geliştirilmiştir. Asya'da meydana gelen kriz makroekonomik göstergeler temelli olarak (enflasyon, parasal büyüme oranı, işsizlik, bütçe açıkları) birinci-nesil ve ikinci-nesil kriz modelleri ile açıklanması mümkün olmamıştır (Engin, 2007: 39).

1997'de yaşanan Güneydoğu Asya krizinin yapısal dinamikleri birinci/ikinci nesil kriz modelleriyle yeterli şekilde açıklanamamaktaydı. Çünkü meydana gelen Asya krizinde bütçe açığının finansmanı ile döviz kuru sistemi arasında bir uyumsuzluk mevcut değildi. Ancak spekülörlerin beklentileri sabit kur sisteminin daha fazla sürdürülemeyeceği doğrultusunda şekillenmişti. Birinci nesil ve ikinci nesil

kriz modellerinde yaşanan krizler hükümet başarısızlıkları ile açıklanmaktadır. Yaşanan krizleri birinci-nesil modeller makroekonomik politikaların uyumsuzluğu ile açıklarken ikinci-nesil modellerce krizler spekülasyon atakları karşısında sabit döviz kuru sisteminin hükümetlerce sürdürülebilme tercih ve becerisi ile açıklanmaktadır. Güneydoğu Asya krizlerinde üçüncü ve yeni bir başarısızlık hali mevcuttur (Kansu, 2010: 123).

2.3.5. Rusya Krizi (1998)

1990'da Sovyetler Birliği dağıldıktan sonra Rusya Federasyonu ilk demokratik seçimlerinde Rusya'nın yeni lideri Boris Yeltsin seçilmiştir. Yeltsin yardımcısı olan Gaidar ile beraber Rusya'yı eski planlamalarından arındırarak piyasa ekonomisine geçişini sağlamak için IMF ağırlıklı yurt dışından krediler temin etmeye başlamış dış ticaret ile döviz kurları arasında mevcut olan tüm kısıtlamaları kaldırmıştır. Dış ticaretin serbest hale getirilmesi ve fiyat kontrollerinin kaldırılmasıyla enflasyon yukarı yönlü hızla ivme almaya başlamıştır. Bu sorunun çözümü olarak Merkez Bankası'na para basılınca enflasyon verileri 1991 yılında %100'ü aşmıştır. 1992 yılında ise %2526'lere kadar tırmanmıştır (Özel, 2005: 84).

Sovyetler Birliği'nin dağılmasının ardından sosyalist ekonomi ile oluşan hantal yapıdan kurtulabilmek hedefiyle Rusya'da birçok ekonomik reform gerçekleştirilmeye başlanmıştır. Rusya ekonomisinin iyileşmesinde reform uygulamaları bir katkı sağlamış olsa bile gerçekleştirilen reformlar ekonominin temelinde var olan yapısal kırılganlıkların giderilmesinde yeterli olmamıştır. Mevcut olan kırılganlıklar Rusya ekonomik yapısını krize meyyal hale dönüştürürken diğer yandan Güneydoğu Asya'da patlak veren kriz de bu kırılganlıkların artışı tetiklemiştir (Yılmaz, 2013: 37-38).

Tablo 2.5: Rusya Federasyonu Seçilmiş Makro Ekonomik Verileri (1994-1999)

Rusya Federasyonu	1994	1995	1996	1997	1998	1999
İşsizlik Oranı	8,13	9,45	9,67	11,81	13,26	13,04

Enflasyon (Yıllık%)	307,298	144,007	46,136	15,059	18,539	72,387
Reel GSMH (Yıllık%) Büyüme	-12,57	-4,144	-3,75	1,4	-5,3	6,4

Kaynak:

<https://data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.TOTL.NE.ZS?locations=RU>. (Erişim Tarihi: 13.03.2021).

Yukarıda yer alan tablo ele alındığında, dış ticaretin serbestleştirilmesi gerek ekonomik reform uygulamaları sonucunda yıllık enflasyon oranının 1995’de % 144’e, 1996’da % 46’ya ve 1997’de %15’e gerilediği görülmektedir. 1994’de % 12,57 oranında daralan ekonomi 1995’de % 4,144 oranında daralmış, 1996’da % 3,75 daralmış ve 1997’de % 1,4 oranında büyümüştür. 1998’de ise ekonomi %5,3 daralmış 1999’da % 6,4 oranında büyümüştür.

Rusya Federasyonu, Sovyetler Birliği’nin dağılmasının akabinde merkezi planlamaya dayanan ekonomiden pazar ekonomisine geçiş süreci içine girmiş olup makroekonomik istikrarın sağlanması amacıyla çeşitli reform programları düzenlemiştir. Özelleştirmelerle ekonomik hedefler ve reform programları desteklenmiştir. Kamu kesimi varlıklarının ivedi halde özel sektöre devri hedeflenmekteydi. Büyük ölçekli kamu kuruluşları hisseleri hükümet tarafından özel kesime borçlanma karşılığında devredilmiştir (Apak ve Aytaç, 2009: 158). Bunun yanı sıra Sovyetler Birliğinden kalan borçların geri ödenmesi hedefiyle ödeme planları hazırlanmıştır. Böylelikle Rusya ekonomisine uluslararası finans çevrelerinin güveninin temin edilmiştir. Yabancı yatırımcıların karşı karşıya kaldığı kısıtlamaların kaldırılmasıyla Rusya’ya yabancı yatırım hızlanmıştır (Atay, 2016: 54).

Uygulanan yapısal reformlar ekonomi üzerinde ilk etapta olumlu sonuçlar vermiştir özellikle enflasyonla mücadele karşısında başarılı olunmuştur. Öte yandan bankacılık sektöründeki zayıflıklar rezerv düzeylerinin yetersiz oluşu ve dış ticaret hacmindeki daralmalar varlığını devam ettirmekteydi. Vergi oranlarının düşük olduğundan dolayı kamu açıkları kronik bir sorun haline gelmiş banka bilançolarının

yabancı para cinsinden yükümlölüklerini artış göstermiştir (Abbigail vd., 2002: 11-12).

Rusya yapısal reformlara rağmen, ekonomik istikrarın sağlanması ve ekonomik dengelerin temin edilmesinde başarılı olamamıştır. Rusya süreç içinde ekonomik daralma, üretim düzeylerinin düşüşü, sürekli-yüksek enflasyon oranları, uygun kur politikalarının uygulanamaması, mali gelirlerin düşüşü, finansal sektörün reform sürecinde karşılaşılan sorunlar, özelleştirme süreci, işletmelerin yeniden yapılandırılması, reel ücretlerin düşüşü, hükümet harcamalarının sağlıklı olmaması, kişi başına doğrudan yabancı yatırım düzeyinin düşük olması gibi pek çok sorunla yüzleşmiştir (Malkoç, 1998: 5).

Krizin neden olan faktörler arasında finansal sistemin yetersizliği ve güvensizliğin oluşması mevcut olsa da Rusya krizinin esas sebebi olarak bütçe açıkları işaret edilmektedir. Rusya'nın maaş ve ücretlerini dahi gerçekleştirememesine sebep olan kriz şöyle gelişmiştir. Kasım 1997'de Doğu Asya Krizi'nin baş göstermesiyle beraber Ruble spekülative atak ile karşılaşmıştır. Rusya Merkez Bankası ulusal parayı savunmak masadıyla 6 milyar Dolar civarında rezerv kaybı yaşamıştır. Politik ve ekonomik hal mart ayı sonlarına erişildiğinde daha kötüleşmiştir. ABD ve Almanya'da oluşan yüksek faiz oranları yatırımcıları ihtiyatlı davranmaya itmiştir bu durum da hükümet üzerindeki gerilimin artmasına neden olmuştur. Nisan 1998'de Ruble bir başka spekülative atağa maruz kalmıştır. Rusya Merkez Bankası Başkanı Dubin Mayıs ayında hükümeti borç krizi hususunda uyarmıştır. Bu uyarı devalüasyon kararının alınacağı şeklinde algılanmıştır. Devlet başkanı tarafından elde edilen vergi gelirlerinin hedeflenen düzeyden %26 oranında düşük gerçekleşmiş olduğu ve hükümetin "çok fakir" olduğu şeklinde açıklama yapılması Ruble'nin devalüe edileceğine ilişkin beklentileri arttırmıştır. Rusya Merkez Bankası tarafından 19 Mayıs tarihinde ödünç oranları %30 düzeyinden %50'ye çıkarılmış ve Ruble 1 milyar ABD Dolarıyla savunulmuştur. Rusya Merkez Bankası tarafından 27 Mayıs tarihinde ödünç oranı %150'ye yükseltilmiştir. Rus Tahvil ve Hisse Senedi Piyasaları Mayıs 1998'de %39 değer kaybına maruz kalmıştır. Faiz oranlarının artışı ile Rusya'nın gelirler problemi artmış faiz borçları da çok hızlı şekilde yükselmiştir. Yatırımcılar üzerinde bu durum borçların finansmanında hükümetin devalüasyon kararı alacağına dair panik

oluşumuna sebebiyet vererek kur üzerinde baskı oluşmuştur. Firmaların yeni sermaye finansmanı için ödünç elde edebilmelerinde yüksek hükümet borçları engel olmuştur (Chiodo ve Owyang, 2002: 9).

Petrol fiyatlarında yaşanan küresel düşüşle Rusya'nın en önemli ihracat kalemini oluşturan petrol gelirinde düşüş yaşanmıştır. Bu durum Rusya'da likidite sorununun derinleşmesini tetiklemiştir. Vadesi gelen yükümlülüklerin yeni borçlarla karşılanma girişimi, bütçe açık verisinin giderek artış göstermesi gibi nedenlerle kısa vadeli borçlar ödenemez hale gelmişti. Bunun üzerine hükümet tarafından borçların geri ödenmesine dair erteleme kararı alınmıştır (Seyidoğlu, 2015: 586).

1997'de Asya krizi sürecinde Hong Kong borsasında yaşanan çöküşle bütün menkul kıymet piyasalarında panik hali başlayıp akabinde düşüşler gözlemlenmiştir (Desai, 2000: 50). 1998 yılına erişildiğinde Ruble'nin devalüe edileceği ve borçların geri ödenemeyeceği yönündeki beklentiler ve panik havası Rusya finansal sisteminin çöküşünü başlatmıştır. Ruble endeksli bono getirileri %200'ü aşmış ve menkul kıymet piyasasında yaşanan sert düşüşler yaşanmıştır. Rusya borsasında menkul kıymetler toplamda %75 dolaylarında değer kaybetmiş, sabit kur sistem uygulamaları terk edilmiştir. Ruble devalüe edilerek dalgalanmaya bırakılmıştır. Hükümet iç borç ödemelerini yerine getiremeyecek hale gelmiştir. Yabancı finansal kurumlara olan borçlara ilişkin ise hükümet tarafından 90 gün erteleme kararı alındığı deklare edilmiştir (Chiodo ve Owyang, 2002: 14).

Ruble devalüe edildikten sonra moratoryum kararının da açıklanmasıyla bankaların kamu kesimi borçları ile döviz borçlarından kaynaklanan zarar toplamı 27 milyar dolara tırmanmıştır. Banka bilançolarının bozulması dolayısıyla yaşanan çöküş bütün finans sisteminde krize sebep olmuştur (Mishkin, 2001: 15-16).

Rusya uygulanan reformlar ve ekonomik tedbirlere rağmen 1998'de piyasalar çökmüştür. Krizin etkilerini hafifletmek için Rusya elindeki bütün yabancı rezervi kullanmış ancak Rusya Ağustos 1998'de Ruble'yi devalüe etmek zorunda kalmıştır (Yılmaz, 2013: 38).

1998 Rusya krizi incelendiğinde birinci-nesil kriz modellerine dair özellikleri taşıdığı görülmektedir. Rusya'nın giderek daha da büyüyen bütçe açığı,

makroekonomik göstergelerindeki bozulmalar Ruble'nin devalüe edileceğine dair beklentileri doğurduğundan dolayı krizin oluşumunda önemli faktörler olduğu değerlendirilmektedir (Altıntaş ve Öz, 2007: 21).

2.4. Türkiye Ekonomisinde Yaşanmış Olan Krizler

Bağımsızlık mücadelesi süreci içinde üretim imkânlarının neredeyse tamamını kaybeden ve savaşlar ile açılan ekonomik yaraları sarma gayretinde olan Türkiye'nin iktisadi ömrünün ilk yıllarında devlet eli ile gerçekleşen yatırımlar mevcuttur. Takip eden süreçte gerçekleşen II. Dünya Savaşı'na Türkiye katılmamış olsa bile tüm dünyayı etkisi altına alan savaşın ekonomik etkilerine maruz kalmıştır buna rağmen belirgin büyüme trendini sürdürmeyi başarmıştır. Finansal istikrarın sağlanabilmesi için hayati öneme sahip olan demokratikleşme, özgürleşme süreci zaman zaman askeri darbeler ile sekteye uğramış olsa da Türkiye 1980'lerin ortaları itibariyle Özal Dönemi olarak nitelendirilen dönemde uygulamış olduğu dışa açılma politikalarıyla “finansal liberalizasyon” sürecinin yakalanması hedeflenmiştir (Yılmaz, 2013: 39).

1989 yılında IMF tarafından önerilen finansal serbestlik politikası Türkiye'de benimsenmiştir. Türkiye'nin dünya ekonomisi ile entegrasyon kurmaya çalıştığı küreselleşme ile dışa dönük ekonomik modellerin izlenmeye başladığı 1980'li yıllarda Türkiye ekonomisi finansal krizler ile tanışmıştır. Bu tarihten önce gerçekleşen krizler ele alındığında bu krizlerin Türkiye'nin kendi iç dinamikleri, politikaları, yapısal özelliklerinden kaynaklandığı görülmektedir. 1980 yılına değin Türkiye ekonomisi dış dünyaya daha kapalı nitelikteyken, yabancı yatırımlar ve küresel etkilerin fazla olmadığı görülmektedir. 24 Ocak 1980 kararları ile Türkiye'de küreselleşme sürecinin ivme kazandığı süreç başlamıştır. 1980'lerden itibaren yaşanan krizlerde dışsal faktörlerin etkileri gözlemlenmektedir (Hepaktan ve Çınar, 2011: 158).

1980'lerde Türkiye'de uygulanan ekonomi politikaları, ithal ikameci içe dönük büyüme stratejilerinden dışa dönük, serbest piyasa mekanizmasına dayalı olan sanayileşme politikalarına kaymıştır. 1981'e kadar sabit kur sistemi politikaları uygulanmış olup 1988 yılı itibariyle bankalar arası döviz ve efektif piyasa koşullarınca kurlar belirlenmiştir. 1984'de döviz tasarrufları hususunda kolaylık sağlanması, döviz tevdiat hesaplarının artış göstermesine sebep olmuştur. 1989'da 32 Sayılı

Kararnameyle beraber finansal serbestleşme sürecine girilmesi ve sermaye hareketlerine ilişkin kısıtlamaların kaldırılmasıyla sıcak para şeklinde sermaye hareketleri hız kazanmıştır. Finansal serbestleşme politika uygulamaları ile kamu kesimi borçları neticesinde artış gösteren faiz oranları nedeniyle sermaye spekülâtif şekilde reel sektörden finans sektörüne kaymıştır (Kansu, 2004: 155). 1990’larda dünya yaşanan finansal liberalizasyon, Türkiye’nin hazır olmayan ekonomik altyapısı, hali hazırda yüksek enflasyon oranları ve dış borçlarla mücadele etmekte olan ekonomik sisteminde istikrarsızlıkların yaşanmasına sebebiyet vermiştir (Yılmaz, 2013: 40).

2.4.1. 1929 Buhranı ve Türkiye

Tarihsel süreç içinde kapitalist sistem pek çok ekonomik krizle karşılaşmıştır. Bunların içinde karşı karşıya kalının en önemli, yıkıcı kriz şüphesiz 1929’da yaşanmış dünya buhranıdır. Ekim 1929’da Wall Street iflası ya da “Great Crash” ve “Stock Market Crash ” şeklinde de bilinmektedir. “Büyük iflas” ya da “1929 Borsa Çöküşü” de denir. Tesirinin uzunluk ve kapsamı baz alındığında, ABD tarihinde gerçekleşen en yıkıcı borsa çöküşüdür. Borsa tam olarak çökmüş ve çöküş kısa bir zaman diliminde dünyaya yayılmış olup ilerleyen süreçte on yıllar devam eden büyük bunalım gerçekleşmiştir. 1933’de ölçümlenen GSMH değeri; 1929’da gerçekleşen değerinin yaklaşık üçte ikisi kadar gerçekleşmiştir. 1933’de yaklaşık on üç milyon kişi işini kaybetmiş işsiz kalmıştır. 1938 yılına erişildiğinde, beş kişiden birisi hala işsizdi. Bu süreç içinde fiyatlarda yaklaşık olarak %25 düşüş gerçekleşmiştir. Özetle gerçekleşen kriz tesiri bakımından başta ABD olarak dünya ülkelerinde ciddi tahribatlara neden olmuştur ve bu tahribatların giderilmesi de epey bir zamana yayılmıştır (Galbraith, 2009: 177-190).

1923-1929 döneminde Türkiye ekonomisi ziraî bir karakter göstermekteydi. Türkiye bundan dolayı 1929’da makine, demir, çelik gibi teknik malzemelere ilaveten Amerikan bezi, un, şeker gibi kimi temel ihtiyaç mamullerini de ithal etmek mecburiyetindeydi. Bu durumun üstesinden gelinmesi maksadıyla 1927 yılında yeniden düzenlenip yürürlüğe konulan Teşvik-i Sanayi Kanunu’yla sanayi yatırımcıları desteklenmiştir ancak yatırımlarda kısa vadede beklenen gelişme elde

edilememiştir. Bu nedenle hükümet iktisadî kalkınmanın finansmanı hedefiyle gerekli olan kurumların kurulması ve etkin şekilde işleyebilmesi gayesiyle 1929 yılına kadar dolaylı şekilde 1930 yılından sonra ise direk olarak ekonomiye müdahale etmiştir. Sanayi, tarım ve ticaretin geliştirilmesi hedefiyle yeni önlemler alındı. Demiryolu gibi alt yapı yatırımlarına önem verilerek ekonomide yabancılaştırmanın önüne geçebilmek için imtiyazlı yabancı firmaların elinde bulunan maden işletmeleri, limanlar, demiryolları, büyük kentlere su, elektrik, taşıma hizmeti sunan işletmeler millileştirmeye başlandı (Semiz ve Akandere, 2001: 302).

1929 Krizi tesir alanı süreç ve hacim olarak modern dünyada gerçekleşmiş olan en ağır ekonomik bunalımdır. Türkiye ihracatının büyük bir oranını Avrupa ülkelerine satılan tarım ürünleri oluşturmaktaydı. Fındık, pamuk, tütün, incir ve üzüm başlıca ihraç ürünlerindendi. ABD’de baş gösteren büyük buhran çok kısa zamanda Avrupa ülkelerini etkisi altına almış, I. Dünya Savaşı itibariyle talep daralması yaşayan Avrupa coğrafyasının ithalat düzeyleri daha çok düşmüştür. Bu olumsuz konjonktürden Türkiye dış ticaret hacmi de etkilenmiş ve 1930’lu yılları ortalarına kadar dış ticaret hacmi %50 düzeyine kadar gerilemiştir. Özellikle tarım kesimi ihracatta yaşanan düşüşten oldukça çok etkilenmiş, çiftçiler mamullerini satamamış, iç pazarda da arz fazlası oluşmuş olup bu durum deflasyonist etkiye neden olmuştur (Tekeli ve İlkin, 2008: 82).

1929 Krizinin yaşandığı yıllarda Türkiye’nin finansal olarak dışa bağımlılığı mevcuttu. Serbest dalgalı kur sistemi kapsamında Türk Lirası Sterlin’e endeksliydi. Bundan dolayı Türk Lirası, Sterlin’de yaşanacak olası dalgalanmalara karşı zafiyet taşımaktaydı. Osmanlı Bankası 1915’den itibaren “Merkez Bankası” fonksiyonunu kaybetmiştir. Osmanlı Bankası para arz edemiyor, yeni menkul kıymet ihracı gerçekleştiriyordu. Emisyon hakkı yoksunluğu, o ülkeyi para politikası ve kura müdahale hususlarında araçsız hale getirmektedir. Öte yandan, Lozan anlaşmasında yer alan kimi kısıtlamalar sebebiyle Türkiye gümrük vergisi uygulayamıyordu. Yeni, uzun vadeli borç ile finansman temin edilebilmesi için Osmanlı’dan kalan borç tutarlarının ödenmesi gerekmekteydi (Atay, 2016: 63).

Krizin etkilerinin hissedildiği yıllarda 1929-1933 aralığında hükümet tarafından alınan ekonomik önlemlerle krizin etkilerinin hafifletilmesi amaçlanmıştır. Dünya ekonomilerine, 1929 krizinin sunduğu en büyük yeniliğin karma ekonomi olarak ifade edilen ekonomilerde devletin mühim bir aktör haline geldiği Keynes iktisadi görüşleri olmuştur. Böylelikle İzmir İktisat Kongresinde benimsenmiş olan liberal iktisat anlayışının tersine daha devletçi bir ekonomik anlayış benimsenmiştir. Özel sektör yatırımları hedeflenen düzeylerde gerçekleşmediğinden devlet tarafından Kamu İktisadi Teşebbüslerine ağırlık verilmiş ve devlet eliyle sanayileşme sürecine girilmiştir. 1930 yılında Merkez Bankası'nın kurulmasıyla, finansal sisteme dair büyük bir girişim gerçekleştirilmiştir (Kazgan, 2012: 14).

Türkiye Cumhuriyeti tarihinde karşı karşıya kaldığı ilk ekonomik kriz 1929 krizidir. Bu dönemde Türkiye'de ulusal merkez bankası kurulmuş Türk Lirası ve gümrük vergilerinde düzenlemeler yapılarak finansal bağımsızlığa dair temeller atılmıştır. Yine bu dönemde içinde devlet ekonomik faaliyetlerde daha fazla rol üstlenmiştir. Devlet KİT'ler aracılığıyla sanayi üretimini üstlenmiştir.

1929 Buhranı ile beraber Türkiye'de ithalat hacmi daralmış olup ayrıca ithalat yapısı da değişmişe uğramıştır. 1948 fiyatları ile hesap edilen değerlere göre 1928-1933 zaman aralığında Türkiye'de ithalat hacminin % 50 oranında daraldığı gözlemlenmiştir (Tezel, 1982: 105).

2.4.2. 1946 Krizi

Türkiye Dünya Savaşı'na katılmamış olmasına rağmen savaşın neden olduğu ekonomik, siyasi sorunlardan oldukça etkilenmiştir. Bu dönemde karşılaşılan en temel sorun dış ticaret imkânlarının kısıtlanmış olduğu bir ortamda ülkenin temel ihtiyaçlarının karşılayabilmesi yani aslında üretim kapasitesinin belirli bir düzeyde tutulabilmesidir. Devlet merkezli ekonomi politikalarına ve alınan bütün tedbirlere rağmen 1940-1945 yılları arasında Türkiye'nin ekonomik görünümü başarılı şekilde nitelendirebilmek mümkün olmamaktadır. 1948 sabit fiyatlarının baz alınmasıyla mukayese edildiğinde 1940 yılında ölçülen 8 milyar 677 milyon TL GSMH tutarı, 1945 yılı itibarıyla yaklaşık %30 küçülmüş ve 5 milyar 960 milyon TL olarak ölçümlenmiştir. 1941 ile 1945 aralığında GSMH ortalaması hesaplandığında bu tutar,

7 milyar 281 milyon TL şeklinde ölçümlenmiştir. Dünya Savaşının olumsuz etkileri sektörel gelişmelere de sirayet etmiştir. Mesela sabit fiyatlar düzeyinde 1939 yılında 431 milyon lira olarak ölçümlenen net yatırımlar 1942’de 281 milyon lira düzeyine gerilemiştir. Milli savunma kapsamında genç nüfusun ciddi oranı asker olarak alınmasıyla tarım üretimi aksamıştır. Üretim düzeyinin ciddi şekilde düşmesinin topluma yansımaları, fiyatların artışı şeklinde olmuştur. 1940 itibariyle ölçümlenen toptan eşya fiyatları indeksi 126.6 olarak gerçekleşmişken, 1945’de bu rakam üç katından fazla artış göstererek 444.6 düzeyine tırmanırken, aynı tarihler veri olarak alınıp tüketici fiyatları indeksi incelendiğinde; 110.8 düzeyinden 333.0 seviyesine eriştiği görülmektedir (İstatistik Göstergeler 1923-2002, 2003: 508; Parasız, 1998: 58-59).

Türkiye’nin bütçe açığı 1944’de II. Dünya Savaşı sonlarına doğru yükselişe geçmiştir. Türkiye ekonomisi de savaşın neden olduğu olumsuz konjonktürden etkilenmiştir. Türkiye Cumhuriyeti’nin kuruluşu itibariyle temel ekonomik amacı özel sektör vasıtasıyla sanayileşmekken, 1950 yılının ortalarına kadar tarımın ağırlıkta olduğu üretim benimsenmiştir. Savaş yıllarında milli gelirde yaşanan düşüşte, tarımsal üretimin azalmış olması önemli bir rol üstlenmiştir. Tarım sektöründe istihdam edilmekte olan genç işgücünü askere alınmasıyla, tarımsal üretim ciddi olarak azalmıştır. Yaşanan savaş sonrasında tarımsal üretim tekrar artış gösterse de siyasi istikrarsızlık ortamı devam etmekteydi. 1946’da gerçekleşen seçimlerde çok partili döneme geçiş yapıldı. İktidara gelen Recep Peker hükümeti tarafından ekonomi ve sanayi alanlarında radikal kararlar alınmıştır. Hükümet tarafından para politikası hususunda alınan en kritik karar 1946’da döviz kurunu düzenlemek adına Türk Lirası’nın ABD Doları karşısında ilk defa devalüe edilmesi kararıdır. Alınan devalüasyon kararı neticesinde maliyet enflasyonu tetiklenmiş, ithalat artış göstererek dış ticaret açığının yükselmesine neden olmuştur. Ekonomik durgunluğun artış gösterdiği bu ortamda sanayi yatırımları ertelenmiş olup ekonomik durgunluğun üstesinden gelinmesi amacıyla yeni çözüm arayışları başlamıştır. 1947’de Türkiye IMF’e üye olmuştur. Türkiye’ye Marshall yardımları gerçekleşmiştir ancak bu ekonominin kötü gidişatını durdura hususunda yeterli olmamıştır (Kazgan, 2012: 94).

2.4.3. 1958 Krizi

1956-1958 zaman periyodu, Türkiye'nin ekonomik olarak içe kapandığı bir dönem olmuştur. Bu dönemde dışarıdan temin edilen kredi hacmi daralmış ve istikrar programlarından uzaklaşmıştır. Yeni yatırımların finansmanı hususunda Dünya Bankası ya da diğer uluslararası finansal kurum ve kuruluşlardan kredi sağlanmamaktaydı. Yatırımları finanse etmek mevcut olan sermaye birikimi ve tasarruf düzeyleri ile de olanaklı değildi. Bu dönemde dış borç düzeyi ihracat yoluyla karşılanamayacak kadar artış göstermişti. Bu duruma bir de devalüasyon beklentisi eklendiğinde ülkede mevcut olan sermayenin çıkışı hızlanmıştır. Döviz kuru bu süreçte karaborsada 1 Dolar = 20 Türk Lirası düzeyine kadar tırmanmıştı (Kazgan, 2012: 94).

Piyasalarda kaçak malların ticareti artış göstermiş, kayıt dışı ekonominin büyüklüğü hesaplanamayacak düzeyde derinleşmişti. Hükümet yeni bir istikrar programı gerçekleştirmemek hususunda ısrarcı olmuştur. Bu durum takip eden iki yılda mevcut olan ekonomik ve politik konjonktürün daha da kötü hale gelmesine sebep olmuştur. Türkiye 1958 yılına gelindiğinde vadesi gelen dış borçlarını ödeyemez durumdadır. Bu yükümlülükler yerine getirilmeden yeniden uzun vadeli borçlanılması mümkün değildi. Ayrıca mevcut koşullar ile ekonomik faaliyetler sürdürülemez bir hal almıştı. Aynı yıl içinde borçların ödenemez boyuta erişmesi ile moratoryum ilan edilmiştir. Hükümet 1958'de IMF ile yeni istikrar programına ilişkin anlaşma imzalamıştır. İstikrar programı gereği 422 milyon dolar borç tutarı ertelenmiş olup %3 faiz oranı ile ödeme planında anlaşma sağlanmıştır. Bunun yanı sıra 259 milyon dolar Amerika Birleşik Devletleri'nden, 75 milyon dolar (OECE) Avrupa Ekonomik İşbirliği Örgütü'nden, 25 milyon dolar ise direk IMF'den temin edilmek üzere toplamda 359 milyon dolarlık tutarda yeni kredi desteği sağlanmıştır (Kazgan, 2012: 95).

2.4.4. 1979 Krizi, 24 Ocak Kararları

1958'de Türkiye'de yaşanmış olan krizin benzer dinamikleriyle, 1970'li yıllara erişildiğinde yeniden karşı karşıya kalınmıştır. 1950'lerin başında oluşan spekülasyon

hareketliliğin bir benzeri, 1970’li yıllarda Bretton Woods sistemi henüz çökmeden dünya genelinde yeniden gerçekleşmeye başlamış olup dalgalı kur sistemine geçiş yapılmasının sonrasında birkaç yıl daha sürmüştür. Ekonomik hareketlilik atmosferinin var olduğu bu dönemde, Türkiye 1950’lerde olduğu gibi 1970-1973’de dış ticaret, finansal liberalizasyon sürecine dahil olmuştur fakat var olan bu canlılık kısa sürmüş birkaç yıl içerisinde yok olmuştur. 1973’ün sonunda meydana gelen I. Petrol Krizi ile ekonomideki bu iyimser süreç ters yönde değişmiştir (Kazgan, 2012: 150).

Genel durgunluk hali dünya piyasalarında hakim iken, fiyatlardaki yükseliş trendi sürmüştür. Bu durum iktisat yazınına “Stagflasyon” diye adlandırılan yeni bir kavram olarak geçmiştir. Petrol ithalatı yapan ülkelere, petrol ihracı gerçekleştiren ülkelere doğru gelir transferleri gerçekleşmiştir. Türkiye’de iç pazarda fiyat hareketliliğinin ve kayıt dışı ekonominin kontrolünü sağlamaya yönelik önlemler alınmaksızın gerçekleşen ithalata devam edilmiş, ekonomik faaliyetler kısa vadeli dış borçlarla finanse edilmeye çalışılmıştır. Vadesi gelmiş borçlar 1977 yılına erişildiğinde ödenemeyecek duruma gelmiştir. 1958 benzeri bir dış borç krizi ile yeniden karşı karşıya kalınmasıyla IMF ile anlaşmaya gidilmiştir. Dünyada yaşanan petrol şoku sebebiyle 1979 yılı ekonomik konjonktürün kötüleşip, uzun sürecek olan durgunluk döneminin başlangıç noktası addedilmektedir (Kazgan, 2012: 179).

Türkiye’nin girdi maliyetleri, OPEC üyelerince petrol fiyatlarının ikinci kez yükseltilmesiyle artış göstermiştir. Merkez Bankası döviz rezervleri erimiş, işsizlik oranı yükselmiş, üretim hacmi daralmıştır. Türkiye’nin girdi maliyetleri ikinci petrol krizi ile artış göstermiştir. 1979 yılı sonuna erişildiğinde Türkiye ekonomisi ciddi sıkıntı içindeydi. Döviz kıtlığının artış göstermesi neticesinde karaborsada döviz işlemleri fahiş fiyatlardan işlem görmekteydi. %60 dolaylarında seyreden enflasyon oranı %100’lerin üzerine çıkmıştı. Ekonomik büyüme negatif trendde seyretmekteydi. Ekonomide hakim olan olumsuzlukların üstesinden gelebilmek amacıyla “24 Ocak Kararları” olarak nitelendirilen ekonomik tedbirler, 24 Ocak 1980 tarihinde deklare edilmiştir. 24 Ocak Kararları ile orta ve uzun vadede Türkiye ekonomisini dış ticarete açarak, serbest piyasa ekonomisine geçişin sağlanması hedeflenmiştir (Kazgan, 2012: 199-201).

Türkiye ekonomisinde meydana gelen krizlerle yeni gelişmekte olan diğer ülke ekonomilerinin karşılaştıkları kriz deneyimleri arasında benzerlikler mevcuttur. Türkiye’de ekonomik liberalizasyon sürecinin tamamlanmasından sonra krizlerle daha sık aralıklarda karşılaşmaya başlanmıştır. 24 Ocak 1980 İktisadi İstikrar Kararları ile yeni bir süreç içerisine girilmiştir. Dış ticarete liberalizasyon ve Türk ekonomisinin dışa açılması sağlanmıştır. Akabinde kambiyo rejimi serbestleştirilmesine başlanılmış ve 1989’da 32 sayılı karar çıkarılarak kambiyo rejimi ve mali piyasaların liberalleşmesi sağlanmıştır. Türkiye 22.03.1990’da IMF’ye başvuru yaparak, Fon Sözleşmesinde yer alan VIII. Madde statüsüne geçiş yaptığını bildirmiştir. Böylelikle TL’nin konvertibl para birimi şeklinde tescil edilmesini talep etmiştir. Para ve sermaye piyasalarının serbestleştirilmesi süreci Türkiye’de 1989–1990 aralığında tamamlanmıştır (Hepaktan ve Çınar, 2011: 158-159).

24 Ocak 1980 kararlarıyla Türkiye’de uygulanan ekonomi politikası değişmiştir. Dünyada egemen halde olan arz yanlı iktisat politikalarının uygulanmasına Türkiye’de de böylelikle başlanmıştır. Ekonomik istikrar programında serbest piyasa ekonomisi kuralları geçerlidir ve ihracata dayalı büyüme hedefleri ön plandadır. 1981 yılında faiz oranlarının, 1984 yılında döviz alım-satım işlemlerinin serbest bırakılmış olması, 1986 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)’nın ve İMKB’nin faaliyetlerine başlamış olması, 1987 yılında Merkez Bankası (MB)’nin açık piyasa işlemlerine başlamış olması, 1989 yılında ise konvertibiliteye geçiş yapılmasıyla sermaye hareketliliğinin serbest bırakılmış olması oldukça önemli adımlardandır (Danışoğlu, 2007: 6).

24 Ocak Kararları ile hedeflenenler şöyle özetlenebilir; serbest piyasa ekonomisine geçişin ve uluslararası piyasalara entegrasyonun sağlanması, ithal ikameci politikaların bırakılarak bunun yerine ihracat ve ithalata dayalı dışa açık ekonominin tesis edilmesi, sermaye piyasaları ile finansal kurum-kuruluşların oluşturulması, devletçilik politikalarının terk edilmesi ve devletin ekonomi üzerinde etkinliğinin azaltılması, kambiyo rejimleri ve faiz hadlerinin piyasa koşullarınca belirlenmesi, yabancı sermaye yatırımlarının gerçekleştirilmesi için gereken kurumsal düzenlemelerin sağlanmasıdır. Türkiye 1989 yılına erişildiğinde tam olarak dışa açık serbest piyasa ekonomisi olmuştur.

2.4.5. 1994 Krizi

Türkiye ekonomisi 5 Nisan 1994’de likidite krizi ile karşı karşıya kalmıştır. Kriz öncesi 1991-1993 zaman aralığında, faiz dışı bütçe açık verisinin milli gelire oranı ortalama %6.4 yükselmiştir. Bu durum kamu borç stokunun artış göstermesinde önemli bir unsur olmuştur. 1990-1993 zaman diliminde kamu faiz dışı bütçe açığında gerçekleşen artış, reel iş gücü maliyetlerinin yükselmesi, ulusal paranın reel olarak değer kazanması, kısa vadeli dış borçların yükselmesi, cari açıkların yükselmesi gibi faktörler finansal krizin yaşanmasında önemli rol üstlenmiştir (Celasun, 2002: 7).

1994 yılına erişildiğinde cari açığın GSMH’ye oranı % 3,82 olarak ölçümlenmiştir. Finansal liberalizasyon süreci kapsamında uygulanan ekonomi politikaları ile beraber Türk parası dolar karşısında değer kazanmıştır. Bu durum ilk bakıldığında olumlu gibi algılansa da Türk parasının dolar karşısında değer kazanması neticesinde, ihracat hacmi zaman içinde daralmış olup ithalat hacmi ise hızlı bir artış göstermiştir. Dış ticaret açığının ciddi düzeyde artış göstermesine sebep bu durumun sonucunda 1993 yılı sonuna erişildiğinde dış ticaret açığı finanse edilemeyecek raddeye erişmiştir. Merkez Bankası dövizde gerçekleşen aşırı dalgalanmayı sabit kur politikasıyla dengelemeye çalışmış ancak işlemler yeterli olmayınca piyasalarda istikrarsızlık patlak vermiştir. Diğer yandan hızla artış gösteren bütçe açıkları ve enflasyon verileri de finansal sistemin bozulmasında önemli rol üstlenmiştir. Merkez Bankası’nın yetersiz kalan kur ve faiz politikalarının ardından Merkez Bankası döviz rezervlerinin giderek azalması 1994 krizine sebebiyet vermiştir (Yılmaz, 2013: 41).

Merkez Bankası’nın rezerv düzeyinin duruma anında müdahale edebilecek seviyede olmayışı dolayısıyla 1994 Krizi yaygınlık kazanmıştır. Kriz bütün bankacılık sektörünü ve ekonomiyi derinden etkilemiştir (Yıldırım, 2004: 5).

Ankara Ticaret Odası tarafından yayımlanan Krizler Tarihi Raporuna göre krizin mali boyutları şöyledir; 1994 yılında yaşanan krizin sonrasında; cari açık verisi 1 milyar dolardan 6,4 milyar dolara yükselmiş, dış borç stokunda 12 milyar dolarlık artış oluşmuştur. Kısa vadeli borç düzeyi 18,5 milyar dolara erişmiş, net toplam sermaye çıkışı 4,2 milyar dolar düzeyine erişmiş, hazine bonoları faiz hadleri % 400’ün üzerine çıkmış, Toptan Eşya Fiyat Endeksi (TEFE) % 121, Tüketici Fiyatları

Endeksi (TÜFE) % 106 olarak üç haneli rakamlar olarak ölçümlenmiştir. İşsizlik oranı % 20'lere yükselirken, GSMH % 6 düzeyinde daralma gözlemlenmiştir (Yılmaz, 2013: 41).

1994 krizinin ilk sinyalleri 1993 yılının sonlarında hissedilmeye başlanmış ama esas yıkıcı etkileri 1994 yılında görülmüştür. 1994 krizi kısa süreli ancak tesiri şiddetli olan bir krizdir. 1990'ların başı itibarıyla Türkiye'de uygulanan makroekonomik politikaların yapısal uyumsuzluklarının yanında Avrupa para sisteminde yaşanmakta olan kaotik sürecin de etkisi ile 1994 krizi tetiklenmiştir. Türk Lirası'nın aşırı değer kazanması ve ortaya çıkan likidite fazlası ile iç talebi yükselmiştir. Bu durum ihracatçıların iç piyasalar için üretim yapması noktasında zorlamasına neden olmuştur. Artan ithalat hacmi karşısında ihracatın duraksamasına neden olan bir ortam oluşmuştur. Oluşan bu durumun etkisiyle 1992 yılında 1 milyar dolar olan cari açık 1993 yılın erişildiğinde 6,4 milyar dolara tırmanmıştır. Krizin meydana geldiği 1994'de, kısa vadeli sermaye çıkış rakamları incelendiğinde bu rakamın yaklaşık olarak 5,2 milyar dolar olduğu görülmektedir. Kısa vadeli sermaye çıkışına mani olmak amacıyla yükseltilecek faiz oranları iç borçlanmayı hızlandırmış, enflasyon üç haneli rakamlara dayanmıştır. Üretim hacmindeki daralmayı yükselişe geçen işsizlik oranları takip etmiştir. Yaklaşık yarım milyon kişi çalışan işsiz kalmıştır. (Gaytancıoğlu, 2010: 139-140).

İktisadi krizin yaşandığı esnada ABD kökenli kredi değerlendirme kurumlarınca Türkiye'nin kredi notunun peş peşe düşürülmesi neticesinde yeni dış kredi sağlama olanağı oldukça zorlaşmıştır. Tüm bunların sonucunda siyasal iktidar tarafından ekonomik istikrar paket programı uygulamaya konmuş olup hemen ardından da IMF ile 14 aylık bir stand-by anlaşması imzalanmıştır (Eğilmez ve Kumcu, 2007: 379).

1994 krizinin esas sebepleri ele alındığında, kamu ve cari işlemler açıkları ilk sırada yer almaktadır. Bunun yanı sıra zayıf makroekonomik yapının varlığı, kamu açıklarının kısa vadeli yabancı kaynak ile ya da iç borçlanma araçlarıyla finanse edilmek istenilmesi, krize neden olan içsel faktörlerdir. Yakın coğrafyamız içinde aynı dönemde yaşanan Körfez Savaşı ile Avrupa bölgesinde gerçekleşen para krizleri

sermayenin ülkeyi terk etmesini hızlandıran ve kredi maliyetinin yükselmesine neden olarak krizi derinleştiren dışsal faktörlerdir (Agénor v.d., 1997: 823).

1994 Kriziyle Türkiye ekonomisi 1990-2000 döneminde, Cumhuriyet tarihinde II. Dünya Savaşı'ndan sonra yaşanmış en büyük ekonomik daralmaların ilkinin tecrübe etmiştir. “İlk büyük finansal kriz” şeklinde nitelendirilebilecek olan 1994 Krizi sebebiyle aynı yıl içinde ekonomi % 6,1 küçülmüş, kamu kesimi toplam net borç stoğunun GSMH'ye oranı 1990'da % 29 olarak ölçümlenmişken, bu oran 1999 yılının sonunda % 61'e yükselmiştir (İKV, 2007: 56-57).

1994 yılının Ocak ayında Moodys ile Standart&Poors adlı ABD kökenli uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından Türkiye'nin kredi notu düşürülmüştür. Yerli üç bankanın tasfiyesi bu duruma eklenince krizin mevcudiyeti resmen ilan edilmiştir. 1994 krizi ile etkin mücadele hedefiyle 5 Nisan 1994'de IMF ile istikrar programına imza atılmıştır (Keyder ve İmerErtunga, 2012: 4).

2.4.6. Kasım 2000 - Şubat 2001 Krizleri

Türkiye ekonomisi yaşanan 1994 krizi sonrasında yapısal sorunlarına kökten çözüm olabilecek politikalar geliştirememiş olup temel ekonomik sorunları ile beraber yol almaya devam etmiştir. Öte tarafta 1997-1998 döneminde Asya ve akabinde Rusya ekonomisinde oluşan krizler ile Türkiye'nin dış finansman sağlama olanaklarını olumsuz yönde etkilemiştir. Bu durum Türkiye ekonomisinde sıkıntılar yaşanmasına neden olmuştur. Türkiye ekonomisi 1994'de yaşadığı ekonomik krizin ardından 2001'de tarihinin en ağır ekonomik krizi ile karşı karşıya kalmıştır. Türkiye ekonomisinin karşılaştığı bu derin kriz ilk sinyallerini Kasım 2000'de vermeye başlamış olup Şubat 2001 tarihine erişildiğine ise Türkiye ekonomisi krizin etkisi ile çökme noktasına gelmiştir. Kriz belirtilerini öncelikle kamu sektöründe göstermiş olup akabinde finans ve bankacılık sektörüne yayılım göstererek, reel sektörün de derinden etkilenmesine neden olmuştur.

Türkiye, 1980 ve 1990'lı yıllardan kalan olumsuz miras yükünü 1998'e eriştiğinde aynı istikamette sürdüremeyecek haldeydi. 1997 yılının sonunda enflasyon oranı %100'e dayanmıştı. Türkiye iç borçlarını adeta çevrilemez durumdaydı, dış

borçların düzeyi ise çok hızlı bir şekilde artmıştı. 1997 senesi bu dönemin pek çok bakımından doruk yılı olmuştu. Takip eden zaman dilimi içinde de dışsal kaynaklı olumsuzluklar meydana gelmiş olup bunlar da Türkiye ekonomisini olumsuz yönde etkilemiştir. Dışsal kaynaklı bir olay olan Asya-Rusya krizinden Türkiye ekonomisi olumsuz yönde etkilenmiş olup bu durum 1998 yılı başından itibaren ihracat gelirler hacmini ve portföy yatırımlarını olumsuz yönde etkilemiştir. Hükümet enflasyon ile mücadele hedefiyle bir istikrar programı yürürlüğe koymuş ve IMF ile 01.12.1999 tarihinde “yakın izleme” anlaşmasını imzalamıştır. Temel olarak bu anlaşma ile kamu harcamalarında kısılma yapılması hedeflemektedir. Çünkü 1996 yılı sonrasında tırmanışa geçmiş olan “bütçe açığı/GSMH oranı” %9 oranı aşmıştır. 1998 yılında 2 milyar dolar düzeyinde CİB fazlası elde edilmiş, hava koşullarının elverişli olmasından dolayı tarımda üretim hacmi %8,5 oranında artış göstermiş olup, GSMH %3,9 oranında yükselmiştir. Enflasyon (TÜFE) %84,6 düzeyinde seyretmekte iken faiz giderleri tutarının bütçe harcamalarına oranı %40 seviyesine erişmişti. Borsadan 6,7 milyar dolar tutarında sermaye kaçıışı gerçekleşmiştir (Kazgan ve Gülten, 2002: 10).

2000 Kasımında gerçekleşen yoğun spekülasyon saldırı püskürtebilmek için TCMB IMF’den 7.5 milyar dolar tutarında ek kredi temin etmiştir. Ek rezerv olanağı şeklinde temin edilen IMF kredisi oldukça kısa vadeli ve maliyeti de epey yüksektir. (Uygur, 2001: 8).

Siyasi ortamda var olan belirsizlik ile güvensizlik atmosferi finansal piyasalar üzerine de sirayet etmiştir. Merkez Bankası artış gösteren artan spekülasyon atakları püskürtmek için kur rejiminde değişikliğe gitme kararı alarak 21 Şubat 2001’de kuru dalgalanmaya bıraktığını deklare etmiştir. Krizin etkileri yalnızca finansal piyasalar ile bankacılık kesiminde görülmeyp, reel sektör üzerinde de krizin etkileri derinden görülmeye başlanmıştır (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 110).

Türkiye'nin karşı karşıya kaldığı 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinin öncesinde makroekonomik göstergeler incelenecek olursa yüksek enflasyon oranları, artan bütçe açığı, faiz ödemeleri düzeyinin GSMH'ye oranı gibi kamu tasarruf açığına

dair bilgileri ierin değişkenlerde ciddi sorunların varlığı dikkat çekmektedir (akmak, 2007: 83).

2001 krizi yapısal olarak incelendiğinde para ve bankacılık krizlerinin aynı anda oluşum bir ikiz kriz türü olarak değerlendirilmektedir. 2001 Krizinin Türkiye ekonomisi üzerinde neden olduğu derin tahribatlardan bazıları şöyle ifade edilebilir (Aşıkoğlu ve Ögel, 2006: 11-13).

- 2000’de 200 milyar dolar düzeyinde olan GSMH; 2001 yılına erişildiğinde 145 milyar dolar düzeyine gerilemiştir. Yaşanan ekonomik daralmanın etkisi ile 2000 yılında 2.965 dolar olan kişi başi milli gelir, 2001 yılında 2.123 dolar seviyesine gerilemiştir.
- 2000 yılında çalışmakta olan 437.000 kişi, 2001 yılına erişildiğinde işsiz kalmıştır.
- 61 banka 2001 yılı başında faaliyetlerini sürdürüyor iken yaşanan kriz sonrasında 12 bankanın tasfiye ve/ve ya TMSF’ye devredilmesi ile faaliyetlerine devam eden bankalar 49’a gerilemiştir.
- Yaşanan 2001 krizi ile dalgalı kur sistemine geçilmiş olup bunun neticesinde; 27,7 milyar dolar olan ihracat geliri, 31,3 milyar dolar düzeyine yükselmiştir. 54,4 milyar dolar olan ithalat hacmiyse, 41,3 milyar dolar seviyesine gerilemiştir. 2002 yılına erişildiğinde ihracat hacminin, ithalatı karşılama oranı %51 düzeyinden %75,7 düzeyine yükselmiştir.

2.5. Finans Yazını

2008 küresel ekonomik krize ilişkin finans yazını incelendiğinde çalışmaların büyük bir çoğunluğunun kriz öncesi ve kriz sonrası oluşan makroekonomik durumun araştırılması ve ortaya konulması şeklinde olduğu görölmektedir. Çalışmalarda kriz kukla değişkeni modele dahil edilmiş ve makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri incelenmiştir. Ekonomik krizlerin ölkelerin makroekonomik değişkenleri üzerindeki etkilerine dair yapılan çalışma ve araştırmalardaki ortak nokta, krizlerin makroekonomik faktörleri mutlaka saptırdığı ve ekonominin genel seyrini olumsuz

etkilediğidir. Yapılan ekonometrik çalışmalarda genellikle krizin; ekonomik büyüme ve işsizlik üzerindeki etkileri araştırılmış olması dikkat çekmiştir. Bu çalışmalarda dikkat çeken bir diğer nokta ise ülke sayısının kısıtlı tutulmuş olmasıdır. Yapılacak bu çalışma ile finans yazınına katkı olarak, OECD verilerine göre sınıflandırılmış gelişmiş ve gelişmekte olan toplam 31 ülkenin makroekonomik faktörlerinin 2008 krizinden etkilenme düzeylerinin, makroekonomik değişkenlerin birbirini nasıl etkilediğinin, makroekonomik faktörlerinin krize verdiği tepkilerin araştırılması hedeflenmektedir.

Bordo vd. (2001) tarafından yapılan çalışmada; krizlerin makroekonomik etkileri 21 ülke için 1880–1997 dönemi verileri kullanılarak, panel veri yöntemiyle incelenmiştir. İlgili çalışmada krizlerin; banka, para ve ikiz krizler olarak gruplandırılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre, ülkelerin milli gelirlerinde kriz nedeni ile gerçekleşen kaybın; para krizlerinde 5,9%, bankacılık krizlerinde 6,2% ve ikiz krizlerde ise 18,6% olduğu saptanmıştır. Ayrıca krizlerin ortalama sürelerinin; para krizlerinde 2,1 yıl, bankacılık krizlerinde 2,6 yıl ve ikiz krizlerde 3,8 yıl olduğunu gözlemlenmiştir.

Tarı ve Bozkurt (2006) tarafından yapılan çalışmada, Türkiye ekonomisinde istikarsız büyümeye neden olan unsurlar, 1991M01-2004M03 dönemi verileri kullanılarak VAR yöntemi ile analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, değişkenlere verilen şokların sönmeyerek uzun süre devam ettiği görülmüştür. Ekonomik büyümenin en çok; cari açık ve kamu açıklarından etkilendiği, cari açığın esas sebebinin yüksek faiz oranları olduğu, sonucuna ulaşmıştır.

Özçiçek (2007) tarafından yapılan çalışmada, Türkiye ekonomisi üzerinde, ekonomik krizler döviz kuru ve enflasyon ilişkisi, 1982M2-2004M12 dönemi verileri kullanılarak, VAR yöntemi ile analiz edilmiştir. VAR analizi sonucunda ise makroekonomik değişkenlere verilmiş şokların etkilerinin hemen sönmeyip 14 dönemden fazla sürdüğü saptanmıştır. Ayrıca enflasyonu düşürmeyi hedefleyen para politikası kararlarının, döviz kuruna daha az bağlı olduğu bulunmuştur.

Reinhart ve Rogoff (2008) tarafından gerçekleştirilen çalışmada; 1899–2001 döneminde, farklı ülke örneklerinde, bankacılık sektöründe oluşan 14 büyük kriz,

panel veri analizi yöntemi ile incelemiştir. Analiz sonuçları yorumladığında kriz sürecinde ülkelerin; işsizlik oranlarının %7 arttığı, milli gelirlerinin %9.3 azaldığı ve krizlerin etkisinin yaklaşık 2 yıl ortadan kalkmadığı belirtmiştir. Krizlerden, İşsizlik oranlarının diğer makroekonomik değişkenlere nazaran daha uzun süreli etkilendiği, bu sürenin yaklaşık olarak 4.8 yıl olduğu bulunmuştur.

Rose ve Spiegel (2009) tarafından yılında yapılan çalışmada, 107 ülke üzerinde 2008 krizi Multiple Indicator Multiple Cause (MIMIC) modeli yardımı ile birçok makroekonomik değişken kullanılarak yapılan analiz sonucunda; 2008 krizinin ilk sinyallerinin 2006 yılında ve öncesinde olabileceğini ifade edilmiştir.

Weeks (2009) tarafından yapılan çalışmada, 2008 krizinin Sierra Leone üzerinde; ekonomik büyüme üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Analizde 2008 krizi kukla değişken olarak modele dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, 2008 krizinin ülkelerin ekonomik büyüme verilerini istatistiksel olarak olumsuz yönde etkilediğini ifade etmiştir. Ayrıca, kamu harcamaları ve ihracatın %19, ithalatın ise %37 oranında büyümeyi etkilediği saptanmıştır.

Öztürk ve Gövdere (2010) tarafından ele alınan çalışmada krizin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri ile krizin ortaya çıkış sebepleri, sonuçları incelenmiştir. Bulgulara göre, krizin diğer krizlerden farklı olacak şekilde, öncelikle likidite sıkışıklığından kaynaklanmadığı, piyasalarda yeterince likiditenin var olduğu fakat paraya sahip olan kişilerin, geri ödenmesi hususunda belirsizlik olanlara verme noktasında istekli davranmadıkları ifade edilmiştir. Ayrıca, bu krizde gelirin değil de borcun talep şokunu tetiklediği belirtilmiştir. Krizin direk konut kredilerinden kaynaklı olmadığı fakat buna bağlı olarak gerçekleşmiş yüksek hacimli türev piyasa işlemlerinden kaynaklandığı belirtmiştir. Türkiye'nin dışa açık bir ekonomi olması sebebi ile ihraç pazarlarının daralma durumu ile yüz yüze geldiği, büyüme, enflasyon ve işsizlik göstergelerini olumsuz olarak saptırdığı 2001-2009 dönemi verileri grafikleri ile ortaya konmuş ve küresel krizden tüm ülkeler gibi etkilendiği ifade edilmiştir. Bununla beraber özellikle de petrol ihraç eden ülkelere gerçekleştirilen ihracat hacmindeki azalmanın çok daha az olduğu belirtilmiştir. Buradan bir ülkenin

gerçekleştireceği ihracatta; ülke ve mamül yelpazesini genişletmesinin ne denli önemli olduğu ifade edilmiştir.

Özdemir ve Göçer (2011) tarafından yapılan çalışmada, krizlerin Türkiye ekonomisi makroekonomik değişkenleri üzerindeki etkisi VAR analizi ile araştırılmıştır. Bunun için belirlenen makroekonomik değişkenlerin, 1988-2011 dönemi aylık verileri ile VAR analizi, Granger Nedensellik testi ve Varyans Ayırıştırması ile analiz edilmiştir. Yapılan analiz sonuçlarına göre, makroekonomik değişkenlerden birisinde meydana gelen şokun, diğer makroekonomik değişkenleri önemli düzeyde etkilediği ve şokların etkisinin yaklaşık iki yıl sürdüğü görülmüştür.

Hatıpler (2011), 2008 küresel finansal krizinin Türkiye ekonomisine etkileri incelenmiştir. Türkiye'nin 2008 küresel kriz ile mücadelesi kapsamında almış olduğu mali tedbirlerin, krizin Türkiye ekonomisi üzerinde az tesir etmesinin sebebi olduğu ifade edilmiştir. Türkiye dışı açık bir ekonomi olması sebebi ile krizden az da olsa etkilendiği buna bağlı olarak; krizin büyüme ivmesinde ve toplam talepte düşüşe sebep olduğu, enflasyonist eğilimler ve durgunluğa yol açtığı belirtilmiştir.

Ateş (2011), 2008 krizi uluslararası ilişkiler bağlamında irdelenmiş olup; krizin durgunluğa neden olacağı fakat kriz sonrası dönemde yeniden eskiye dönülebileceği kriz süreçlerinin küreselleşmeye ivme kazandırdığı belirtilmiştir. 2. Dünya savaşını, 1929 krizinin tetiklediği ancak sonrasında IMF, GATT, DB, NATO vb. küresel kurumların kurulmasıyla bütünleşmenin arttığı vurgulanmıştır.

Gençtürk vd. (2011), 2008 krizinin etkileri; Türkiye örneği üzerinde, BIST'de 1992-2009 döneminde sürekli işlem gören 77 firmanın, krize bağlı olarak finansman yapısı kararlarındaki değişiklikler incelemiştir. Kriz ile beraber, firmaların borç/sermaye oranında artış gözlemlenerek %52 düzeyine ulaştığı ifade edilmiştir. Firmaların kısa vadeli borçlarının %113, uzun vadeli borçlarının ise %53 oranında arttığını belirtmiştir.

Hepaktan ve Çınar (2011) tarafından ele alınan çalışmada, 2008 krizinin Türkiye ekonomisi reel sektör üzerindeki etkileri durağan hale getirilmiş serilerde Regresyon analizi yöntemi uygulanarak araştırılmıştır. Döviz kuru, sanayi üretim endeksi serilerine ADF test yöntemi ile 1. dereceden farkları alınarak durağan hale

getirilen serilerde regresyon analizi yapılmıştır. Analiz sonuçlarına göre sanayi üretim endeksini, döviz kuru ve kriz kuklasının negatif yönlü etkilediği belirtilmiştir. Ayrıca sanayi üretim endeksi üzerinde, döviz kurlarında gözlemlenen artışların, yüksek oranda etkisi olduğu bulunmuştur. Krizin ortaya çıktığı aylarda sanayi üretimi düzeyi, kriz olmayan aylarda gözlemlenen sanayi üretimine nazaran 11 birim daha az olduğu saptanmıştır.

Furceri and Mourougane (2012) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 1960-2008 döneminde OECD ülkeleri için, finansal krizlerin potansiyel üretim miktarındaki üzerindeki etkisi dengesiz panel veride tek değişkenli Otoregresif büyüme denklemi tahminlenerek araştırılmıştır. Analiz sonuçlarına göre; finansal krizlerin potansiyel üretim miktarı üzerindeki etkinin kalıcı ve negatif olduğunu ifade edilmiştir. Krizin etkisi ile potansiyel üretimin 1.5-2.4% oranında azaldığı ancak; farklı ekonomik yapısal özelliklere göre etkilenme düzeyinin farklılaşabileceği ifade edilmiştir.

Kavcıoğlu (2012) ele alınan çalışmasında, yaşanan krizler sonrasında, Türkiye’de bankacılık sektörü kredilerinin sektörel dağılımları ve sektörlerin büyümeye ne oranda katkı yaptıkları araştırılmıştır. Yazar, 2001 krizi sonrası dönemde bankacılık alanında yapılan düzenleme ve yeniliklerin, önemli katkılar sağladığı, 2008 krizinin etkilerini azalttığı ve kredi hacmindeki artışlarının büyümeyi desteklediğini ifade etmiştir. 2010 yılında Türkiye ekonomik büyümesine katkısı en fazla olan sektörler sırasıyla; imalat, sanayi, perakende ve toptan ticaret, ulaştırma, haberleşme ve depolama hizmetleri ile inşaat sektörünün olduğunu belirtmiştir.

Deveci ve Değirmen (2013) çalışmalarında; Türkiye ve Amerika örneği üzerinde 2008 küresel krizi çerçevesinde ikiz açıklar ile kriz ilişkisini Granger nedensellik analizi ve Johansen eşbütünleşme analizi yöntemleriyle incelemişlerdir. Analiz sonucuna göre; ikiz açıkların Amerikan ekonomisi üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlı olduğu saptanırken, Türkiye ekonomisi için ise net bir sonuca ulaşılamamıştır.

Kesebir (2018) çalışmasında, 2008 küresel finansal krizinin, Türkiye’deki makroekonomik göstergelere etkisi araştırılmıştır. Makroekonomik göstergeler; GSYH, Büyüme, enflasyon, işsizlik, bütçe dengesi ve cari işlemler dengesi olarak

belirlenmiş olup; 2008 krizinin bu göstergeleri Türkiye örneği için ne yönde ve ne derecede saptırdığı araştırılmıştır. Tüm dünya ülkelerinin olduğu gibi Türkiye'nin de 2008 krizinden etkilendiği; avro ihracatının azalmasına bağlı olarak cari açığın arttığı ve özelleştirmenin etkisi ile işsizlik oranlarının arttığı ifade edilmiştir.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ARAŞTIRMA: GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN GLOBAL KRİZLERDEN MAKRO YAPILARINA GÖRE ETKİLENME DÜZEYLERİNİN ARAŞTIRILMASI ÜZERİNE AMPİRİK UYGULAMALAR

Çalışmanın üçüncü bölümü, ekonometrik uygulamalardan oluşmaktadır. OECD verilerine göre analize dahil edilmiş olan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin Burada 2008 global krizinden makroekonomik faktörlerine göre etkilenme düzeylerinin araştırılması hedeflenmiştir. Daha önce gerçekleşmiş krizlerden güçlü şekilde, az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkeler daha çok etkilenmişken, 2008 krizinden daha çok gelişmiş ülkelerin etkilenmiş olabileceği hususu araştırmanın hipotezini oluşturmaktadır. Öncelikle tüm ülkelerin bir arada olduğu bir VAR modeli kurulmuş olup, krize verilen tepkiler ve makroekonomik faktörlerin dinamik ilişkileri ele alınmıştır. Daha sonra gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ayrı ayrı yer aldığı iki VAR modeli kurulmuş olup, iki ülke grubunun krizden makroekonomik faktörlerine göre etkilenme düzeyleri ortaya konmuştur. 2008-2019 yılına ait çeyrek dönemlik veriler ile çalışılmıştır. Covid-19 pandemisiini etkilerinin olduğu 2020 ve 2021 yılları analize dahil edilmemiştir. Bu yıllarda ülkelerin ekonomik göstergeleri üzerinde, 2008 krizinden ziyade Covid-19 pandesinin daha etkili olduğu kanısı daha oldukça güçlüdür.

3.1. Araştırmanın Veri Seti

Çalışmaya genel kabul görmüş OECD verilerine göre sınıflandırılmış olan 18 gelişmiş ve 13 gelişmekte olan toplamda 31 ülke dahil edilmiştir. Aşağıda yer alan tabloda hangi ülkelerin analize dahil edildiği yer almaktadır.

Tablo 3.1: Çalışmada Analize Tabi Tutulan OECD Verilerine Göre Sınıflandırılmış Ülkeler

Gelişmiş Ülkeler	Gelişmekte Olan Ülkeler
ABD	Arjantin
Almanya	Brezilya
Avustralya	Şili
Belçika	Endonezya

Danimarka	Güney Afrika
Finlandiya	Güney Kore
Fransa	Hindistan
Hollanda	İran
İngiltere	Malezya
İrlanda	Meksika
İspanya	Rusya
İsveç	Türkiye
İsviçre	Çin
İtalya	
Japonya	
Kanada	
Norveç	
Yunanistan	

Kaynak: OECD Veri

Yukarıda yer alan tabloda analize dahil edilmiş seçili ülkeler yer almaktadır. 2008-2019 yıllarına ilişkin, çeyrek dönemlik veriler analize dahil edilmiştir. Literatür araştırması yapıldığında krizin etkilerinin ölçüldüğü en temel gösterge değişken olarak ekonomik büyüme oranı verilerinin kullanıldığı saptanmıştır. Bu nedenle literatüre dayandırılarak, krizin etkilerinin ölçümlendiği değişken olarak “ekonomik büyüme oranı” bağımlı değişken olarak analize dahil edilmiştir.

2008 krizinin ülkelerin makroekonomik faktörleri üzerindeki etkisinin araştırılması hedefi ile hangi makro ekonomik faktörlerin seçilerek analize dahil edileceğine dair kapsamlı bir literatür araştırması yapılmıştır. Bu kapsamda, krizin etkilerinin araştırılacağı bağımsız değişkenler olarak; işsizlik oranı, enflasyon oranı, doğrudan yabancı yatırım/gsyih ve cari işlemler dengesi/gsyih değişkenlerinin analize dahil edilmesine karar verilmiştir. Aşağıda sunulan tabloda analize dahil edilmiş olan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin bilgiler yer almaktadır.

Tablo 3.2: Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Değişken Adı	Kısaltması	Aralık	Birim	Kullanılış Amacı
GSYİH (%) Büyüme Oranı	GSYİH	2008Q1- 2019Q4	Çeyrek Dönem	Ülkelerin ekonomik büyüme oranları analize bağımlı değişken olarak dahil edilmiştir.

İşsizlik	işsizlik	2008Q1-2019Q4	Çeyrek Dönem	Küresel krizin, ülkelerin işsizlik verilerini ne düzeyde etkilediğini gözlemlemek ve işsizlik oranındaki ani değişimlerin ekonomiye etkilerini gözlemlemek üzere analize dahil edilmiştir.
Enflasyon	enflasyon	2008Q1-2019Q4	Çeyrek Dönem	Küresel krizin, ülkelerin fiyatlar genel düzeyine etkilerini gözlemlemek amacıyla analize dahil edilmiştir.
Doğrudan Yabancı Yatırım (GHYİH'nın yüzdesi)	dyy	2008Q1-2019Q4	Çeyrek Dönem	2008 küresel krizinin ülkelerin DYY düzeylerini ne yönde ve ne derece etkilediğini araştırmak üzere analize dahil edilmiştir.
Cari İşlemler Dengesi/GSYİH	caridenge	2008Q1-2019Q4	Çeyrek Dönem	2008 küresel krizinin ülkelerin cari işlemler dengesi üzerine etkilerinin araştırılması hedeflenmiştir.

Kaynak: EUROSTAT, investing.com, <https://tradingeconomics.com/>.

Genel kabul görmüş OECD verilerine göre gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler araştırmaya dâhil edilmiştir. Araştırmada 18 gelişmiş ülke, 13 gelişmekte olan ülke yer almıştır. Her bir ülkenin 2008 ile 2019 yıllarına ait makroekonomik çeyrek dönemlik verileri temin edilmiştir. 2020 yılında tüm dünyayı etkisi altına alan ve 1 Mart 2020 tarihinde Dünya Sağlık Örgütü'nce küresel salgın ilan edilen Covid-19 pandemisi 2021 yılında da devam etmektedir. Bu durum ülke ekonomilerini de olumsuz yönde etkilemektedir. Araştırmaya 2020 ve 2021 yılının dahil edilmemesinin sebebi de içinde bulunduğumuz Covid-19 pandemi sürecidir. İlgili yıllarda 2008 küresel krizin etkilerinden ziyade Covid-19 pandemi sürecinin etkisi daha büyük olduğundan dolayı 2020 ve 2021 yılları makroekonomik verileri araştırmaya dahil edilmemiştir.

3.2. Araştırmanın Amacı

Dünyada gözlemlenen son küresel finansal kriz 2008 Mortgage Krizi Amerika’da baş göstermiş olup, uluslararası sınırları ortadan kaldıran küreselleşme ile tüm dünya ülkelerini etkisi altına almıştır. Bu tezin araştırma konusunu, yaşanan bu krizden günümüze kadar gelen süreçte gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik faktörlerine göre etkilenme düzeylerinin araştırılması için gerçekleştirilen ampirik araştırma ve çalışmalar oluşturmaktadır. Eski nesil krizlerden az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler daha çok etkilenmiş olmasına rağmen yaşanan son yeni nesil krizden gelişmiş ülkelerin, gelişmekte olan ülkelere nazaran bazı makroekonomik faktörlerine göre daha çok etkilenmiş olabileceğinin araştırılması; bu araştırmanın hipotezini oluşturmaktadır. Bu tezde öncelikle gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin hep birlikte, makroekonomik faktörlerine göre 2008 krizinden etkilenme düzeyleri araştırılacaktır. Ardından da gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinin ayrı ayrı iki grup olarak makroekonomik faktörlerine göre 2008 krizinden etkilenme düzeyleri araştırılıp mukayese edilerek finans yazınına katkı sunulması hedeflenmiştir.

3.3. Araştırmada Kullanılan Yöntem

Finans Bilimi çalışmalarında; değişkenler arasında karmaşık ve çok yönlü ilişkiler olabilmesi gerekçesi ile tek denklemliler, bazı olayları açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Bu olayları açıklayabilmek için Vektör Otoregresif Model (VAR) sıklıkla tercih edilmektedir. VAR modeli 1980 yılında Sims tarafından geliştirilmiştir (Sarıkovanlık vd, 2018: 107).

VAR yöntemi, parasal şokların makroekonomik değişkenler üzerinde eşanlı olarak nasıl etki oluşturduğunu analiz etmede etkili bir tekniktir (Asteriou and Hall, 2007).

Bu çalışmada değişkenlerin birbirini etkileme sıralarını belirleyebilmek ve bunu da Cholovsky ayrıştırmasında kullanabilmek amacıyla Granger nedensellik analizi yapılmıştır.

Vektör Otoregresiv (VAR) modelinden elde edilen varyans ayrıştırması ile makroekonomik değişkenlerde oluşan şokların kaynaklarının belirlenmesi ve değişkenlerin birbirini etkileme düzeylerinin saptanmasında kullanılmıştır. Krizin (şokun) etki süresi ise VAR modelinden elde edilecek etki-tepki fonksiyonları ve grafikleri ile analiz edilmiştir (Özdemir ve Göçer, 2011: 62).

Sims tarafından 1980’de geliştirilmiş olan VAR yöntemi şokların ya da krizlerin ülkelerin makro faktörlerini ne düzeyde etkilediğinin eş anlı olarak saptanmasında etkili bir yöntemdir (Asteriou and Hall, 2007). Makroekonomik faktörler arasındaki etkileşimin çok yönlülüğü ve karmaşıklığı nedeniyle eşanlı denklem sistemlerinin kullanımı zorunlu hale gelmektedir (Tarı ve Bozkurt, 2006). Finans bilimi alanında yapılan çalışmalar kapsamında tek denklemliler modellerin ilişkiyi açıklamadaki yetersizliği gerekçesi ile bu çalışmada VAR yöntemi kullanılmıştır.

VAR Modellerinin temel aldığı 3 ilke aşağıdadır (Sarıkovanlık V. vd., 2018: 107)

1. Sistemde içsel-dışsal ön kabul yoktur.
2. Sıfır tipi kısıtlama yoktur.
3. Modelin baz aldığı temel bir ekonomi teorisi yoktur.

VAR modellerinde değişkenler içsel-dışsal olarak ayrılmazlar ve tüm değişkenler içsel olduğu kabul edilir. VAR modellerinde bir değişken hem kendisinin hem de modelde yer alan tüm değişkenlerin gecikmeli değerlerinin bir fonksiyonu olarak tanımlanmaktadır (Gujarati, 2009: 775)

VAR modellerinde (Vektör Otoregresiv), bağımlı değişkenlerin gecikmeli değerlerinin de yer alması, geleceğe dair güçlü tahminlerde bulunulmasını mümkün kılmaktadır (Kumar vd., 1995: 365).

VAR modelinde yer alan değişkenlerin tümü hem kendi geçmiş değerlerinden hem de diğer değişkenlerin geçmiş gözlemlenen değerlerinden etkilendiği için değişkenlerin içsel olduğu kabul edilir. VAR Modelinin aşamaları şöyledir (Brooks, 2008: 290-291);

- A. Değişkenlerin seçimi, değişkenlerin özelliklerinin belirlenmesi ve değişkenlerin sıralanması,
- B. Her değişken için durağanlık koşulunun sağlanması,
- C. Gecikme uzunluklarının saptanması,
- D. Etki Tepki Analizi ile Varyans Ayırıştırma Analizinin yapılması ve bunların yorumlanması.

3.4.VAR Analizi

VAR analizinde, finansal krizlerden etkilenme düzeyini tespit etmek maksadı ile Proxy değişken olarak; ülkelerin çeyrek dönemler itibari ile büyüme oranını gösteren (GSYİH) değişkeni bağımlı değişken olarak belirlenmiştir.

Finans ve iktisat alanında yapılmış olan çalışmalar incelenmiş olup, krizin etkilerinin ölçümlenebileceği makro ekonomik faktörler analize dahil edilmiştir. Özdemir ve Göçer tarafından 2011’de gerçekleşen çalışmalarında, ekonomik krizlerin Türkiye makroekonomik göstergelerine etkisi araştırılmıştır. 1988-2011 dönemine ait; sanayi üretim endeksi, döviz kuru, dolarizasyon, kapasite kullanım oranı, Merkez Bankası döviz rezervleri, İMKB100 Endeksi, özel nihai tüketim harcamaları, devletin nihai tüketim harcamaları, sabit sermaye yatırımları, devlet iç borçlanma senetleri faiz oranı ve enflasyon oranı değişkenleri analize dahil edilerek yaşanan krizlerin Türkiye ekonomik faktörlerini nasıl etkilediği VAR analizi ile araştırılmıştır.

Kesebir tarafından 2018’de gerçekleşen çalışmada 2008 krizinin Türkiye makroekonomik faktörleri üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Makroekonomik faktörler olarak; enflasyon, GSYH, ekonomik büyüme, işsizlik, cari işlemler dengesi bütçe dengesi değişkenleri belirlenmiştir. 2008 krizinin bu göstergeleri ne yönde ne derecede saptırdığının ortaya konması hedeflenmiştir.

Literatür araştırması yapılmış olup bağımsız değişkenler olarak; ülkelerin çeyrek dönemlik işsizlik oranları, enflasyon oranları, doğrudan yabancı yatırım/GSYİH ve Cari İşlemler Dengesi/GSYİH olarak belirlenmesine karar verilmiştir.

VAR analizi ile ülkelerin son finansal krizden makro faktörlerine göre etkilene düzeylerinin araştırılması hedeflenmiştir.

3.4.1. Durağanlık Testi

Bir zaman serisinin durağan olması için, ortalama ve varyansının zaman içerisinde değişim göstermemesi ve 2 dönem arasındaki kovaryansın, bu kovaryansın hesaplanmış olduğu döneme bağlı olmayıp sadece bu iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olması gerekmektedir (Gujarati, 1999: 713). Durağan olmayan zaman serileri ile tahmin edilen modeller kullanılacak olursa, elde edilen neticeler gerçek ilişkileri yansıtmaz çünkü bu durumda sahte regresyon sorunu ile karşılaşılır. Bu durumda ise t ve F testleri geçerliliğini yitirmektedir (Granger ve Newbold, 1974). ADF birim kök yöntemine göre ilgili seride birim kökün varlığı H_0 hipoteziyle sınanmaktadır (Sarıkovanlık vd., 2019: 20).

H_0 : Seride birim kök mevcuttur, seri durağan değildir.

H_1 : Seride birim kök yoktur, seri durağandır.

VAR modeline göre, her bir değişkenin durağan olması gerekmektedir. Bu şartın sağlanıp sağlanmadığı her bir değişken için ADF (Augmented Dickey-Fuller) test istatistik yöntemi kullanılarak test edilmiştir. Zaman serilerinin düzey seviyede durağan olmadığı görülmüştür. VAR Analizinin yapılabilmesi için zaman serilerinin durağanlık koşulunu sağlaması gerekmektedir Bu nedenle tüm zaman serilerinin 1. dereeden farkı alınarak seriler durağan hale getirilmiştir. Durağan hale getirilmiş zaman serileri ile VAR analizinin yapılmıştır.

Tablo 3.3: Cari İşlemler Dengesi/GSYİH zaman serisi için Panel Unit Root Test

Null Hypothesis: Cari İşlemler Dengesi/GSYİH has a unit root

		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.371876	0.0000	
Test critical values:	1% level	-3.434808		
	5% level	-2.863396		
	10% level	-2.567807		
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.

CariDenge/GSYİH (-1)	-0.110316	0.020536	-5.371876	0.0000
D(CariDenge/GSYİH (-1))	-0.336729	0.031542	-10.67560	0.0000
D(CariDenge/GSYİH (-2))	-0.268819	0.032750	-8.208233	0.0000
D(CariDenge/GSYİH (-3))	-0.235329	0.033462	-7.032673	0.0000
D(CariDenge/GSYİH (-4))	-0.036268	0.034025	-1.065937	0.2866
D(CariDenge/GSYİH (-5))	-0.127039	0.033996	-3.736887	0.0002
D(CariDenge/GSYİH (-6))	-0.113368	0.034156	-3.319076	0.0009
D(CariDenge/GSYİH (-7))	-0.067709	0.034295	-1.974298	0.0485
D(CariDenge/GSYİH (-8))	0.116179	0.034209	3.396150	0.0007
D(CariDenge/GSYİH (-9))	-0.065733	0.033498	-1.962285	0.0499
D(CariDenge/GSYİH (-10))	-0.172112	0.033208	-5.182770	0.0000
D(CariDenge/GSYİH (-11))	-0.003906	0.033531	-0.116480	0.9073
D(CariDenge/GSYİH (-12))	0.098674	0.033190	2.972996	0.0030
D(CariDenge/GSYİH (-13))	0.077352	0.032749	2.361989	0.0183
D(CariDenge/GSYİH (-14))	0.046600	0.032196	1.447397	0.1480
D(CariDenge/GSYİH (-15))	0.055983	0.031986	1.750234	0.0803
D(CariDenge/GSYİH (-16))	0.193178	0.030645	6.303754	0.0000
D(CariDenge/GSYİH (-17))	0.032794	0.029444	1.113806	0.2656
D(CariDenge/GSYİH (-18))	0.103393	0.026972	3.833380	0.0001
C	0.002067	0.003478	0.594460	0.5523
R-squared	0.422823	Mean dependent var	8.05E-05	
Adjusted R-squared	0.414882	S.D. dependent var	0.169162	
S.E. of regression	0.129397	Akaike info criterion	-1.237687	
Sum squared resid	23.12298	Schwarz criterion	-1.162812	
Log likelihood	886.9994	Hannan-Quinn criter.	-1.209698	
F-statistic	53.24629	Durbin-Watson stat	2.004062	
Prob(F-statistic)	0.000000			

“Cari İşlemler Dengesi” değişkenin birim kök ihtiva edip etmediği Augmented Dickey-Fuller test istatistik yöntemine göre test edilmiştir. Cari işlemler dengesi/GSYİH zaman serisinin 1. dereceden farkı alınarak durağan hale getirilmiştir. T istatistiğinin -5, 371876 olasılık değerinin 0,0000 olduğundan dolayı “H₀: Seride

birim kök vardır, seri durağan değildir” hipotezi reddedilerek “Cari İşlemler Dengesi” serinin durağan olduğuna karar verilmektedir.

Tablo 3.4: Doğrudan Yabancı Yatırım/GSYİH zaman serisi için Panel Unit Root Test

Null Hypothesis: DYY/GSYİH has a unit root

			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.318241	0.0004
Test critical values:	1% level		-3.434721	
	5% level		-2.863358	
	10% level		-2.567786	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DYY/GSYİH(-1)	-0.142142	0.032917	-4.318241	0.0000
D(DYY/GSYİH (-1))	-0.687329	0.039423	-17.43457	0.0000
D(DYY/GSYİH (-2))	-0.585124	0.042686	-13.70764	0.0000
D(DYY/GSYİH (-3))	-0.518578	0.045227	-11.46602	0.0000
D(DYY/GSYİH (-4))	-0.404090	0.046514	-8.687463	0.0000
D(DYY/GSYİH (-5))	-0.441140	0.046137	-9.561586	0.0000
D(DYY/GSYİH (-6))	-0.239109	0.046511	-5.140892	0.0000
D(DYY/GSYİH (-7))	-0.318903	0.044307	-7.197624	0.0000
D(DYY/GSYİH (-8))	-0.176824	0.042708	-4.140343	0.0000
D(DYY/GSYİH (-9))	-0.019671	0.039209	-0.501698	0.6160
D(DYY/GSYİH (-10))	-0.163162	0.034114	-4.782912	0.0000
D(DYY/GSYİH (-11))	-0.122047	0.026386	-4.625443	0.0000
C	0.119209	0.081765	1.457938	0.1451
R-squared	0.498212	Mean dependent var		-0.000261
Adjusted R-squared	0.493956	S.D. dependent var		4.082779
S.E. of regression	2.904356	Akaike info criterion		4.979363
Sum squared resid	11935.93	Schwarz criterion		5.027284
Log likelihood	-3542.265	Hannan-Quinn criter.		4.997259
F-statistic	117.0762	Durbin-Watson stat		2.011005
Prob(F-statistic)	0.000000			

“DYY” değişkeni; her bir ülkenin 2008-2019 çeyrek dönemleri için ülkeye akan doğrudan yabancı yatırımların, GSYİH’ya bölünmesi ile elde edilmiştir. Burada amaç; ülkede gözlemlenen büyümenin ne kadarlık bir oranının doğrudan yabancı yatırımlar ile gerçekleştiğinin saptanmasıdır. “DYY” serisinin birim kök ihtiva edip etmediği ADF test istatistik yöntemine göre test edilmiştir. DYY/GSYİH zaman serisinin 1. Dereceden farkı alınarak seri durağan hale getirilmiştir. Birinci dereceden farkı alınan zaman serisinin T istatistiğinin -4.318241 olasılık değeri 0.0004 olarak

gerçekleştiği için H_0 hipotezinin reddedilerek “DYY” serisinin durağan olduğuna karar verilmektedir.

Tablo 3.5: Enflasyon zaman serisi için Panel Unit Root Test

Null Hypothesis: Enflasyon has a unit root

			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.978438	0.0000
Test critical values:	1% level		-3.434727	
	5% level		-2.863360	
	10% level		-2.567788	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Enflasyon(-1)	-0.053373	0.010721	-4.978438	0.0000
D(Enflasyon (-1))	0.139643	0.027014	5.169307	0.0000
D(Enflasyon (-2))	0.057255	0.027034	2.117920	0.0344
D(Enflasyon (-3))	-0.054300	0.026992	-2.011750	0.0444
D(Enflasyon (-4))	-0.154342	0.026967	-5.723359	0.0000
D(Enflasyon (-5))	-0.129311	0.027033	-4.783418	0.0000
D(Enflasyon (-6))	-0.032415	0.027195	-1.191948	0.2335
D(Enflasyon (-7))	0.021714	0.027199	0.798333	0.4248
D(Enflasyon (-8))	-0.014087	0.027111	-0.519594	0.6034
D(Enflasyon (-9))	-0.084718	0.026674	-3.176110	0.0015
D(Enflasyon (-10))	-0.017286	0.026193	-0.659938	0.5094
D(Enflasyon (-11))	-0.028006	0.026040	-1.075526	0.2823
D(Enflasyon (-12))	0.185873	0.026061	7.132149	0.0000
D(Enflasyon (-13))	-0.116941	0.026423	-4.425736	0.0000
C	0.170106	0.057105	2.978804	0.0029
R-squared	0.155320	Mean dependent var		-0.006732
Adjusted R-squared	0.146939	S.D. dependent var		1.808522
S.E. of regression	1.670374	Akaike info criterion		3.874436
Sum squared resid	3936.903	Schwarz criterion		3.929793
Log likelihood	-2747.473	Hannan-Quinn criter.		3.895111
F-statistic	18.53251	Durbin-Watson stat		2.012958
Prob(F-statistic)	0.000000			

Ülkelerde 2008-2019 yılları arasında gözlemlenen çeyrek dönemlik enflasyon verileri “Enflasyon” değişkeni ile ifade edilmektedir. Enflasyon zaman serisinin 1. Dereceden farkı alınarak seri durağan hale getirilmiştir. T istatistiğinin -4.978438 olasılık değeri 0,0000 olduğundan dolayı H_0 hipotezi reddedilerek “Enflasyon” serisinin durağan olduğuna karar verilmektedir.

Tablo 3.6: GSYİH Zaman Serisi İçin Panel Unit Root Test

Null Hypothesis: GSYİH has a unit root

			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-6.843438	0.0000
Test critical values:	1% level		-3.434711	
	5% level		-2.863353	
	10% level		-2.567784	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GSYİH (-1)	-0.120609	0.017624	-6.843438	0.0000
D(GSYİH (-1))	0.052788	0.027822	1.897318	0.0580
D(GSYİH (-2))	0.086339	0.027822	3.103285	0.0020
D(GSYİH (-3))	0.054697	0.027635	1.979292	0.0480
D(GSYİH P(-4))	-0.420313	0.027239	-15.43084	0.0000
D(GSYİH (-5))	-0.049667	0.025636	-1.937360	0.0529
D(GSYİH (-6))	-0.009426	0.025541	-0.369054	0.7121
D(GSYİH (-7))	0.088508	0.025507	3.469991	0.0005
D(GSYİH (-8))	-0.212107	0.025551	-8.301208	0.0000
C	0.256644	0.060218	4.261912	0.0000
R-squared	0.254660	Mean dependent var		-0.003424
Adjusted R-squared	0.249939	S.D. dependent var		2.050851
S.E. of regression	1.776162	Akaike info criterion		3.993750
Sum squared resid	4482.901	Schwarz criterion		4.030550
Log likelihood	-2847.528	Hannan-Quinn criter.		4.007492
F-statistic	53.94570	Durbin-Watson stat		2.008387
Prob(F-statistic)	0.000000			

Ülkelerin yıllık ekonomik büyüme oranının temsil eden “GSYİH” değişkenin birim kök ihtiva edip etmediği ADF test istatistik yöntemine göre test edilmiştir. GSYİH zaman serisinin 1. Dereceden farkı alınarak, ekonomik büyüme oranlarının ifade edildiği seri durağan hale getirilmiştir. T istatistiğinin -6.843438 olasılık değeri 0,0000 olduğundan dolayı H_0 hipotezinin reddedilmesine karar verilir. Bu doğrultuda “GSYİH” serisinin durağanlık koşulunu sağladığına karar verilmektedir.

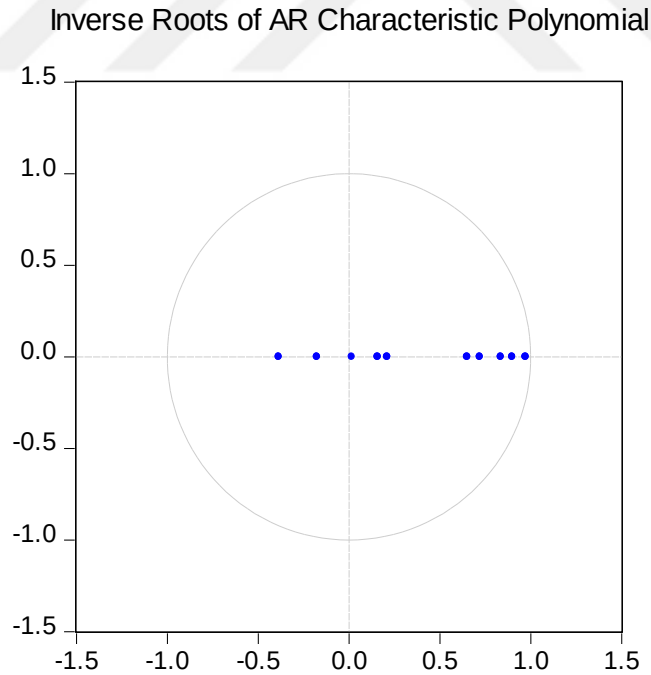
Tablo 3.7: İşsizlik Zaman Serisi İçin Panel Unit Root Test

Null Hypothesis: İşsizlik has a unit root

		t-Statistic		Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-36.32650		0.0000
Test critical values:	1% level	-3.434689		
	5% level	-2.863344		
	10% level	-2.567779		
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.

D(İşsizlik (-1))	-0.957780	0.026366	-36.32650	0.0000
C	0.005580	0.028914	0.192992	0.8470
R-squared	0.478882	Mean dependent var	-0.000348	
Adjusted R-squared	0.478519	S.D. dependent var	1.518303	
S.E. of regression	1.096422	Akaike info criterion	3.023371	
Sum squared resid	1726.275	Schwarz criterion	3.030702	
Log likelihood	-2171.804	Hannan-Quinn criter.	3.026108	
F-statistic	1319.614	Durbin-Watson stat	2.002407	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Her bir ülkenin 2008-2019 yılları arasında çeyrek dönemlerde gözlemlenen işsizlik verileri zaman serisini temsil eden değişken “İşsizlik” değişkeninin birim kök içirip içermediği ADF test istatistik yöntemiyle test edilmiştir. İşsizlik zaman serisi düzey seviyede durağan olmadığından dolayı 1. dereceden farkı alınarak seri durağan hale getirilmiştir. T istatistiğinin -36.32650 olasılık değeri 0.0039 olarak ölçümlendiğinden H_0 hipotezinin reddedilmesine karar verilir. İşsizlik zaman serisininin durağan olduğuna karar verilir.



Şekil 3.1: AR Karakteristik Polinomun Ters Köklerinin Birim Çemberde Konumu

Yukarıda yer alan Şekil 3-1’de AR karakteristik polinomunun ters köklerinin tümünün birim çember içinde yer aldığı görülmektedir. Böylelikle oluşturulan VAR modelinin yapısal olarak istikrarlı olduğunu doğrulanmaktadır.

3.4.2. Optimal Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi ve VAR Analizi

VAR Analizi yapılmadan önce modele dahil edilecek uygun gecikme uzunluğunun ne olacağına bilgi kriterleri baz alınarak karar verilmesi gerekmektedir. Bunun için 3-8 numaralı tablo baz alınca ve uygun gecikme uzunluğunun ne olduğuna karar verilerek modele dahil edilecektir.

Tablo 3.8: VAR Optimum Gecikme Uzunluğu Test Sonuçları

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: GSYİH, İşsizlik, Enflasyon, DYY/ GSYİH, CariDenge/ GSYİH

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-16258.03	NA	5813.856	22.85738	22.87587	22.86429
1	-11035.58	10400.87	3.908197	15.55246	15.66336	15.59389
2	-10935.70	198.2131	3.517804	15.44722	15.65054	15.52317
3	-10803.36	261.7047	3.025194	15.29636	15.59210	15.40682
4	-10701.06	201.5769	2.713773	15.18771	15.57588	15.33270
5	-10569.72	257.8841	2.337047	15.03825	15.51884*	15.21776
6	-10501.02	134.4034	2.197862	14.97684	15.54984	15.19086
7	-10470.68	59.13352	2.181489	14.96934	15.63476	15.21789
8	-10397.02	143.0854*	2.037320*	14.90094*	15.65878	15.18401*

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

VAR Analizi için ilk olarak optimal gecikme uzunluğunu belirlemek gerekmektedir. Uygun gecikme uzunluğunu belirleyebilmek için birinci dereceden farkları alınarak durağan hale getirilmiş zaman serileri ile standart bir VAR tahmin edilmiş olup, gecikme uzunluğu ölçütleri (LR, FPE, AIC, SC ve HQ) kullanılarak elde edilen sonuçlar Tablo 3-8’da yer almaktadır.

Yukarıda Tablo 3-8’da gecikme uzunluklarının hangisi bilgi kriterlerine göre en doğrulanmış ise (hangisinde en çok * varsa) uygun gecikme uzunluğu olarak alınır. Fakat bu gecikme uzunluğu ile tahmin edilen VAR modelinde otokorelasyon (ardışık içsel bağıntı) sorunu belirlenirse, daha sonraki gecikme uzunluklarından birisinin seçilmesi gerekir (Gujarati, 1999: 697).

Tablo 3-8 incelendiğinde AIC, LR, HQ ve FPE değerlerinin aynı yönde olduğu ve 8 gecikme için minimum değer verdiği, SC için ise 5 gecikme için minimum değer sağladığı gözlenmektedir. Bu kriterlerden ilki (AIC) ortalama hata karesinin minimizasyonunu baz alan ve geleceğe yönelik tahminlemede daha ziyade gözetilecek bir değer olarak tanımlanır. HQ (Hannan-Quinn Criterion) ise; tutarlı gecikme seviyesinin belirlenmesinde göz önünde bulundurulacak kriterdir (Lütkepohl, 1993: 130-133).

SC (Schwarz information criterion) bilgi kriteri baz alındığında 5 dönem gecikme, model için optimum gecikme seviyesi olarak belirlenmesine karar verilmiştir. Dolayısıyla bir değişkende meydana gelen bir değişime, diğer değişkenler 5 dönem sonra tepki geliştirecektir.

Aşağıda yer alan Tablo 3-9’da uygun gecikme uzunluğu olan 5 gecikme uzunluğu modele dahil edilmiş olup, VAR modeli kurulmuştur.

Tablo 3.9: VAR Model Tahminleri

Vector Autoregression Estimates

	GSYİH	İşsizlik	Enflasyon	DYY/GSYİH	CariDenge/GSYİH
GSYİH (-1)	0.912038 (0.02549) [35.7769]	-0.056122 (0.01505) [-3.72847]	0.040081 (0.02399) [1.67107]	-0.040558 (0.04380) [-0.92592]	0.001551 (0.00194) [0.79998]
GSYİH (-2)	0.051699 (0.03371) [1.53355]	0.017678 (0.01991) [0.88809]	0.012268 (0.03172) [0.38677]	0.015171 (0.05793) [0.26189]	-0.007512 (0.00256) [-2.92933]
GSYİH (-3)	-0.065734 (0.03355) [-1.95899]	-0.003234 (0.01981) [-0.16323]	-0.075753 (0.03157) [-2.39944]	0.020410 (0.05766) [0.35400]	0.001290 (0.00255) [0.50557]
GSYİH (-4)	-0.376433 (0.03359)	0.010600 (0.01983)	0.045901 (0.03160)	0.024415 (0.05771)	0.002687 (0.00255)

	[-11.2081]	[0.53452]	[1.45256]	[0.42306]	[1.05189]
GSYIH (-5)	0.323425 (0.02520) [12.8326]	-0.004245 (0.01488) [-0.28527]	0.018824 (0.02371) [0.79381]	-0.033219 (0.04331) [-0.76708]	-0.001276 (0.00192) [-0.66553]
İşsizlik (-1)	-0.080683 (0.04579) [-1.76189]	1.006204 (0.02704) [37.2125]	0.006469 (0.04309) [0.15015]	-0.119645 (0.07869) [-1.52054]	-0.003828 (0.00348) [-1.09889]
İşsizlik (-2)	0.081463 (0.06466) [1.25991]	-0.016962 (0.03818) [-0.44427]	-0.047392 (0.06084) [-0.77902]	-0.001219 (0.11110) [-0.01097]	-0.002705 (0.00492) [-0.55008]
İşsizlik (-3)	0.078293 (0.06467) [1.21068]	-0.037033 (0.03818) [-0.96984]	0.027879 (0.06085) [0.45819]	-0.027205 (0.11112) [-0.24483]	0.002935 (0.00492) [0.59664]
İşsizlik (-4)	-0.163290 (0.06467) [-2.52515]	0.130356 (0.03818) [3.41399]	0.054604 (0.06084) [0.89747]	0.136963 (0.11111) [1.23265]	0.009142 (0.00492) [1.85865]
İşsizlik (-5)	0.084569 (0.04567) [1.85170]	-0.110949 (0.02697) [-4.11423]	-0.042852 (0.04297) [-0.99722]	-0.006571 (0.07848) [-0.08373]	-0.006793 (0.00347) [-1.95539]
Enflasyon (-1)	-0.068371 (0.02836) [-2.41118]	-0.005577 (0.01674) [-0.33310]	1.085670 (0.02668) [40.6932]	-0.025588 (0.04872) [-0.52517]	0.000886 (0.00216) [0.41074]
Enflasyon (-2)	-0.009046 (0.04208) [-0.21497]	0.036615 (0.02485) [1.47366]	-0.059127 (0.03959) [-1.49344]	0.026644 (0.07230) [0.36850]	-0.001875 (0.00320) [-0.58576]
Enflasyon (-3)	0.065991 (0.04193) [1.57386]	-0.019541 (0.02476) [-0.78926]	-0.147427 (0.03945) [-3.73702]	-0.020056 (0.07205) [-0.27838]	0.001656 (0.00319) [0.51935]
Enflasyon (-4)	-0.004652 (0.04212) [-0.11044]	-0.004350 (0.02487) [-0.17488]	-0.094437 (0.03963) [-2.38280]	0.025059 (0.07238) [0.34622]	-0.003306 (0.00320) [-1.03167]
Enflasyon (-5)	0.015465 (0.02843) [0.54407]	-0.006894 (0.01678) [-0.41074]	0.147037 (0.02674) [5.49777]	-0.018832 (0.04884) [-0.38556]	0.002595 (0.00216) [1.20012]
DYY/GSYIH (-1)	-0.002245 (0.01555) [-0.14433]	0.004595 (0.00918) [0.50028]	0.003260 (0.01463) [0.22274]	0.162777 (0.02673) [6.09067]	0.000717 (0.00118) [0.60627]
DYY/GSYIH (-2)	0.011108 (0.01556) [0.71367]	-0.001232 (0.00919) [-0.13403]	-0.001499 (0.01464) [-0.10239]	0.146428 (0.02674) [5.47508]	-0.000341 (0.00118) [-0.28816]
DYY/GSYIH (-3)	-0.003066 (0.01545) [-0.19842]	-2.11E-05 (0.00913) [-0.00231]	-0.012752 (0.01454) [-0.87703]	0.188387 (0.02655) [7.09442]	-0.001561 (0.00118) [-1.32826]

DYY/GSYIH (-4)	-0.000323 (0.01557) [-0.02076]	-0.002435 (0.00919) [-0.26488]	0.003513 (0.01465) [0.23983]	0.156641 (0.02675) [5.85503]	-0.000380 (0.00118) [-0.32072]
DYY/GSYIH (-5)	0.004084 (0.01555) [0.26270]	-0.002566 (0.00918) [-0.27947]	0.006856 (0.01463) [0.46864]	0.052046 (0.02671) [1.94819]	0.000267 (0.00118) [0.22611]
CariDenge/GSYIH (-1)	0.035191 (0.34718) [0.10136]	-0.201599 (0.20500) [-0.98342]	-0.427672 (0.32665) [-1.30925]	0.270262 (0.59655) [0.45304]	0.540109 (0.02641) [20.4521]
CariDenge/GSYIH (-2)	-0.196017 (0.37319) [-0.52525]	-0.093883 (0.22036) [-0.42605]	0.127880 (0.35113) [0.36420]	-0.012961 (0.64125) [-0.02021]	-5.39E-05 (0.02839) [-0.00190]
CariDenge/GSYIH (-3)	-0.799415 (0.37088) [-2.15545]	-0.050608 (0.21899) [-0.23109]	0.065433 (0.34895) [0.18751]	-0.102399 (0.63727) [-0.16068]	0.099621 (0.02821) [3.53125]
CariDenge/GSYIH (-4)	0.179873 (0.37322) [0.48195]	0.292213 (0.22037) [1.32600]	0.311337 (0.35115) [0.88661]	-0.021707 (0.64129) [-0.03385]	0.374727 (0.02839) [13.1997]
CariDenge/GSYIH (-5)	0.247704 (0.34592) [0.71606]	-0.094889 (0.20426) [-0.46456]	-0.009954 (0.32547) [-0.03058]	-0.142332 (0.59439) [-0.23946]	-0.166251 (0.02631) [-6.31821]
C	0.332462 (0.11663) [2.85046]	0.310569 (0.06887) [4.50958]	0.149065 (0.10974) [1.35836]	0.464518 (0.20041) [2.31785]	0.020828 (0.00887) [2.34760]
R-squared	0.749128	0.960529	0.881609	0.267855	0.625200
Adj. R-squared	0.744657	0.959826	0.879500	0.254809	0.618522
Sum sq. resids	4704.225	1640.133	4164.452	13889.02	27.21874
S.E. equation	1.831113	1.081212	1.722860	3.146350	0.139285
F-statistic	167.5794	1365.696	417.9042	20.53151	93.61327
Log likelihood	-2878.980	-2126.123	-2791.899	-3652.525	802.3460
Akaike AIC	4.065752	3.012069	3.943876	5.148390	-1.086558
Schwarz SC	4.161542	3.107858	4.039665	5.244179	-0.990769
Mean dependent	2.121707	8.005181	3.351891	0.846852	0.017925
S.D. dependent	3.623711	5.394339	4.963137	3.644796	0.225512
Determinant resid covariance (dof adj.)		2.121706			
Determinant resid covariance		1.935586			
Log likelihood		-10610.18			
Akaike information criterion		15.03174			
Schwarz criterion		15.51069			
Number of coefficients		130			

Değişkenlerin altında yer alan () parantezleri Standart hataları temsil ederken; [] parantezleri ise t istatistik değerlerini gösterir. Değişkenler ile istatistikler yukarıda özet halinde sunulmuştur.

3.4.3 VAR Granger Nedensellik / Blok Dışsalılık Wald Testi

Hendry'e (2004) tarafından dışsalılık ve nedensellik yaklaşımlarının, ileriye yönelik tahminlemerde bulunulmasında, iktisat politikalarının yorumlanmasında ve modelin kurulmasında farklı rol üstlendikleri ifade edilmektedir. Modelde nedensellik ilişkisinin tanımlanıyor olması, modelle gerçeklikleri ilişkilendirme noktasında kilit rol üstlendiğinden bu ilişki finans ve iktisat politikası açısından oldukça önemli yere sahiptir (Hendry, 2004:16).

Değişkenler arasında var olan içsellik-dışsalılık ilişkisi genel olarak Granger nedensellik test yöntemiyle ortaya konmaktadır. Ancak nedensellik ilişkisinin tek yönlü olarak gerçekleştiği ilişkilerde diğer değişkenin dışsal kabul edilmesi geçerli bir varsayım değildir. Değişkenin dışsal kabul edilmesi hususunda Granger nedeni olmama durumu yeterli ve zorunlu bir şart değildir (Hendry, 2004:10).

VAR analizi değişkenleri içsel ve dışsal olarak ayırmaksızın tüm değişkenleri içsel kabul eder. Bu sebeple tüm değişkenler için Granger Nedensellik/ Blok Dışsalılık Wald Testi uygulanacak ve sunulacaktır. Bu test ile değişkenler arasındaki ilişkinin belirlenmesi hedeflenmektedir. Tablo 3-10'da Granger Nedensellik/Blok Dışsalılık Wald Testinin istatistiksel sonuçları sunulmuştur. Tablo 3-11'de ise istatistiksel olarak anlamlı olan nedensellik sonuçları yorumlanmıştır.

Tablo 3.10: Granger Nedensellik/ Blok Dışsalılık Wald Testi

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests

Dependent variable: GSYİH

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
İşsizlik	2.510020	2	0.2851
Enflasyon	4.813003	2	0.0901
DYY/ GSYİH	0.500214	2	0.7787
CariDenge/ GSYİH	4.062358	2	0.1312

All	12.53234	8	0.1290
-----	----------	---	--------

Dependent variable: İşsizlik

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
GSYİH	29.71970	2	0.0000
Enflasyon	0.793386	2	0.6725
DYY/GSYİH	0.119341	2	0.9421
CariDenge/GSYİH	2.523781	2	0.2831
All	31.96117	8	0.0001

Dependent variable: Enflasyon

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
GSYİH	6.032996	2	0.0490
ISSIZLIK	0.179005	2	0.9144
DYY/GSYİH	0.032069	2	0.9841
CariDenge/GSYİH	0.886892	2	0.6418
All	8.347203	8	0.4003

Dependent variable: DYY/ GSYİH

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
GSYİH	0.380565	2	0.8267
İşsizlik	5.978744	2	0.0503
Enflasyon	1.155281	2	0.5612
CariDenge/GSYİH	0.008614	2	0.9957
All	8.529369	8	0.3835

Dependent variable: CariDenge/ GSYİH

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
GSYİH	14.35703	2	0.0008
İşsizlik	7.159193	2	0.0279
Enflasyon	0.164737	2	0.9209
DYY/ GSYİH	0.418798	2	0.8111
All	17.83285	8	0.0225

VAR analizinde tüm değişkenlerin içsel kabul edildiğinden dolayı bütün değişkenler için test uygulanmış ve yukarıda yer alana Tablo 3-10'da sunulmuştur. Modelin anlamlı olabilmesi için Prob. değerinin %5'den küçük olması gerekmektedir.

Bağımlı değişkenin GSYİH olduğu modelin bir bütün olarak anlamlı olmadığını görmekteyiz. Modelin Prob. değeri 0,1290'dır. Bu da %5' in üzerinde bir değer olduğundan bağımlı değişkenin GSYİH olduğu modelin, bir bütün olarak istatistiksel olarak anlamlı olmadığını göstermektedir.

Bağımlı değişkenin İşsizlik olduğu modelin Prob. değerinin 0,0001 olduğu görülmektedir. Modelin Prob değeri $0,0001 < 0,05$ olduğundan, model istatistiksel olarak anlamlıdır.

Bağımlı değişkenin Enflasyon olduğu modelin Prob. değeri 0,4003' tür. Modelin Prob değeri %5' in üzerinde olduğundan dolayı, model istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Bağımlı değişkenin DYY/GSYİH olduğu modelin Prob. değerinin 0,3835 olduğu görülmektedir. Modelin Prob. değeri $0,3835 > 0,05$ olduğundan dolayı model istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Bağımlı değişkenin CariDenge/GSYİH olduğu modelin Prob. değeri 0,0225'tir. Modelin prob değeri olan $0,0225 < 0,05$ olduğundan dolayı modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğuna karar verilir.

Tablo 3-10'da sunulan Granger Nedensellik/ Blok Dışsallık Wald Testi sonuçlarına göre, istatistiksel olarak anlamlı olan nedensellik ilişkilerinin yorumları aşağıda yer alan Tablo 3-11'de sunulmuştur.

Tablo 3.11: Granger Nedensellik Analiz Sonuçları / Blok Dışsallık Wald Testi

Nedenselliğin Yönü	F İstatistiği	Olasılık Değeri	Yorum
GSYİH → İşsizlik	2	0,0000	Ülkelerin büyüme oranlarının gecikmeli değerlerinin, ilgili ülkelerin işsizlik oranları üzerinde etkili olduğu görülmektedir.
GSYİH → CariDenge/GSYİH	2	0.0008	Ülkelerin büyüme oranları ile işsizlik oranlarının gecikmeli değerlerinin, ilgili ülkelerin cari işlemler dengesini etkilediği saptanmıştır.
İşsizlik → CariDenge/GSYİH	2	0.0279	

*Tablodaki değerler, yalnızca istatistiksel olarak anlamlı bulunan nedensellik sonuçlarına ilişkindir.

Granger nedensellik analizinde, F istatistik değeri 2'den büyükse ya da olasılık değeri 0,05'ten küçük ise %5 anlamlılık düzeyinde; birinci değişken, ikinci değişkenin Granger nedeni kabul edilir (Granger, 1969). İktisat ve Finans teorileri ile Granger nedensellik analizi sonuçları kullanmak suretiyle, değişkenler dışsaldan içsele sıralanmaya çalışılmıştır.

Granger nedensellik analizi sonuçlarına göre ülkelerin büyüme oranlarının, ilgili ülkelerin işsizlik oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı tek yönlü etkisinin olduğu saptanmıştır.

Ülkelerin büyüme oranlarının ilgili ülkelerin cari işlemler dengesi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve tek yönlü bir etkisinin olduğu gözlemlenmiştir.

Ülkelerin işsizlik oranlarının ilgili ülkelerin cari işlemler dengesi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve tek yönlü bir etkinin olduğu görülmektedir.

VAR Analizine dahil edilmiş olan değişkenler arasındaki ilişkilerin belirlenmesinden sonra, değişkenler arasında var olan dinamik ilişkilerin ortaya konması için etki-tepki analizi grafik ve tablo değerleri incelenecektir. 2008 finansal krizinden sonra 31 ülkenin 2008-2019 çeyrek dönemlik verileri kullanılarak makroekonomik faktörlerinin birbirileri ile olan dinamik ilişkileri araştırılması hedeflenmiştir.

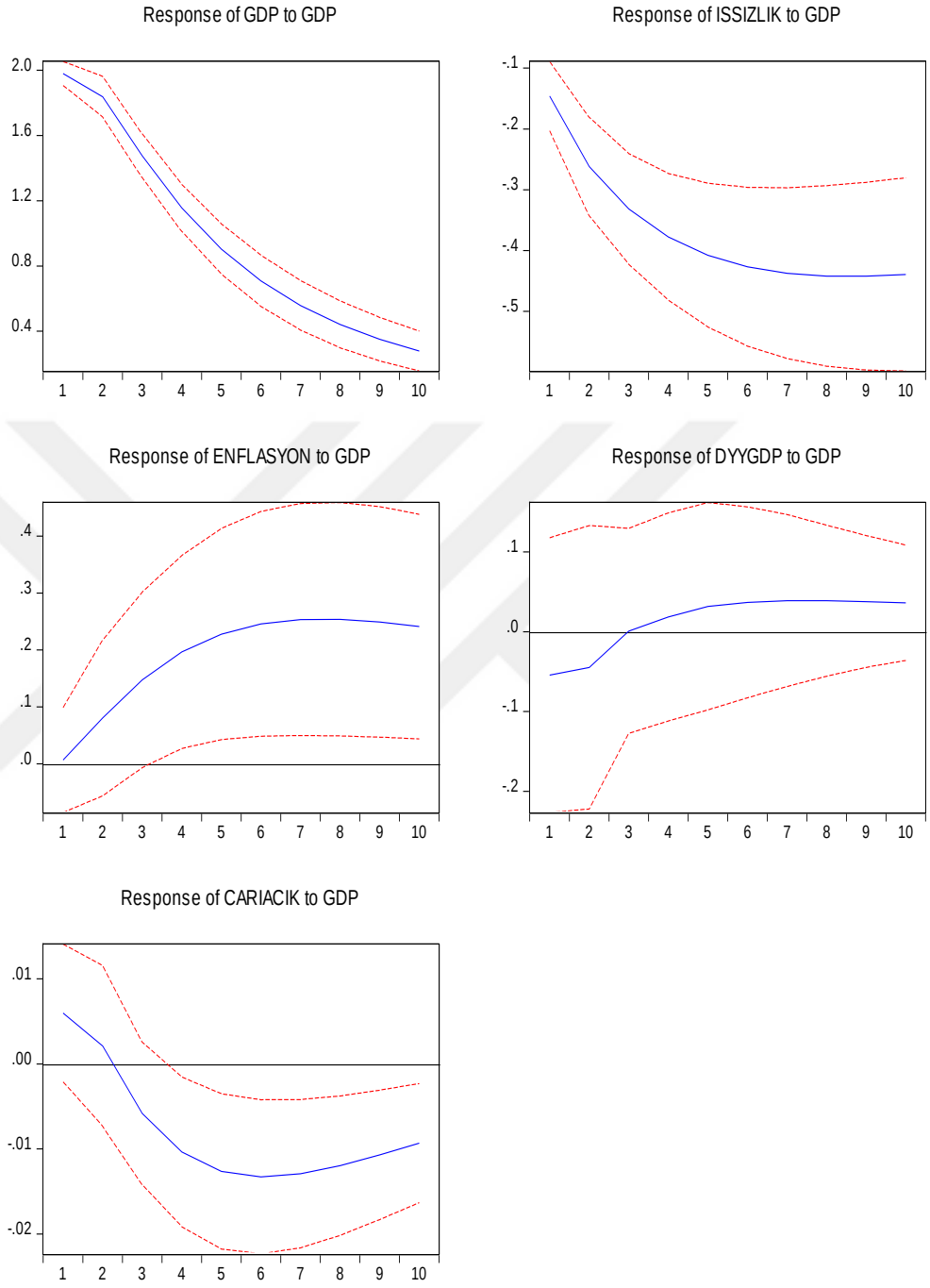
3.4.4. Etki-Tepki Analizi Sonuçları ve Yorumlanması

Etki-tepki analizi ile değişkenlerden birisine bir standart sapmalılık şok uygulandığı takdirde, kendisinin ve diğer değişkenlerin bu değişime verdiği tepkiler gözlemlenmektedir. Böylelikle, değişkenler arasındaki dinamik ilişkiler saptanır (Warne, 2004:5). Bir makroekonomik faktörün üzerindeki en etkili değişkenin saptanması “Varyans Ayrıştırması” ile sağlanırken; etkili bulunan bu değişkenin bir politika aracı olarak kullanılıp kullanılmayacağı noktasındaki karar etki-tepki fonksiyonları ile belirlenir (Özgen ve Güloğlu, 2004:97).

Standart hatalar Monte Carlo simülasyon tekniği kullanılarak türetilmiştir. Etki-tepki analizlerindeki nokta tahminler için ise 100 iterasyonlu güven sınırları hesaplanmıştır. Aşağıda yer alan grafiklerdeki kesikli çizgiler bir standart hatalık güven sınırlarını, düz çizgiler nokta tahminlerini göstermektedir (Barışık ve Kesikoğlu, 2005:75).

Bu çalışmada GSYİH değişkeni, 2008 global krizinin etkilerinin ölçüldüğü bağımlı değişkeni temsil etmektedir. Ülkelerin büyüme oranları aslında finansal krizden etkilenmeyi ölçmek için en doğru tanımlanmış değişkendir. Bu çalışmada, finansal krizden diğer makroekonomik faktörlerin nasıl etkilendiği ve herhangi bir makro faktöre verilen bir şoka diğer makro faktörlerin nasıl tepki gösterdiğinin araştırılması hedeflenmiştir. Makroekonomik faktörlerin, krize verdiği tepkinin 2008-2019 yılları için araştırılması hedeflenmiştir.

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.



Şekil 3.2: GSYİH Değişkenine Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişkenlerin Tepkileri

Tablo 3.12: GSYİH Değişkenine Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişken Tepkilerinin Tablo Değeri

Period	GSYİH	İşsizlik	Enflasyon	DYY/ GSYİH	CARİAÇIK/ GSYİH
1	1.979677 (0.03695)	-0.145995 (0.02846)	0.006693 (0.04605)	-0.054399 (0.08613)	0.005975 (0.00404)
2	1.837771 (0.06238)	-0.262034 (0.04047)	0.080607 (0.06837)	-0.044707 (0.08884)	0.002103 (0.00473)
3	1.475701 (0.06695)	-0.331748 (0.04560)	0.147516 (0.07709)	0.000931 (0.06422)	-0.005837 (0.00419)
4	1.155405 (0.07204)	-0.377705 (0.05212)	0.196543 (0.08473)	0.018396 (0.06524)	-0.010361 (0.00440)
5	0.903448 (0.07687)	-0.407861 (0.05910)	0.227953 (0.09277)	0.031799 (0.06495)	-0.012640 (0.00456)
6	0.708654 (0.07818)	-0.426715 (0.06526)	0.245694 (0.09869)	0.036738 (0.05982)	-0.013285 (0.00453)
7	0.558115 (0.07614)	-0.437348 (0.07028)	0.253343 (0.10177)	0.038941 (0.05393)	-0.012925 (0.00436)
8	0.441269 (0.07196)	-0.441975 (0.07420)	0.253771 (0.10240)	0.038807 (0.04732)	-0.011972 (0.00410)
9	0.350126 (0.06668)	-0.442229 (0.07718)	0.249133 (0.10117)	0.037774 (0.04134)	-0.010709 (0.00380)
10	0.278666 (0.06107)	-0.439311 (0.07937)	0.241035 (0.09864)	0.036230 (0.03611)	-0.009319 (0.00350)

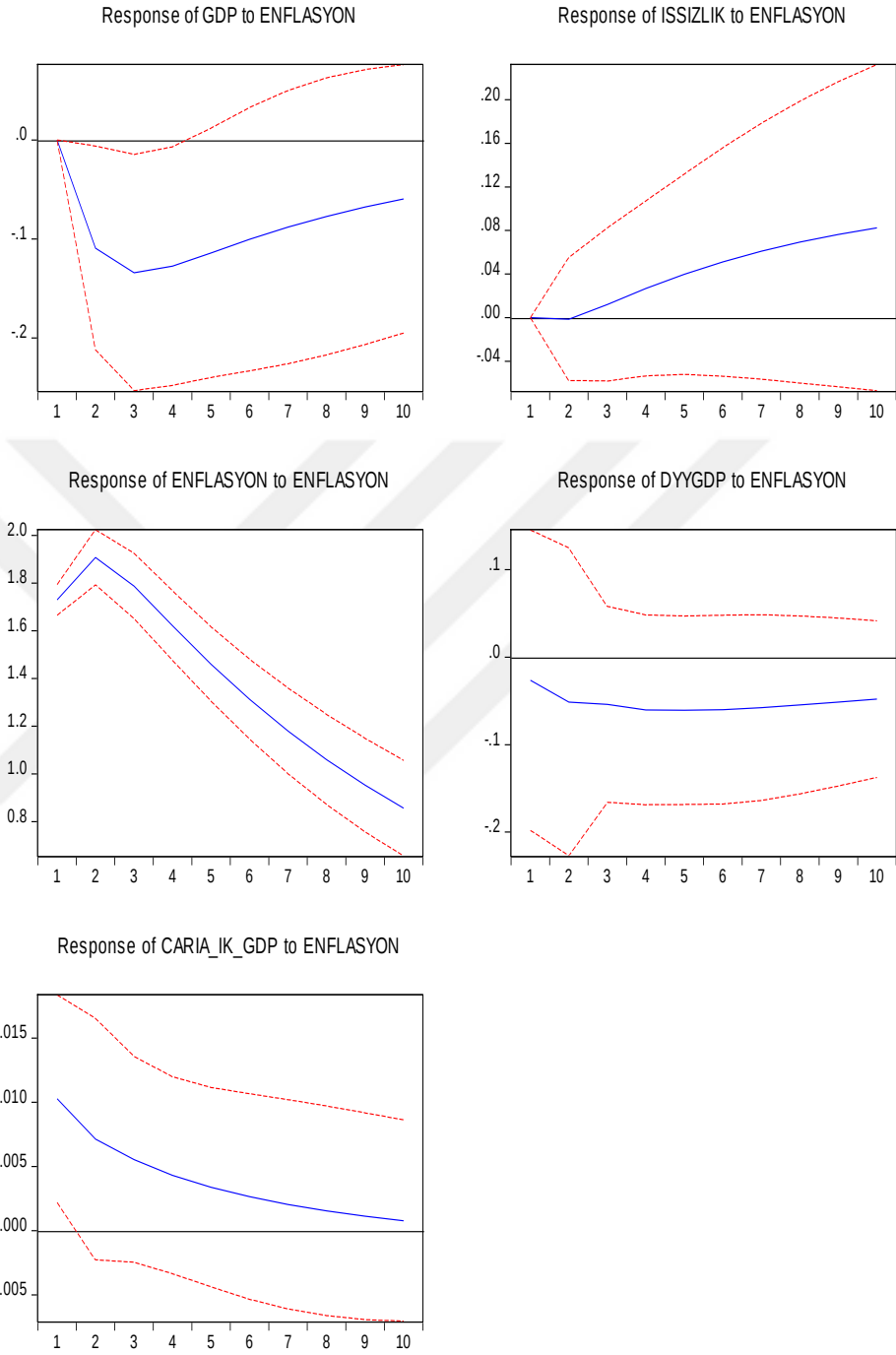
Etki-Tepki analiz sonuçlarına göre işsizlik serisi GSYİH kaynaklı bir standart hatalık şoka her dönem negatif yönlü olarak tepki göstermiş olup tepkinin şiddetinin de giderek arttığı görülmektedir. Ülkelerin işsizlik oranı, GSYİH'den kaynaklı bir standart hatalık şoka 1. dönemde -0.145995 (-) yönlü, 2. dönemde -0.262034, 3. dönemde -0.331748, 4. dönemde -0.377705, 5. dönemde -0.407861, 6. dönemde -0.426715, 7. dönemde -0.437348, 8. dönemde -0.441975, 9. dönemde -0.442229 ve 10. dönemde -0.439311 tepki verdiği görülmektedir. Ülkelerin işsizlik oranlarının 2008 krizine verdikleri tepki 10 dönem boyunca kaybolmamış olup tepkinin şiddetinin zaman içinde (-) yönlü artış gösterdiği gözlemlenmektedir.

Etki-Tepki analizi grafik ve tablo değerlerine göre enflasyon serisinin GSYİH kaynaklı bir standart hatalık şoka her dönem (+) yönlü ve zaman içinde aynı yönde artan şiddette tepki verdiği görülmektedir. Ülkelerin enflasyon oranları GSYİH'den kaynaklı şoka 1. dönem en zayıf tepkiyi vermiş olup bu tepki 0.006693 olarak ölçümlenmiştir. Enflasyon oranları 2. dönemde 0.080607, 3. dönemde 0.147516, 4. dönemde 0.196543, 5. dönemde 0.227953, 6. dönemde 0.245694, 7. dönemde 0.253343, 8. dönemde 0.253771, 9. dönemde 0.249133 ve 10. dönemde 0.241035 tepki verdiği görülmektedir.

Ülkelerin DYY/GSYİH değişkeninin 2008 krizine verdiği tepkinin yönü ve şiddetinin dönemler itibari ile araştırılması hedeflenmiştir. Ülkelerin doğrudan yabancı yatırım düzeyinin krize verdiği tepki ilk 2 dönemde (-) yönlü olduğu, 3. dönem tepkinin sıfıra çok yakın gerçekleştiği takip eden dönemlerde ise tepkinin yönünün (+) yönlü gerçekleştiği görülmektedir. GSYİH değişkeni kaynaklı bir şoka DYY/ GSYİH değişkeni 1. dönem -0.054399, 2. dönem -0.044707, 3. dönem 0.000931, 4. dönem 0.018396, 5. dönem 0.031799, 6. dönem 0.036738, 7. dönem 0.038941, 8. dönem 0.038807, 9. dönem 0.037774 ve 10. dönem 0.036230 şiddetinde tepki geliştirmiştir.

Ülkelerin cari açık verilerinin 2008 krizine zaman içinde verdiği tepkinin yönü ve şiddetinin etki-tepki analizi ile araştırılması hedeflenmiştir. 2008 krizine 31 ülkenin cari açık verilerinin ilk iki dönem (+) yönlü tepki verdiği 3. dönem itibari ile tepkinin yönünün (-) olarak olduğu görülmektedir. 3. dönemde başlayan (-) yönlü tepkinin şiddetinin 6. döneme kadar aynı yönde artış göstererek 6. dönemde en güçlü tepkinin olduğu, izleyen dönemlerde (-) yönlü tepkinin azalarak devam ettiği görülmektedir. Cari işlemler dengesi serisinin krize verdiği tepki 1. dönem 0.005975, 2. dönem 0.002103, 3. dönem -0.005837, 4. dönem -0.010361, 5. dönem -0.012640, 6. dönem -0.013285, 7. dönem -0.012925, 8. dönem -0.011972, 9. dönem -0.010709 ve 10. dönem -0.009319 olarak gerçekleşmiştir.

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.



Şekil 3.3: Enflasyona Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişkenlerin Tepkileri

Tablo 3.13: Enflasyona Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişken Tepkilerinin Tablo Değeri

Period	GSYİH	İşsizlik	Enflasyon	DYY/ GSYİH	CARİAÇIK/ GSYİH
1	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	1.729866 (0.03229)	-0.026316 (0.08592)	0.010275 (0.00404)
2	-0.109138 (0.05156)	-0.001268 (0.02820)	1.907789 (0.05771)	-0.051337 (0.08801)	0.007131 (0.00469)
3	-0.134036 (0.05980)	0.012262 (0.03513)	1.787408 (0.06875)	-0.054009 (0.05595)	0.005548 (0.00401)
4	-0.127517 (0.06033)	0.026813 (0.04009)	1.621233 (0.07292)	-0.060349 (0.05432)	0.004307 (0.00383)
5	-0.114008 (0.06309)	0.039854 (0.04599)	1.459989 (0.07795)	-0.060758 (0.05392)	0.003389 (0.00388)
6	-0.100346 (0.06663)	0.051204 (0.05239)	1.312676 (0.08398)	-0.060063 (0.05401)	0.002651 (0.00400)
7	-0.088022 (0.06911)	0.060976 (0.05870)	1.179833 (0.08977)	-0.057651 (0.05309)	0.002045 (0.00407)
8	-0.077202 (0.07004)	0.069340 (0.06461)	1.060387 (0.09455)	-0.054686 (0.05089)	0.001545 (0.00408)
9	-0.067751 (0.06952)	0.076447 (0.06998)	0.953045 (0.09803)	-0.051338 (0.04804)	0.001130 (0.00403)
10	-0.059496 (0.06786)	0.082440 (0.07475)	0.856586 (0.10020)	-0.047933 (0.04478)	0.000786 (0.00392)

Etki-Tepki grafik ve tablo değerlerine göre 31 ülkenin GSYİH oranlarının, enflasyon oranından kaynaklanan bir standart hatalık şoka 1. dönem tepki vermediği takip eden tüm dönemlerde (-) yönlü tepki verdiği gözlemlenmektedir. GSYİH değişkeninin enflasyon oranından kaynaklanan şoka en güçlü tepkiyi 3. dönem verdiği, takip eden dönemlerde ise tepkinin şiddetinin azalarak devam ettiği görülmektedir. GSYİH değişkeninin 2. dönem -0.109138, 3. dönem -0.134036, 4. dönem -0.127517, 5. dönem -0.114008, 6. dönem -0.100346, 7. dönem -0.088022, 8. dönem -0.077202, 9. dönem -0.067751 ve 10. dönem -0.059496 şiddetinde tepki geliştirdiği ölçümlenmiştir.

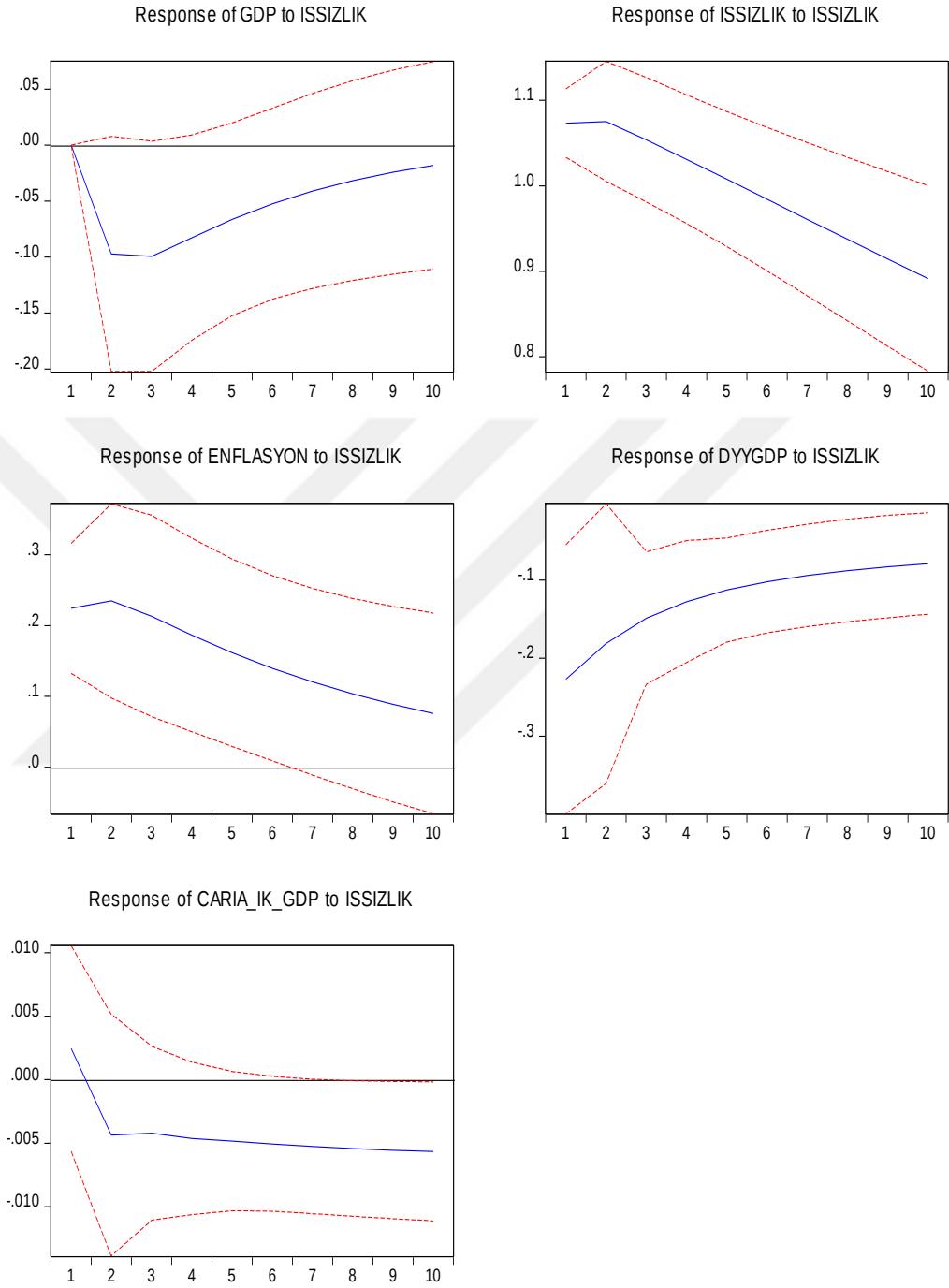
Etki-Tepki Analiz sonuçlarına göre işsizlik değişkeninin, enflasyon oranı kaynaklı bir standart hatalık şoka 1. dönem tepki vermemiş olup tüm dönemler içinde yalnızca 2. dönem (-) yönlü tepki verdiği, 3. dönem itibari ile tepkinin yönünün (+) yönlü oluşmuş olup, zaman içinde tepkinin şiddetinin aynı yönde artış gösterdiği

görülmektedir. 31 ülkenin işsizlik oranlarının, enflasyon oranından kaynaklanan bir standart hatalık şoka 2. dönem -0.001268, 3. dönem 0.012262, 4. dönem 0.026813, 5. dönem 0.039854, 6. dönem 0.051204, 7. dönem 0.060976, 8. dönem 0.069340, 9. dönem 0.076447 ve 10. dönem 0.082440 şiddetinde tepki geliştirdiği ölçümlenmiştir.

Etki-Tepki Analiz sonuçlarına göre 31 ülkenin doğrudan yabancı yatırım düzeylerinin enflasyon oranı kaynaklı bir standart hatalık şoka, 10. dönem boyunca (-) yönlü tepki verdiği görülmektedir. Tepkinin şiddeti 1. dönemde -0.026316, 2. dönemde -0.051337, 3. dönemde -0.054009, 4. dönemde -0.060349, 5. dönemde -0.060758, 6. dönemde -0.060063, 7. dönemde -0.057651, 8. dönemde -0.054686, 9. dönemde -0.051338 ve 10. dönemde -0.047933 şiddetinde gerçekleşmiştir. Doğrudan yabancı yatırım düzeyinin enflasyona en güçlü tepkiyi dördüncü, beşinci ve altıncı dönemlerde gerçekleşmiştir. Takip eden dönemlerde tepkinin şiddetinin azalma trendine geçtiği görülmektedir.

Etki-Tepki Analiz sonuçlarına göre 31 ülkenin cari işlemler dengesinin, enflasyon oranı kaynaklı bir standart hatalık şoka tüm dönemlerde (+) yönlü tepki verdiği gözlemlenmektedir. Cari işlemler dengesi 1. dönem 0.010275, 2. dönem 0.007131, 3. dönem 0.005548, 4. dönem 0.004307, 5. dönem 0.003389, 6. dönem 0.002651, 7. dönem 0.002045, 8. dönem 0.001545, 9. dönem 0.001130 ve 10. dönem 0.000786 şiddetinde tepki vermiştir. En güçlü tepkinin ilk dönemde gerçekleştiği, takip eden dönemlerde tepkinin şiddetinin azalarak sürdüğü en zayıf tepkinin ise son dönemde gerçekleştiği görülmektedir.

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.



Şekil 3.4: İşsizlik Değişkenine Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişkenlerin Tepkileri

Tablo 3.14: İşsizliğe Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişken Tepkilerinin Tablo Değeri

Period	GSYİH	İşsizlik	Enflasyon	DYY/ GSYİH	CARIAÇIK/ GSYİH
1	0.000000 (0.00000)	1.073190 (0.02003)	0.224239 (0.04586)	-0.227092 (0.08602)	0.002449 (0.00404)
2	-0.097166 (0.05254)	1.075328 (0.03502)	0.234908 (0.06849)	-0.181347 (0.08952)	-0.004364 (0.00476)
3	-0.099325 (0.05146)	1.053811 (0.03640)	0.213273 (0.07105)	-0.148807 (0.04239)	-0.004212 (0.00342)
4	-0.082715 (0.04586)	1.031022 (0.03764)	0.186484 (0.06824)	-0.127701 (0.03901)	-0.004622 (0.00299)
5	-0.066265 (0.04308)	1.007708 (0.03954)	0.161668 (0.06607)	-0.112837 (0.03324)	-0.004836 (0.00274)
6	-0.052312 (0.04272)	0.984232 (0.04196)	0.139695 (0.06537)	-0.102104 (0.03280)	-0.005058 (0.00265)
7	-0.040904 (0.04349)	0.960759 (0.04478)	0.120459 (0.06587)	-0.094084 (0.03274)	-0.005252 (0.00264)
8	-0.031630 (0.04458)	0.937416 (0.04785)	0.103644 (0.06716)	-0.087900 (0.03282)	-0.005417 (0.00267)
9	-0.024094 (0.04559)	0.914296 (0.05107)	0.088937 (0.06887)	-0.082967 (0.03277)	-0.005548 (0.00270)
10	-0.017965 (0.04636)	0.891468 (0.05438)	0.076061 (0.07073)	-0.078900 (0.03254)	-0.005646 (0.00273)

Etki-Tepki Analiz sonuçlarına göre 31 ülkenin (GSYİH) ülkelerin çeyrek dönemlik büyüme yüzdeleri, işsizlik oranı kaynaklı bir standart hatalık şoka birinci dönem tepki vermemiş, 2. dönemden itibaren tüm dönemlerde (-) yönlü tepki vermiştir. En güçlü tepkinin 2., 3. ve 4. dönemde olduğu takip eden dönemlerde ise tepkinin şiddetinin azalarak sürdüğü görülmektedir. En zayıf tepkinin ise son dönemde oluşmuştur. İşsizlik oranı üzerinde oluşan şoka ülkelerin GSYİH değişkeni 2. dönemde -0.097166, 3. dönemde -0.099325, 4. dönemde -0.082715, 5. dönemde -0.066265, 6. dönemde -0.052312, 7. dönemde -0.040904, 8. dönemde -0.031630, 9. dönemde -0.024094, 10. dönemde -0.017965 şiddetinde tepki vermiştir.

Etki-Tepki analiz sonuçlarına göre 31 ülkenin enflasyon oranı, işsizlik oranı kaynaklı bir standart hatalık şoka tüm dönemlerde (+) yönlü tepki vermiştir. En güçlü tepki ilk üç dönemde oluşmuş olup takip eden dönemlerde tepkinin şiddeti azalan trendde devam etmiştir. İşsizlik oranı kaynaklı bir standart hatalık şoka enflasyon

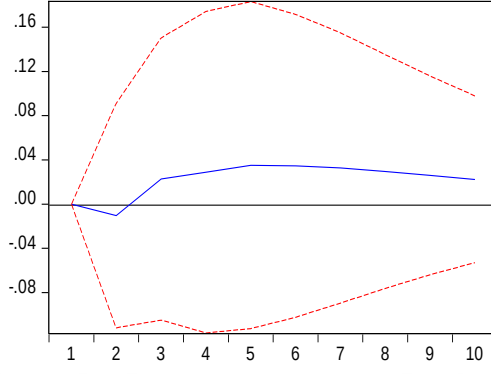
oranının verdiği tepki 1. dönem 0.224239, 2. dönem 0.234908, 3. dönem 0.21327, 4. dönem 0.186484, 5. dönem 0.161668, 6. dönem 0.139695, 7. dönem 0.120459, 8. dönem 0.103644, 9. dönem 0.088937 ve 10. dönem 0.076061 olarak ölçümlenmiştir.

Etki-Tepki analizleri incelendiğinde 31 ülkenin doğrudan yabancı yatırım düzeylerinin (dyy/ gsyih), işsizlik kaynaklı şoka tüm dönemlerde (-) yönlü tepki verdiği görülmektedir. Engüçlü tepkinin ilk dönem oluştuğu takip eden dönemlerde tepkinin şiddetinin azalarak devam ettiği görülmektedir. Ülkelerin doğrudan yabancı yatırım düzeylerinin verdiği tepki 1. dönem -0.227092, 2. dönem -0.181347, 3. dönem -0.148807, 4. dönem -0.127701, 5. dönem -0.112837, 6. dönem -0.102104, 7. dönem -0.094084, 8. dönem -0.087900, 9. dönem -0.087900 ve 10. dönem -0.078900 şiddetinde gerçekleşmiştir.

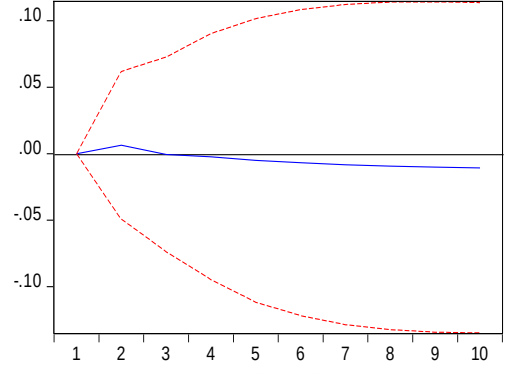
Etki-Tepki tablo ve grafikleri ele alındığında 31 ülkenin cari işlemler dengesi (cariaçık/gsyih), işsizlik kaynaklı şoka ilk dönem 0,002449 (+) yönlü tepki vermiş olup, 2. dönem itibari ile tepkinin yönünün (-) yönlü oluşup devam ettiği ve ilerleyen zaman içinde tepkinin şiddetinin artan trendde sürdüğu görülmektedir. Cari işlemler dengesi değişkeninin verdiği tepki 1. dönem 0.002449, 2. dönem -0.004364, 3. dönem -0.004212, 4. dönem -0.004622, 5. dönem -0.004836, 6. dönem -0.005058, 7. dönem -0.005252, 8. dönem -0.005417, 9. dönem -0.005548 ve 10. dönem -0.005646 olarak ölçümlenmiştir.

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.

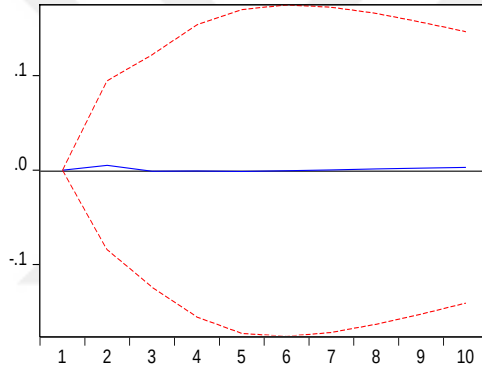
Response of GDP to DYYGDP



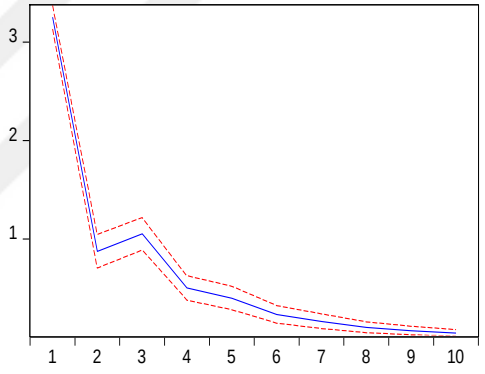
Response of ISSIZLIK to DYYGDP



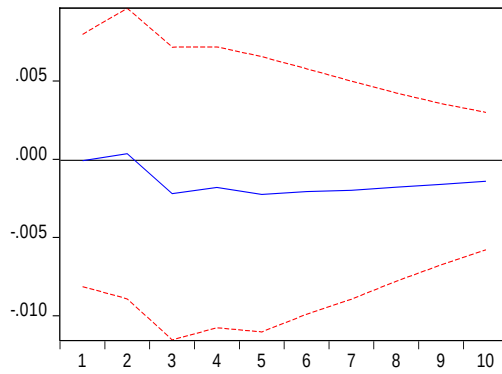
Response of ENFLASYON to DYYGDP



Response of DYYGDP to DYYGDP



Response of CARIA_IK_GDP to DYYGDP



Şekil 3.5: Doğrudan Yabancı Yatırım Değişkenine Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişkenlerin Tepkileri

Tablo 3.15: Doğrudan Yabancı Yatırıma Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişken Tepkilerinin Tablo Değeri

Period	GSYİH	İşsizlik	Enflasyon	DYY/ GSYİH	CARIAÇIK/ GSYİH
1	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	3.254667 (0.06075)	-8.10E-05 (0.00403)
2	-0.010419 (0.05077)	0.006224 (0.02778)	0.005139 (0.04475)	0.874530 (0.08526)	0.000361 (0.00464)
3	0.022633 (0.06376)	-0.000593 (0.03664)	-0.001112 (0.06158)	1.052841 (0.08194)	-0.002187 (0.00468)
4	0.028810 (0.07267)	-0.002343 (0.04629)	-0.000909 (0.07730)	0.502483 (0.06188)	-0.001797 (0.00449)
5	0.035177 (0.07391)	-0.005174 (0.05337)	-0.001501 (0.08572)	0.399989 (0.06004)	-0.002235 (0.00440)
6	0.034541 (0.06852)	-0.006842 (0.05755)	-0.000640 (0.08762)	0.234245 (0.04435)	-0.002064 (0.00392)
7	0.032720 (0.06113)	-0.008320 (0.06021)	0.000188 (0.08609)	0.164106 (0.03709)	-0.001981 (0.00348)
8	0.029412 (0.05283)	-0.009349 (0.06159)	0.001178 (0.08224)	0.103629 (0.02766)	-0.001783 (0.00301)
9	0.025907 (0.04489)	-0.010128 (0.06215)	0.002039 (0.07727)	0.069759 (0.02164)	-0.001594 (0.00258)
10	0.022378 (0.03766)	-0.010665 (0.06211)	0.002779 (0.07175)	0.045436 (0.01640)	-0.001394 (0.00220)

Etki-Tepki tablo değerlerine göre 31 ülkenin GSYİH serisinin, doğrudan yabancı yatırım kaynaklı bir standart hatalık şoka ilk dönem tepki vermediği, tüm dönemler içinde yalnızca 1. dönemde (-) yönlü tepki verdiği, takip eden tüm dönemlerde (+) yönlü tepki verdiği görülmektedir. Ayrıca 2. dönem oluşan (+) yönlü tepkinin şiddetinin 7. döneme kadar artan trennde devam edip, izleyen dönemlerde ise tepkinin şiddetinin giderek azaldığı görülmektedir. Ülkelerin çeyrek dönemlik GSYİH oranları doğrudan yabancı yatırım düzeylerinden kaynaklanan bir standart hatalık şoka 2. dönem -0.010419, 3. dönem 0.022633, 4. dönem 0.028810, 5. dönem 0.035177, 6. dönem 0.034541, 7. dönem 0.032720, 8. dönem 0.029412, 9. dönem 0.025907, 10 dönem 0.022378 şiddetinde tepki geliştirmiştir.

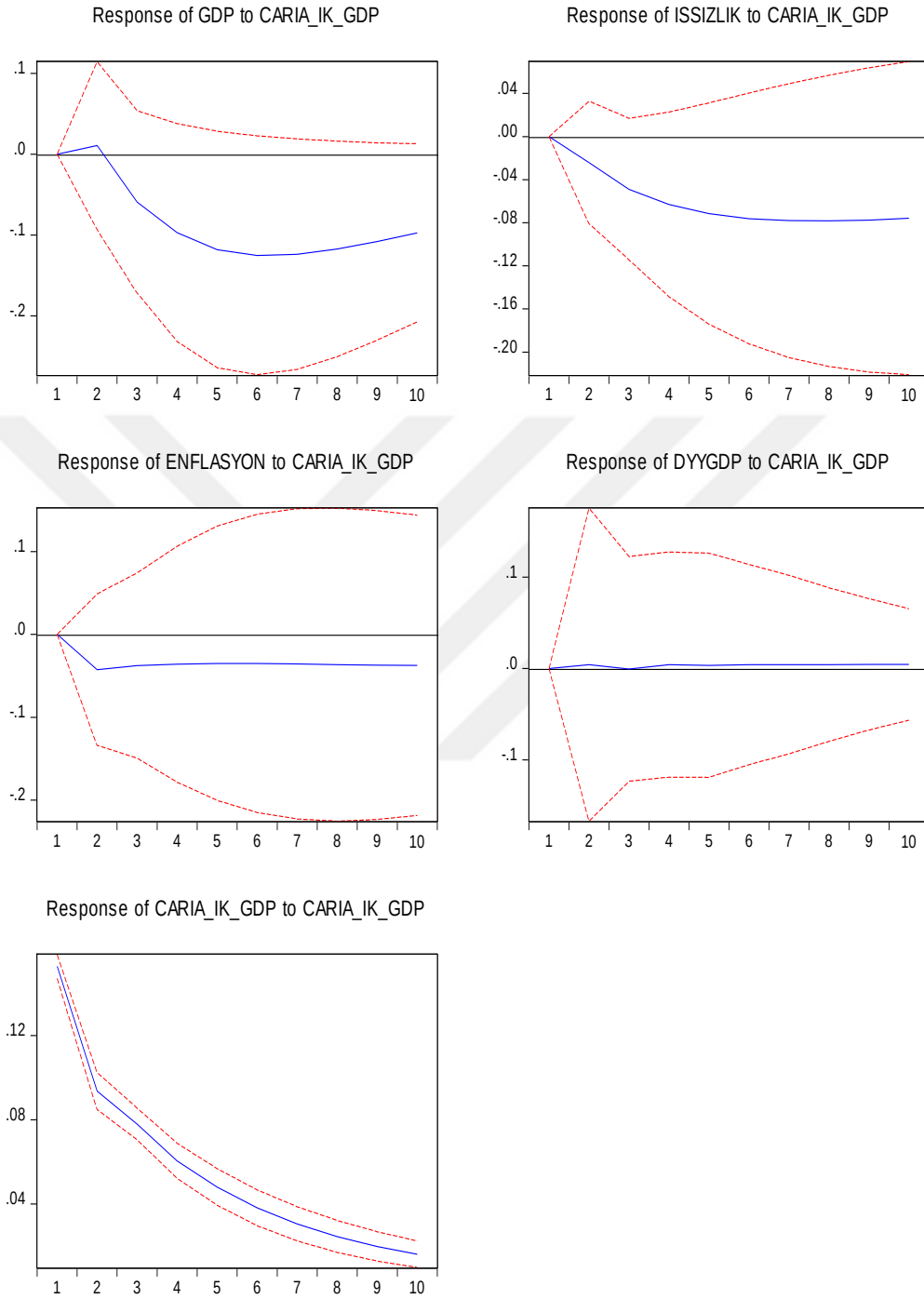
Etki-Tepki Analiz sonuçlarına göre işsizlik değişkeninin doğrudan yabancı yatırım kaynaklı bir standart hatalık şoka 1. dönem hiçbir tepki vermediği, tüm dönemler içinde yalnızca 2. dönem (+) yönlü tepki verdiği, izleyen tüm dönemlerde

ise tepkinin zaman içinde şiddetinin artan trendde (-) yönlü olduğu görülmektedir. Ülkelerin işsizlik oranlarının, doğrudan yabancı yatırım düzeylerinden kaynaklanan bir standart hatalık şoka 2. dönem 0.006224, 3. dönem -0.000593, 4. dönem -0.002343, 5. dönem -0.005174, 6. dönem -0.006842, 7. dönem -0.008320, 8. dönem -0.009349, 9. dönem -0.010128, 10. dönem -0.010665 şiddetinde tepki geliştirmiştir.

Etki-Tepki analiz sonuçlarına göre ülkelerin enflasyon oranları, doğrudan yabancı yatırım kaynaklı bir standart hatalık şoka 1. dönem hiçbir tepki vermemiş, 2. dönem 0.005139, 3. dönem -0.001112, 4. dönem -0.000909, 5. dönem -0.001501, 6. dönem -0.000640, 7. dönem 0.000188, 8. dönem 0.001178, 9. dönem 0.002039 ve 10. dönem 0.002779 şiddetinde tepki vermiştir.

Etki-Tepki tablo değeri sonuçlarına göre ülkelerin cari işlemler dengesi, doğrudan yabancı yatırım kaynaklı bir standart hatalık şoka yalnızca 2. dönem (+) yönlü tepki vermiş olup diğer tüm dönemlerde (-) yönlü tepki verdiği görülmektedir. Ülkelerin cari işlemler dengesi, doğrudan yabancı yatırım kaynaklı bir standart hatalık şoka 2. dönem 0.000361, 3. dönem -0.002187, 4. dönem -0.001797, 5. dönem -0.002235, 6. dönem -0.002064, 7. dönem -0.001981, 8. dönem -0.001783, 9. dönem -0.001594 ve 10. dönem -0.001394 şiddetinde tepki vermiştir.

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.



Şekil 3.6: Cari İşlemler Dengesi Değişkenine Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişkenlerin Tepkileri

Tablo 3.16: Cari İşlemler Dengesi Değişkenine Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişken Tepkilerinin Tablo Değeri

Period	GSYİH	İşsizlik	Enflasyon	DYY/ GSYİH	CARIAÇIK/ GSYİH
1	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.152786 (0.00285)
2	0.010495 (0.05191)	-0.024123 (0.02840)	-0.042582 (0.04575)	0.004188 (0.08557)	0.093561 (0.00438)
3	-0.059218 (0.05633)	-0.048901 (0.03286)	-0.037568 (0.05589)	-0.000559 (0.06141)	0.077906 (0.00377)
4	-0.097220 (0.06742)	-0.062954 (0.04284)	-0.035977 (0.07119)	0.004183 (0.06157)	0.060497 (0.00418)
5	-0.118172 (0.07319)	-0.071536 (0.05135)	-0.034895 (0.08280)	0.003354 (0.06128)	0.048006 (0.00434)
6	-0.125327 (0.07394)	-0.076125 (0.05820)	-0.035074 (0.09007)	0.004243 (0.05473)	0.038166 (0.00427)
7	-0.123962 (0.07129)	-0.078086 (0.06353)	-0.035739 (0.09365)	0.004141 (0.04884)	0.030538 (0.00407)
8	-0.117433 (0.06666)	-0.078313 (0.06757)	-0.036487 (0.09445)	0.004306 (0.04196)	0.024562 (0.00379)
9	-0.108102 (0.06103)	-0.077432 (0.07054)	-0.037045 (0.09323)	0.004334 (0.03591)	0.019860 (0.00347)
10	-0.097509 (0.05507)	-0.075867 (0.07265)	-0.037280 (0.09060)	0.004414 (0.03044)	0.016140 (0.00315)

Etki-Tepki tablo değerlerine göre ülkelerin GSYİH değişkeni, cari işlemler dengesi kaynaklı bir standart hatalık şoka birinci dönem tepki vermemiş olup tüm dönemler içinde yalnızca 2. dönem (+) yönlü tepki vermiş, izleyen tüm dönemlerde ise (-) yönlü tepkinin oluştuğu görülmektedir. 3. dönemde oluşan (-) yönlü tepkinin şiddeti 6. döneme kadar artan trennde devam etmiş olup 6. dönemde en güçlü tepkinin geliştiği, izleyen dönemlerde tepkinin şiddetinin azalan trendde devam ettiği görülmektedir. Ülkelerin GSYİH oranları, doğrudan yabancı yatırım kaynaklı bir standart hatalık şoka 2. dönem 0.010495, 3. dönem -0.059218, 4. dönem -0.097220, 5. dönem -0.118172, 6. dönem -0.125327, 7. dönem -0.123962, 8. dönem -0.117433, 9. dönem -0.108102 ve 10 dönem -0.097509 şiddetinde tepki vermiştir.

Etki-Tepki tablo değerleri ve grafiklerine göre ülkelerin işsizlik oranlarının, cari işlemler dengesi kaynaklı bir standart hatalık şoka, 1. dönem tepki vermediği, 2. dönem -0.024123 şiddetinde tepki verdiği görülmektedir. İşsizlik oranlarının, cari

işlemler dengesinde meydana gelen bir standart hatalık şoka zaman içinde artan trendde tepki verdiği ve tüm dönemlerde tepkinin yönünün (-) olarak oluştuğu görülmektedir. İşsizliğin verdiği tepki; 3. dönemde -0.048901, 4. dönemde -0.062954, 5. dönemde -0.071536, 6. dönemde -0.076125, 7. dönemde -0.078086, 8. dönemde -0.078313, 9. dönemde -0.077432 ve 10. dönemde -0.075867 olarak ölçümlenmektedir. İşsizlik serisinin verdiği tepkinin her dönemde (-) yönlü ve artan trendde devam ettiği gözlemlenmektedir.

Etki-Tepki Analiz sonuçlarına incelendiğinde ülkelerin enflasyon oranlarının, cari işlemler dengesi kaynaklı bir standart hatalık şoka ilk dönem tepki vermediği, izleyen tüm dönemlerde tepkinin yönünü (-) olarak oluştuğu, 2. dönem tüm dönemler içinde en güçlü tepkiyi geliştirdiği, izleyen tüm dönemlerde birbirine çok yakın tepki düzeylerinin oluştuğu gözlemlenmektedir. Ülkelerin enflasyon oranlarının, cari işlemler dengesinden kaynaklanan bir standart hatalık şoka 2. dönem -0.042582, 3. dönem -0.037568, 4. dönem -0.035977, 5. dönem -0.034895, 6. dönem -0.035074, 7. dönem -0.035739, 8. dönem -0.036487, 9. dönem -0.037045 ve 10 dönem -0.037280 şiddetinde tepki vermiştir.

Etki-Tepki Analiz sonuçlarına göre ülkelerin doğrudan yabancı yatırım düzeylerinin, cari işlemler dengesi kaynaklı bir standart hatalık şoka ilk dönem bir tepki vermediği, tüm dönemler içinde yalnızca 3. dönem (-) yönlü tepki verdiği, diğer tüm dönemlerde tepkinin yönünün (+) yönlü oluştuğu görülmektedir. 2. dönem 0,347363 (-) yönlü tepki vermiştir. 3. tepkinin yönü (+) 0,024494 olarak oluşmuş olup 3. dönemden 10. döneme kadar oluşan tepkinin 0,024494 ile 0,08677 arasında dalgalanma gösterdiği görülmektedir. Ülkelerin yabancı yatırım düzeylerinin, cari işlemler dengesinden kaynaklanan bir standart hatalık şoka 2. dönem 0.004188, 3. dönem -0.000559, 4. dönem 0.004183, 5. dönem 0.003354, 6. dönem 0.004243, 7. dönem 0.004141, 8. dönem 0.004306, 9. dönem 0.004306 ve 10 dönem 0.004414 şiddetinde tepki vermiştir.

3.4.5. Varyans Ayrıştırması

VAR modelinin hareketli ortalamalar bölümünden elde edilen varyans ayrıştırması, değişkenlerin kendilerinde ve diğer değişkenlerde meydana gelen

şokların kaynaklarını yüzde olarak ifade eder. Kullanılan değişkenlerde meydana gelecek bir değişimin yüzde kaçının kendisinden, yüzde kaçının diğer değişkenlerden kaynaklandığını gösterir. Bir değişkende meydana gelen değişmelerin büyük bölümü kendisindeki şoklardan kaynaklanıyorsa, bu değişkenin dışsal olarak hareket ettiğini gösterir. Varyans ayrıştırması değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerinin derecesi konusunda da bilgi verir (Enders, 1995:311).

Tablo 3.17: Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Etkilenen Etkileyen	GSYİH	İŞSİZLİK	ENFLASYON	DYY/ GSYİH	CARİ DENGELER/GSYİH
GSYİH	98.25	12.82510	2.020891	0.101698	2.088491
İŞSİZLİK	0.282137	86.57516	1.276372	1.331884	0.472004
ENFLASYON	0.697003	0.229577	96.64427	0.215473	0.472063
DYY/ GSYİH	0.053506	0.004295	0.000210	98.34990	0.058802
CARİ DENGELER/GSYİH	0.712687	0.365873	0.058253	0.001050	96.90864

Varyans Ayrıştırması sonuçlarına göre (gsyih) yani ülkelerin ekonomik büyüme oranındaki değişmelerin; %98.25'i kendisinde meydana gelen değişmelerden, %0.28'si işsizlik oranlarındaki değişmelerden, %0.70'i enflasyon oranlarındaki değişmelerden, % 0.05'i doğrudan yabancı yatırım düzeylerinde gerçekleşen değişmelerden, %0.71'i cari işlemler dengesindeki değişmelerden kaynaklanmaktadır.

Tablo 3-17'ye bakıldığında işsizlik oranlarındaki değişmelerin; %86.58'i kendisindeki değişmelerden, %12.82'si gsyih yani ülkelerin ekonomik büyüme oranlarındaki değişmelerden, %0.23'ü enflasyon oranındaki değişmelerden, %0,004'ü doğrudan yabancı yatırım düzeyindeki değişimlerden, %0.37'si cari işlemler dengesindeki değişmelerden, kaynaklanmaktadır.

Tablo 3-17'ye bakıldığında enflasyon oranlarındaki değişmelerin %96.64'lük kısmı kendisinde oluşan değişimler tarafından açıklanmakta olduğu görülmektedir.

%2.02'si ülkelerin büyüme oranlarında yaşanan değişimlerden, %1.28'i işsizlik oranlarında oluşan değişimlerden, %0.0002'lik kısmı doğrudan yabancı yatırımlarda yaşanan değişimlerden, %0.06'lık kısmı cari işlemler dengesinde yaşanan değişimlerden kaynaklı olduğu görülmektedir.

Tablo 3-17'ye bakıldığında doğrudan yabancı yatırımlardaki değişimlerin; %98.35'i kendisindeki değişimlerden, %0.10'u gsyih yani ülkelerin ekonomik yıllık yüzde büyüme oranlarındaki değişimlerden, %1.33'ü işsizlik oranındaki değişimlerden, %0.001'lik kısmı da cari işlemler dengesindeki değişimlerden kaynaklanmaktadır.

Tablo 3-17'ye bakıldığında cari işlemler dengesindeki değişimlerin %96.91'i kendisindeki değişimlerden, %2.09'u (gsyih) yani ülkelerin büyüme oranındaki değişimlerden, %0.47'si işsizlik oranındaki değişimlerden, %0.47'si enflasyon oranındaki değişimlerden, % 0.06'sı doğrudan yabancı yatırımlardaki değişimlerden kaynaklanmaktadır.

3.4.6. Granger Nedensellik Testi

Varyans Ayırıştırması analizinden sonra, değişkenler arasındaki kısa dönemlik ilişkiyi araştırmak ve gözlemlemek için Granger Nedensellik testi uygulanmıştır. Granger Nedensellik Testinin uygulanabilmesi için, zaman serilerinin durağanlık koşulunu sağlaması gerekmektedir.

Şekil 7'de tüm değişkenlerin, birbiri ile olan nedensellik ilişkisi yer almaktadır. Araştırmanın bağımlı değişkeni finansal krizden etkilenme düzeyini temsil eden; ülkelerin ekonomik büyüme oranını gösteren GSYİH değişkenidir. Bu sebeple ilk önce GSYİH değişkenine ait istatistiki değerlerin incelenmesi gerekmektedir. Daha sonra da 2008 küresel krizinden istatistiki olarak anlamlı şekilde etkilenmiş olan değişkenleri ve yine bu değişkenlerin birbirini istatistiki olarak anlamlı şekilde nasıl etkilediğinin gözlemlenmesi hedeflenmektedir.

Tablo 3.18: Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
------------------	-----	-------------	-------

İşsizlik does not Granger Cause GSYİH	1438	1.54764	0.2131
GSYİH does not Granger Cause İşsizlik		14.3116	7.E-07
Enflasyon does not Granger Cause GSYİH	1438	2.85993	0.0576
GSYİH does not Granger Cause Enflasyon		3.61526	0.0272
DYY/GSYİH does not Granger Cause GSYİH	1438	0.24234	0.7848
GSYİH does not Granger Cause DYY/GSYİH		0.44058	0.6438
CariDenge/GSYİH does not Granger Cause GSYİH	1435	1.85439	0.1569
GSYİH does not Granger Cause CariDenge/GSYİH		5.09238	0.0063
Enflasyon does not Granger Cause İşsizlik	1438	0.55396	0.5748
İşsizlik does not Granger Cause Enflasyon		0.56674	0.5675
DYY/GSYİH does not Granger Cause İşsizlik	1438	0.08199	0.9213
İşsizlik does not Granger Cause DYY/GSYİH		3.53627	0.0294
CariDenge/GSYİH does not Granger Cause İşsizlik	1435	0.47835	0.6199
İşsizlik does not Granger Cause CariDenge/GSYİH		1.46512	0.2314
DYY/GSYİH does not Granger Cause Enflasyon	1438	0.01877	0.9814
Enflasyon does not Granger Cause DYY/ GSYİH		0.70719	0.4932
CariDenge/GSYİH does not Granger Cause Enflasyon	1435	0.53437	0.5862
Enflasyon does not Granger Cause CariAçık/GSYİH		0.13682	0.8721
CariDenge/GSYİH does not Granger Cause DYY/GSYİH	1435	0.01971	0.9805
DYY/GSYİH does not Granger Cause CariAçık/GSYİH		0.12126	0.8858

Yukarıda yer alan tabloda tüm değişkenlerin birbirleri ile olan nedensellik ilişkisi mevcuttur. Granger nedensellik testi ile değişkenler arasında kısa vadede nedensel ilişkilerin açıklanması hedeflenmiştir. Yukarıda yer alan tablo 3-18’ de istatistiksel olarak anlamlı olan ilişkiler ele alınarak yorumlanacaktır. Prob değerleri %5’den küçük olan nedensellik ilişkileri istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu nedenle tabloda Prob değerleri %5’in altında olan nedensellik ilişkileri açıklanmıştır.

Ülkelerin ekonomik büyüme oranından (GSYİH), ülkelerin işsizlik oranlarına doğru tek yönlü işleyen granger nedensellik bulunmaktadır. Ülkelerin büyüme oranlarında gerçekleşen değişimlerin, ilgili ülkelerin işsizlik oranları üzerinde etkili olduğu görülmektedir.

Ülkelerin ekonomik büyüme oranından, enflasyon oranlarına doğru tek yönlü işleyen granger nedenselliği bulunmaktadır. Ülkelerin ekonomik büyüme oranlarında

yaşanan değişmelerin, ülkelerin enflasyon oranları üzerinde etkili olduğu görülmektedir.

Ülkelerin ekonomik büyüme oranından, cari işlemler dengesi verilerine doğru işleyen tek yönlü granger nedenselliğine rastlanmıştır. Ülkelerin ekonomik büyüme oranlarında meydana gelen değişimlerin, ülkelerin cari işlemler dengesi üzerinde etkili olduğu görülmektedir.

Ülkelerin işsizlik oranından, doğrudan yabancı yatırım düzeylerine doğru işleyen tek yönlü granger nedenselliğine rastlanmıştır. Ülkelerin işsizlik oranlarında gerçekleşen değişimlerin, ülkelerin doğrudan yabancı yatırım düzeyleri üzerinde etkili olduğu görülmektedir.

3.5. Gelişmekte Olan ve Gelişmiş Ülke Ekonomileri Grubu İçin Optimal Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi ve VAR Analizi

Araştırmanın buraya kadar olan kısmında tüm ülkeler bir arada VAR Analizine tabi tutulmuştur. 2008 krizinin analize dahil edilen tüm ülke ekonomilerinin makro faktörleri üzerindeki etkisi ortaya konmuştur. Makroekonomik faktörlerin dinamik ilişkileri araştırılmıştır. Çalışmanın bu kısmında ise

Çalışmanın bu kısmında gelişmekte olan ülke ekonomileri ile gelişmiş ülke ekonomileri üzerinde ayrı ayrı VAR analizi yapılmıştır. 2008 krizinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri makroekonomik faktörleri üzerindeki etkisinin karşılaştırılması hedeflenmiştir. Bunun için öncelikle gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde 2008-2019 çeyrek dönemlik verileri kullanılarak VAR modeli açıklanmadan önce uygun gecikme uzunluğunun belirlenerek modele dahil edilmesi gerekmektedir.

3.6. Gelişmekte Olan Ülke Ekonomileri Grubu İçin Optimal Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Gelişmekte olan ülke ekonomileri için optimal gecikme uzunluğunun tespit edilmesi gerekmektedir. Aşağıda yer alan tablo incelenerek en uygun gecikme uzunluğuna karar verilerek ve modele dahil edilecektir.

Tablo 3.19: Gelişmekte Olan Ülke Ekonomileri İçin VAR Optimal Gecikme Uzunluğu Kriterleri

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-6755.919	NA	22025.34	24.18933	24.22803	24.20444
1	-4703.991	4059.807	15.61099	16.93736	17.16953	17.02802
2	-4449.279	499.4006	6.862878	16.11549	16.54114*	16.28171
3	-4400.785	94.21123	6.309925	16.03143	16.65056	16.27320
4	-4315.905	163.3829	5.093587	15.81719	16.62979	16.13452
5	-4247.146	131.1223	4.356106*	15.66063*	16.66671	16.05351*
6	-4230.810	30.86015	4.494302	15.69163	16.89118	16.16006
7	-4205.191	47.93739	4.485816	15.68941	17.08245	16.23340
8	-4180.880	45.05542*	4.498811	15.69188	17.27839	16.31142

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Gelişmekte olan ülke grupları için de VAR analizinin yapılabilmesi için öncelikle uygun gecikme uzunluğunun belirlenerek modele dahil edilmesi gerekmektedir. Schwarz information criterion (SC) bilgi kriteri baz alındığında en uygun gecikme uzunluğunun 2 olduğuna karar verilerek modele dahil edilir.

3.7. Gelişmiş Ülke Ekonomileri Grubu İçin Optimal Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Yalnızca gelişmiş ülke ekonomilerinin dahil edildiği model için uygun gecikme uzunluğu aşağıda yer alan tablo incelenerek karar verilecek ve modele bu gecikme uzunluğu dahil edilecektir.

Tablo 3.20: Gelişmiş Ülke Ekonomileri İçin VAR Optimal Gecikme Uzunluğu Kriteri

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-7561.025	NA	32.72838	17.67763	17.70539	17.68826
1	-4646.731	5787.732	0.038295	10.92694	11.09349	10.99072
2	-4522.496	245.2772	0.030370	10.69508	11.00043*	10.81201
3	-4475.084	93.05230	0.028821	10.64272	11.08686	10.81279
4	-4418.708	109.9867	0.026785	10.56941	11.15234	10.79263
5	-4350.473	132.3240	0.024212	10.46839	11.19012	10.74476*

6	-4309.721	78.55158	0.023339	10.43159	11.29211	10.76110
7	-4298.076	22.31127	0.024081	10.46279	11.46210	10.84545
8	-4240.109	110.3812*	0.022298*	10.38577*	11.52387	10.82158

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Gelişmiş ülke ekonomileri grubu ülkelerinde VAR analizinin yapılabilmesi için öncelikle uygun gecikme uzunluğunun tespit edilerek modele dahil edilmesi gerekmektedir. Schwarz information criterion bilgi kriterinin baz alınmasıyla en uygun gecikme uzunluğunun iki (2) olduğuna karar verilir ve modele dahil edilir.

3.8. Gelişmekte Olan Ülke Ülke Ekonomileri Grubu İçin VAR Analizi

Yalnızca gelişmekte olan ülkelerden oluşan ve optimal gecikme uzunluğunun iki (2) olduğu bir VAR modeli kurulmuş olup Tablo 3-21’de VAR modeli sunulmuştur. Seçili gelişmekte olan ülkelerin 2008-2019 çeyrek dönemlik seçili makroekonomik verileri ile analiz gerçekleştirilmiştir. Aşağıda yer alan Tablo 3-21’ de gelişmekte olan ülkelerin VAR modeli sunulmuştur.

Tablo 3.21: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin VAR Model Tahminleri

	GSYIH	İşsizlik	Enflasyon	DYY/GSYI H	CariDenge/ GSYIH
GSYIH(-1)	1.020144 (0.04082) [24.9930]	-0.072628 (0.03053) [-2.37874]	-0.011283 (0.05238) [-0.21542]	-0.055391 (0.02759) [-2.00733]	-0.007587 (0.00452) [-1.67704]
GSYIH(-2)	-0.281515 (0.04108) [-6.85296]	0.045716 (0.03073) [1.48774]	-0.000842 (0.05271) [-0.01597]	0.039239 (0.02777) [1.41291]	-0.004023 (0.00455) [-0.88356]
İşsizlik(-1)	0.023357 (0.05861) [0.39849]	0.956597 (0.04384) [21.8182]	0.004188 (0.07521) [0.05568]	-0.148659 (0.03963) [-3.75161]	-0.007824 (0.00650) [-1.20445]
İşsizlik(-2)	-0.045962	0.005033	-0.011492	0.150514	0.003960

	(0.05830)	(0.04361)	(0.07482)	(0.03942)	(0.00646)
	[-0.78835]	[0.11540]	[-0.15360]	[3.81868]	[0.61287]
Enflasyon(-1)	-0.091883	0.007681	1.088275	-0.039593	-0.000743
	(0.03283)	(0.02456)	(0.04213)	(0.02220)	(0.00364)
	[-2.79864]	[0.31278]	[25.8312]	[-1.78384]	[-0.20429]
Enflasyon(-2)	0.057808	-0.005469	-0.189708	0.031642	-0.001391
	(0.03305)	(0.02472)	(0.04241)	(0.02234)	(0.00366)
	[1.74931]	[-0.22126]	[-4.47363]	[1.41631]	[-0.37967]
DYY/GSYIH(-1)	-0.016509	0.030519	0.039421	0.199259	-0.002757
	(0.04399)	(0.03291)	(0.05645)	(0.02974)	(0.00488)
	[-0.37530]	[0.92749]	[0.69835]	[6.70025]	[-0.56552]
DYY/GSYIH (-2)	-0.008187	-0.028178	-0.063854	0.738857	-0.001325
	(0.04387)	(0.03282)	(0.05630)	(0.02966)	(0.00486)
	[-0.18662]	[-0.85866]	[-1.13425]	[24.9117]	[-0.27241]
CariDenge/GSYIH (-1)	0.007397	-0.106854	-0.381331	0.249193	0.653674
	(0.38101)	(0.28500)	(0.48892)	(0.25758)	(0.04223)
	[0.01941]	[-0.37492]	[-0.77995]	[0.96744]	[15.4797]
CariDenge/GSYIH (-2)	-0.827559	-0.062522	0.212610	-0.273379	0.080816
	(0.37670)	(0.28178)	(0.48340)	(0.25467)	(0.04175)
	[-2.19684]	[-0.22188]	[0.43982]	[-1.07346]	[1.93566]
C	1.372710	0.378853	0.768132	0.157440	0.095490
	(0.23482)	(0.17565)	(0.30133)	(0.15875)	(0.02603)
	[5.84574]	[2.15682]	[2.54912]	[0.99173]	[3.66902]
R-squared	0.711798	0.933489	0.846649	0.825605	0.577620
Adj. R-squared	0.706651	0.932302	0.843910	0.822491	0.570078
Sum sq. resids	2348.381	1314.024	3867.060	1073.318	28.84728
S.E. equation	2.047813	1.531820	2.627825	1.384428	0.226965
F-statistic	138.3081	785.9701	309.1743	265.1108	76.58210
Log likelihood	-1213.937	-1048.167	-1356.336	-990.3990	42.11023
Akaike AIC	4.290498	3.709866	4.789267	3.507527	-0.108968
Schwarz SC	4.374248	3.793616	4.873017	3.591277	-0.025217
Mean dependent	3.578984	7.839469	6.320453	1.060370	0.021856
S.D. dependent	3.780927	5.887332	6.651339	3.285945	0.346149
Determinant resid covariance (dof adj.)		5.960717			
Determinant resid covariance		5.408266			
Log likelihood		-4532.973			
Akaike information criterion		16.06996			
Schwarz criterion		16.48871			
Number of coefficients		55			

Değişkenlerin altında bulunmakta olan () parantezleri “standart hataları” [] parantezleriye “t istatistik değerlerini” ifade etmektedir. Değişkenler ve istatistiksel değerler yukarıda özet olarak sunulmaktadır. Optimal gecikme uzunluğunun VAR analizinde saptanması gerekmektedir. Bu sebeple aşağıda yer alan test yapılmıştır.

3.9. Gelişmiş Olan Ülke Ülke Ekonomileri Grubu İçin VAR Analizi

Yalnızca gelişmiş ülke ekonomilerinin yer aldığı bir VAR modeli kurulmuş, uygun gecikme uzunluğunun 2 olduğuna karar verilerek modele dahil edilmiş ve VAR modeli aşağıda Tablo 3-22’de sunulmuştur. Bu tabloda gelişmiş ülke grubu ekonomileri için de VAR modeli açıklanacaktır. Seçili gelişmiş ülkelerin seçili makroekonomik faktörlerinin 2008-2019 çeyrek dönemlik verileri üzerinde analiz gerçekleştirilmiştir. Aşağıda yer alan tabloda gelişmiş ülke ekonomileri için VAR modeli sunulmuştur.

Tablo 3.22: Gelişmiş Olan Ülkeler İçin VAR Model Tahminleri

	GSYİH	İssızlık	Enflasyon	DYY/ GSYİH	CariDenge /GSYİH
GSYİH(-1)	0.722341 (0.03415) [21.1524]	-0.030514 (0.01178) [-2.59082]	0.036756 (0.01288) [2.85313]	-0.015170 (0.07286) [-0.20820]	0.003348 (0.00120) [2.79374]
GSYİH(-2)	0.031920 (0.03318) [0.96197]	-0.014728 (0.01144) [-1.28691]	-0.022232 (0.01252) [-1.77604]	0.055436 (0.07080) [0.78301]	-0.003747 (0.00116) [-3.21804]
İşsizlik(-1)	-0.409305 (0.09887) [-4.13969]	1.145433 (0.03410) [33.5902]	-0.041435 (0.03730) [-1.11087]	-0.127557 (0.21096) [-0.60464]	-0.003442 (0.00347) [-0.99224]
İşsizlik(-2)	0.391735 (0.09832) [3.98410]	-0.157873 (0.03391) [-4.65551]	0.029227 (0.03709) [0.78793]	0.077814 (0.20979) [0.37091]	0.002256 (0.00345) [0.65400]
Enflasyon(-1)	-0.025527 (0.08679) [-0.29411]	-0.016473 (0.02993) [-0.55030]	1.121541 (0.03274) [34.2530]	-0.033480 (0.18519) [-0.18079]	-0.002150 (0.00305) [-0.70583]
Enflasyon(-2)	-0.358357 (0.08852)	0.085882 (0.03053)	-0.307386 (0.03339)	0.002569 (0.18887)	0.000229 (0.00311)

		[-4.04829]	[2.81308]	[-9.20473]	[0.01360]	[0.07361]
DYY/GSYIH(-1)	-0.006081 (0.01604) [-0.37903]	-0.003056 (0.00553) [-0.55229]	-0.003243 (0.00605) [-0.53580]	0.148470 (0.03423) [4.33758]	0.000386 (0.00056) [0.68612]	
DYY/ GSYIH(-2)	0.008527 (0.01604) [0.53158]	-0.000222 (0.00553) [-0.04017]	0.004467 (0.00605) [0.73811]	0.068549 (0.03423) [2.00284]	-9.01E-05 (0.00056) [-0.16007]	
CariDenge / GSYIH (-1)	-1.199082 (0.92300) [-1.29912]	-0.353575 (0.31833) [-1.11072]	-0.427262 (0.34820) [-1.22706]	-0.483107 (1.96935) [-0.24531]	0.208487 (0.03239) [6.43735]	
CariDenge / GSYIH (-2)	1.135329 (0.92407) [1.22862]	-0.055173 (0.31870) [-0.17312]	-0.067506 (0.34860) [-0.19365]	-0.091132 (1.97164) [-0.04622]	0.324578 (0.03242) [10.0102]	
C	0.972608 (0.16367) [5.94237]	0.074705 (0.05645) [1.32341]	0.346744 (0.06175) [5.61568]	0.955220 (0.34922) [2.73528]	0.019731 (0.00574) [3.43564]	
R-squared	0.691208	0.985295	0.775142	0.040357	0.231138	
Adj. R-squared	0.687579	0.985122	0.772499	0.029080	0.222103	
Sum sq. resids	2691.675	320.1681	383.0712	12253.78	3.314106	
S.E. equation	1.778470	0.613372	0.670927	3.794637	0.062405	
F-statistic	190.4899	5702.015	293.3602	3.578812	25.58299	
Log likelihood	-1713.889	-796.2587	-873.5692	-2367.143	1173.695	
Akaike AIC	4.002063	1.872990	2.052365	5.517733	-2.697668	
Schwarz SC	4.062796	1.933723	2.113098	5.578466	-2.636935	
Mean dependent	1.159049	8.112811	1.399838	0.697985	0.015265	
S.D. dependent	3.181827	5.028677	1.406642	3.851045	0.070755	
Determinant resid covariance (dof adj.)		0.029248				
Determinant resid covariance		0.027429				
Log likelihood		-4565.688				
Akaike information criterion		10.72085				
Schwarz criterion		11.02452				
Number of coefficients		55				

3.10. Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerinde VAR Granger Nedensellik / Blok Dışsallık Wald Testi

Gelişmekte olan ülke ekonomilerin dahil edildiği model için VAR Granger Nedensellik/Blok Dışsallık Wald Testi uygulanmış olup analiz sonucu bir tablo ile açıklanmıştır. VAR analinde tüm değişkenlerin içsel kabul edilmesinden dolayı tüm değişkenler için test uygulanmış ve sonuçları aşağıda yer alan Tablo 3-23’ de sunulmuştur. Değişkenler arasında ilişkilerin ortaya konması hedeflenmiştir.

Tablo 3.23: VAR Granger Nedensellik / Block Dışsallık Wald Testi

Bağımlı Değişken: GSYİH			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
İşsizlik	2.412928	2	0.2993
Enflasyon	11.48209	2	0.0032
DYY/GSYİH	0.731745	2	0.6936
CariDenge/GSYİH	10.15982	2	0.0062
All	21.99989	8	0.0049
Bağımlı Değişken: İşsizlik			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
GSYİH	6.055774	2	0.0484
Enflasyon	0.120831	2	0.9414
DYY/GSYİH	0.906354	2	0.6356
CariDenge/ GSYİH	0.663286	2	0.7177
All	8.104555	8	0.4233
Bağımlı Değişken: Enflasyon			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
GSYİH	0.137670	2	0.9335
İşsizlik	0.140742	2	0.9320
DYY/GSYİH	1.377017	2	0.5023
CariDenge/GSYİH	0.643557	2	0.7249
All	2.000611	8	0.9810
Bağımlı Değişken: DYY/GSYİH			

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
GSYIH	4.105557	2	0.1284
İşsizlik	14.65812	2	0.0007
Enflasyon	3.426008	2	0.1803
CariDenge/GSYIH	1.225429	2	0.5419
All	22.36369	8	0.0043

Bağımlı Değişken: CariDenge/GSYIH

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
GSYIH	15.67226	2	0.0004
İşsizlik	5.571181	2	0.0617
Enflasyon	1.886487	2	0.3894
DYY/GSYIH	1.629029	2	0.4429
All	17.82807	8	0.0226

Modelin bir bütün olarak anlamlı olabilmesi için, model Prob. değerinin %5'ten küçük olması gerekmektedir.

GSYİH değişkeninin bağımlı değişken olduğu modelin prob. değerinin 0,0049 olduğu görülmektedir. Modelin Prob. değeri $0,0049 < 0,05$ olduğundan dolayı model istatistiksel olarak anlamlıdır.

İşsizliğin bağımlı değişken olduğu model Prob. değeri 0,4233'tür. Modelin Prob değeri $0,4233 > 0,05$ olduğundan, model istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Enflasyonun bağımlı değişken olduğu modelin Prob. değeri 0,9810'dur. Modelin Prob değeri $0,9810 > 0,05$ olduğu için model istatistiksel olarak anlamlı değildir.

DYY/GSYIH değişkeninin bağımlı değişkeni olduğu modelin prob. Değeri 0,0043' tür. Model Prob. değeri $0,0043 < 0,05$ olarak ölçümlendiğinden model istatistiksel olarak anlamlıdır.

CariDenge/GSYIH değişkeninin bağımlı değişken olarak yer aldığı modelin prob. Değeri 0,0226' dır. Model Prob. değeri $0,0226 < 0,05$ olarak ölçümlendiği için model istatistiksel olarak anlamlıdır.

Aşağıda yer alan Tablo 3-24 ‘de istatistiksel olarak anlamlı modellere ilişkin nedensellik ilişkileri sunulmuştur.

Tablo 3.24: Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerinde Granger Nedensellik Analiz Sonuçları / Blok Dışsallık Wald Testi

Nedenselliğin Yönü	F İstatistiği	Olasılık Değeri	Yorum
Enflasyon → GSYİH	2	0,0032	Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin enflasyon oranlarının, ekonomik büyüme oranlarının belirlenmesinde etkili olduğu görülmektedir.
Cari İşlemler → GSYİH Dengesi	2	0,0062	Gelişmekte olan cari işlemler dengesi verilerinin, ülkelerin büyüme oranlarının belirlenmesi üzerinde etkili olduğu görülmektedir.
İşsizlik → DYY/GSYİH	2	0,0007	Gelişmekte olan ülkelerin işsizlik oranlarının gecikmeli değerlerinin, ilgili ülkelerin doğrudan yabancı yatırım düzeyleri üzerinde etkili olduğu görülmektedir.
GSYİH → Cari İşlemler Dengesi	2	0,0004	Gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranlarının gecikmeli değerlerinin, cari işlemler dengesi üzerinde etkili olduğu görülmektedir.

*Tablodaki değerler, yalnızca istatistiksel olarak anlamlı bulunan nedensellik sonuçlarına ilişkindir.

3.11. Gelişmiş Ülke Ekonomilerinde VAR Granger Nedensellik / Blok Dışsallık Wald Testi

Gelişmiş ülke ekonomilerinin dahil edilmiş olduğu model üzerinde VAR Granger Nedensellik/Block Dışsallık Wald Testi uygulanmıştır ve analiz sonuçları tablo ile açıklanmıştır. Bu analiz ile değişkenler arasındaki ilişkinin ortaya konması hedeflenmiştir.

Tablo 3.25: VAR Granger Nedensellik / Block Dışsallık Wald Testi

Dependent variable: GSYİH

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
İşsizlik	17.93886	2	0.0001
Enflasyon	68.36319	2	0.0000
DYY/GSYIH	0.371126	2	0.8306
CariDenge/GSYIH	2.453711	2	0.2932
All	97.84512	8	0.0000

Dependent variable: İşsizlik

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
GSYIH	35.17604	2	0.0000
Enflasyon	20.58172	2	0.0000
DYY/GSYIH	0.322050	2	0.8513
CariDenge/GSYIH	1.520998	2	0.4674
All	73.28198	8	0.0000

Dependent variable: Enflasyon

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
GSYIH	8.685372	2	0.0130
İşsizlik	6.792258	2	0.0335
DYY/GSYIH	0.723597	2	0.6964
CariDenge/GSYIH	1.859301	2	0.3947
All	20.80957	8	0.0077

Dependent variable: DYY/GSYIH

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
GSYIH	1.037909	2	0.5951
İşsizlik	3.322696	2	0.1899
Enflasyon	0.105895	2	0.9484
CariDenge/GSYIH	0.076248	2	0.9626
All	5.799799	8	0.6696

Dependent variable: CariDenge/GSYIH

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
GSYIH	10.54859	2	0.0051
İşsizlik	7.138517	2	0.0282
Enflasyon	1.532387	2	0.4648
DYY/GSYIH	0.473325	2	0.7893
All	19.91598	8	0.0107

Bağımlı değişkenin “GSYİH” olduğu modelin prob. değeri 0,000’dır. Modelin Prob. değeri $0,0000 < 0,05$ olması dolayısıyla model istatistiksel olarak anlamlıdır.

Bağımlı değişkenin “İşsizlik” olduğu modelin Prob. değerinin 0,000 olduğu görülmektedir. Modelin Prob değeri $0,0000 < 0,05$ olarak ölçümlendiğinden model istatistiksel olarak anlamlıdır.

Bağımlı değişkenin “Enflasyon” olduğu modelin Prob. değeri 0,0077’dir. Modelin Prob değeri $0,0077 < 0,05$ olarak ölçümlendiğinden model istatistiksel olarak anlamlıdır.

Bağımlı değişkenin “DYY/GSYİH” olduğu modelin prob. değeri 0,6696’dır. Modelin ölçümlenen Prob. değeri $0,6696 > 0,05$ olduğundan model istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Bağımlı değişkenin “CariDenge/GSYİH” olduğu modelin prob. değeri 0,0107’dir. Model Prob. değeri $0,0107 < 0,05$ olarak ölçümlendiğinden model istatistiksel olarak anlamlıdır.

Aşağıda sunulan Tablo 3-26 ‘da istatistiksel olarak anlamlı olan ilişkin nedensellik ilişkileri ve yorumlamaları sunulmuştur.

Tablo 3.26: Gelişmiş Ülke Ekonomilerinde Granger Nedensellik Analiz Sonuçları / Blok Dışsalık Wald Testi

Nedenselliğin Yönü	F İstatistiği	Olasılık Değeri	Yorum
İşsizlik → GSYİH	2	0.0001	Gelişmiş ülke ekonomilerinde işsizlik ve enflasyon oranlarının; ilgili ülkelerin ekonomik büyüme oranlarının belirlenmesi üzerinde etkili olduğu gözlemlenmektedir.
Enflasyon → GSYİH	2	0.0000	
Enflasyon → İşsizlik	2	0.0000	Gelişmiş ülke ekonomilerinde enflasyon oranları ile ekonomik büyüme oranlarının; ilgili ülkelerin işsizlik oranları üzerinde istatistiksel olarak etkisi olduğu görülmektedir.
GSYİH → İşsizlik	2	0.0000	
GSYİH → Enflasyon	2	0.0130	Gelişmiş ülke ekonomilerinde ekonomik büyüme oranları ile

İşsizlik → Enflasyon	2	0.0335	İşsizlik oranlarının; ilgili gelişmiş ülke ekonomilerinin enflasyon oranlarının belirlenmesi üzerinde etki olduğu görülmektedir.
GSYİH → CariDenge/GSYİH	2	0.0051	Gelişmiş ülke ekonomilerinde işsizlik oranları ile ekonomik büyüme oranlarının; ilgili gelişmiş ülke ekonomilerinin cari işlemler dengesi verilerinin belirlenmesinde etki olduğu gözlemlenmektedir.
İşsizlik → CariDenge/GSYİH	2	0.0282	

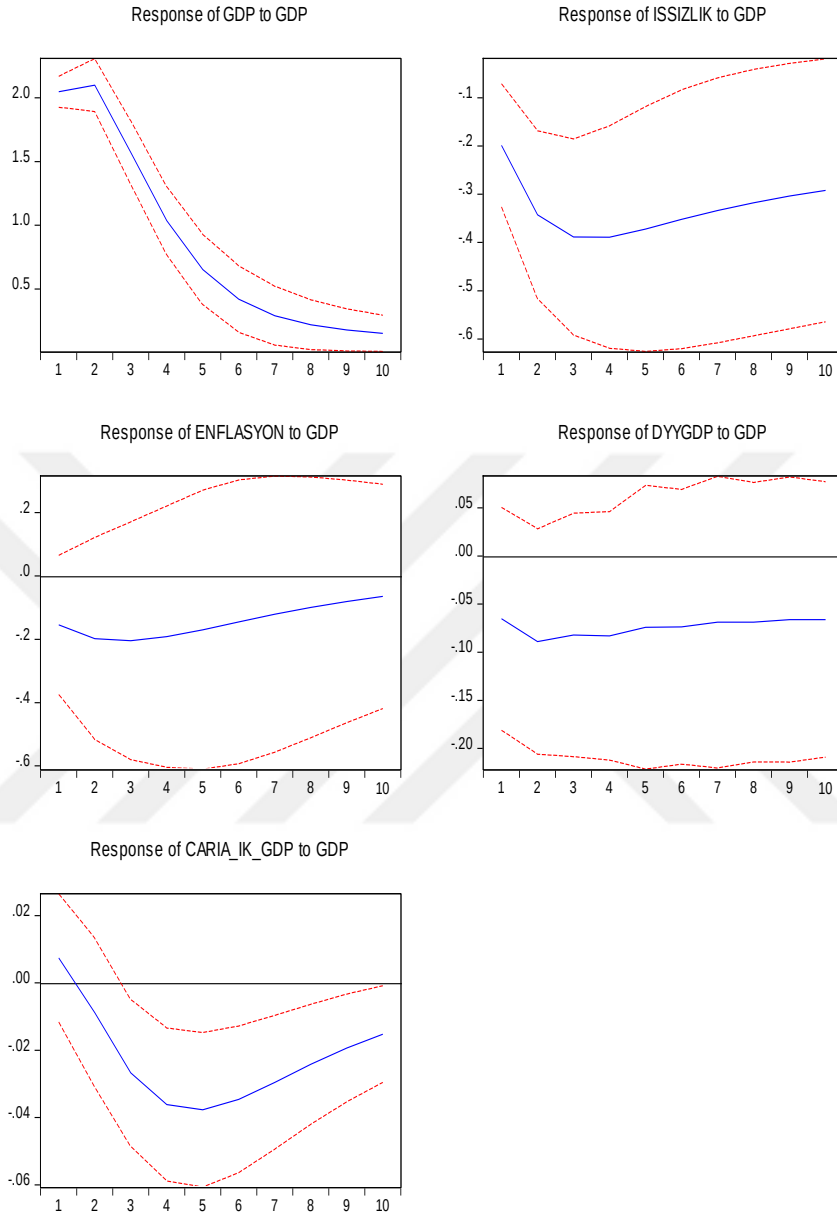
*Tablodaki değerler, yalnızca istatistiksel olarak anlamlı bulunan nedensellik sonuçlarına ilişkindir.

Hem gelişmiş hem gelişmekte olan ülke ekonomileri için ayrı ayrı olmak üzere değişkenler arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler belirlenmiştir. Bu aşamadan sonra gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri için ayrı ayrı olmak üzere değişkenler arasındaki dinamik ilişkiler etki-tepki fonksiyonları aracılığıyla incelenecektir.

3.12. Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerinde Etki-Tepki Analizi Sonuçları ve Yorumlanması

GSYİH değişkeni, ülke ekonomilerinin çeyrek dönemlerde ölçümlenen büyüme oranlarını ve yaşanan 2008 global krizinin etkilerinin ölçümlendiği bağımlı değişkeni temsil etmektedir. Araştırma tezinin bu aşamasında ilk önce gelişmekte olan ülke ekonomilerinin hemen sonrasında gelişmiş ülke ekonomilerinin makroekonomik faktörlerinin krize verdiği tepkiler ele alınacak ve yorumlanacaktır. Burada hedeflenen krizin yaşanmasından sonra gelişmiş ve gelişmekte olan ülke gruplarının, makroekonomik faktörlerinin krize verdiği tepkilerin mukayeseli olarak gözlemlenebilmesidir. Hangi ülke grubunun hangi makroekonomik faktöre göre daha fazla etkilendiği, zaman içinde bu etkinin ne yönde ve nasıl değiştiği araştırılacaktır.

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.



Şekil 3.7: Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerinin GSYİH Değişkenine Verilen Bir Standart Hatalık Şoka (2008 Krizine), Diğer Değişkenlerin Tepkileri

Tablo 3.27: Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerinde GSYİH Değişkenine Verilen Bir Standart Hatalık Şoka (2008 Krizine), Diğer Değişken Tepkilerinin Tablo Değeri

Period	GSYİH	İşsizlik	Enflasyon	DYY/GSYİ H	CARIAÇIK/ GSYİH
1	2.047813 (0.06060)	-0.198569 (0.06383)	-0.154630 (0.10988)	-0.065300 (0.05790)	0.007401 (0.00950)
2	2.099766 (0.10368)	-0.342651 (0.08696)	-0.197614 (0.15947)	-0.088957 (0.05853)	-0.008850 (0.01104)
3	1.571727 (0.12509)	-0.388728 (0.10165)	-0.204683 (0.18768)	-0.082174 (0.06322)	-0.026767 (0.01089)
4	1.035534 (0.13381)	-0.388818 (0.11531)	-0.191689 (0.20647)	-0.082954 (0.06455)	-0.036127 (0.01136)
5	0.652420 (0.13759)	-0.372290 (0.12695)	-0.169886 (0.22044)	-0.074211 (0.07373)	-0.037690 (0.01147)
6	0.419270 (0.13064)	-0.352030 (0.13414)	-0.144780 (0.22406)	-0.073616 (0.07139)	-0.034592 (0.01088)
7	0.289178 (0.11532)	-0.333535 (0.13739)	-0.120793 (0.21788)	-0.068786 (0.07581)	-0.029538 (0.00992)
8	0.218238 (0.09798)	-0.317508 (0.13815)	-0.099059 (0.20590)	-0.068770 (0.07258)	-0.024190 (0.00891)
9	0.177223 (0.08287)	-0.303865 (0.13757)	-0.080465 (0.19160)	-0.066122 (0.07412)	-0.019333 (0.00799)
10	0.150049 (0.07110)	-0.291747 (0.13631)	-0.064570 (0.17709)	-0.066010 (0.07149)	-0.015224 (0.00717)

2008 krizine gelişmekte olan ülkelerin hangi makroekonomik faktörün hangi yönde ve ne şiddette tepki gösterdiği ve bu tepkinin kaybolma zamanı etki-tepki analiz tablosunda yer almakta olup bu değerler yorumlanacaktır. Ardından aynı araştırma gelişmiş ülke ekonomileri için yapılacaktır. Dolayısıyla 2008 krizinin gerçekleşmesinden sonra, genel kabul görmüş OECD verilerine göre sınıflandırılmış olan seçili gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik faktörüne göre mukayeseli olarak etkilenme düzeyleri ortaya konmuş olunacaktır.

Gelişmekte olan ülkelerin işsizlik oranlarının 2008 krizinin gerçekleşmesinden sonra verdiği tepki etki-tepki garfik ve tablo değerlerine bakılarak yorumlanacaktır. İşsizlik düzeyinin gsyih'den kaynaklı olarak doğan bir standart hatalık şoka 1. dönem verdiği tepki -0.198569 olarak ölçümlenmiştir. 10 dönemin tamamında işsizlik oranının 2008 krizine verdiği tepkinin yönünün negatif olduğu görülmektedir. İşsizlik

oranlarının 2008 krizine verdiği tepkinin şiddetinin 4. döneme kadar artış gösterdiği, en güçlü tepkinin 4. dönemde oluştuğu, takip eden dönemlerde ise tepkinin şiddetinin azalarak devam ettiği görölmektedir. İşsizlik oranının 2. dönem -0.342651, 3. dönem -0.388728, 4. dönem -0.388818, 5. dönem -0.372290, 6. dönem -0.352030, 7. dönem -0.333535, 8. dönem -0.317508, 9. dönem -0.303865 ve 10. dönem -0.291747 şiddetinde tepki verdiği görölmektedir.

Yukarıda yer alan Etki-Tepki Tablo değerleri incelendiğinde, gelişmekte olan ÷lke ekonomilerinin enflasyon oranlarının, GSYİH kaynaklı bir standart hatalık şoka verdiği tepki değerleri incelenecektir. Gelişmekte olan ÷lkelerin enflasyon oranlarının krize verdiği tepkinin tüm dönemlerde (-) yönlü olarak oluştuğu gözlemlenmektedir. Gelişmekte olan ÷lke ekonomilerinin enflasyon oranlarının, krize verdiği tepkinin şiddetinin 3. döneme kadar artış göstererek 3. dönemde en güçlü tepkinin gerçekteştiği, takip eden dönemlerde tepkinin şiddetinin aynı yönde azalarak sürdüğu görölmektedir. Gelişmiş ÷lkelerin enflasyon oranlarının krize verdiği tepki 1. dönem -0.154630, 2. dönem -0.197614, 3. dönem -0.204683, 4. dönem -0.191689, 5. dönem -0.169886, 6. dönem -0.144780, 7. dönem -0.120793, 8. dönem -0.099059, 9. dönem -0.080465 ve 10. dönem -0.064570 şiddetinde oluştuğu gözlemlenmektedir.

Gerçekteştirilen Etki-Tepki Analizi bulgularına göre gelişmekte olan ÷lke ekonomilerinin (DYY/GSYİH) doğrudan yabancı yatırım değişkeninin, GSYİH kaynaklı bir standart hatalık şoka tüm dönemlerde (-) yönlü tepki verdiği görölmektedir. Tepkinin şiddetinin ilk 4 dönem artış gösterdiği, izleyen dönemlerde ise tepkinin şiddetinin azalan trendde sürdüğu görölmektedir. Doğrudan yabancı yatırım düzeylerinin krize verdiği tepki 1. dönem -0.065300, 2. dönem -0.088957, 3. dönem -0.082174, 4. dönem -0.082954, 5. dönem -0.074211, 6. dönem -0.073616, 7. dönem -0.068786, 8. dönem -0.068770, 9. dönem -0.066122 ve 10. dönem -0.066010 olarak ölçömlenmiştir.

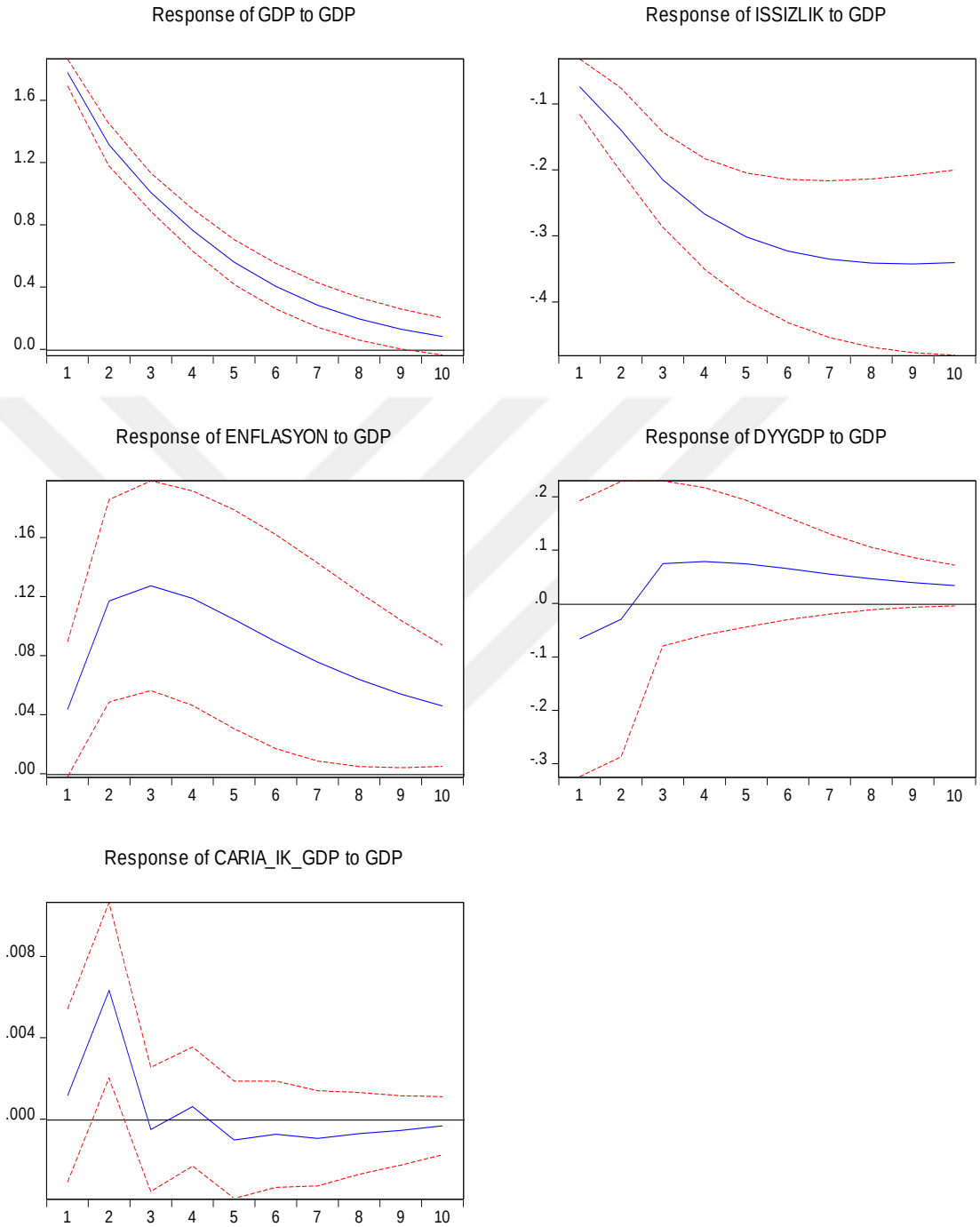
Gelişmekte olan ÷lkerde cari işlemler dengesi makroekonomik faktörünün krize verdiği tepkinin 1. dönem (+) yönlü diğer tüm dönemlerde ise (-) yönlü oluştuğu görölmektedir. Cari işlemler dengesi değişkeni GSYİH kaynaklı bir standart hatalık şoka 1. dönem 0.007401, 2. -0.008850, 3. dönem -0.026767, 4. dönem -0.036127, 5.

dönem -0.037690, 6. dönem -0.034592, 7. dönem -0.029538, 8. dönem -0.024190, 9. dönem -0.019333 ve 10. dönem ise -0.015224 olduğu görülmektedir. Cari işlemler dengesi değişkeninin 2008 krizine verdiği tepkinin şiddetinin 6. döneme kadar artış gösterdiği, takip eden dönemlerde ise tepkinin şiddetinin azalarak sürdüğü görülmektedir.

3.13. Gelişmiş Ülke Ekonomilerinde Etki-Tepki Analizi Sonuçları ve Yorumlanması

Daha önce gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelin bir arada yer aldığı bir model kurulmuş ve etki-tepki analizi yapılmıştır. Böylelikle 2008 krizinin tüm ülkeler üzerindeki etkisinin ölçülmesi hedeflenmiştir. Daha sonra etki tepki analizi yalnızca gelişmekte olan ülkelerin yer aldığı VAR modeli üzerinde uygulanmış ve böylelikle gelişmekte olan ülkelerin makro faktörlerinin krize verdiği tepki ölçümlenmiştir. Araştırmanın bu kısmında ise, yalnızca gelişmiş ülkelerin yer aldığı VAR modelinde, 2008 krizinin etkilerinin ölçülmesi hedeflenmiştir.

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.



Şekil 3.8: Gelişmiş Ülke Ekonomilerinin GSYİH Değişkenine Verilen Bir Standart Hatalık Şoka (2008 Krizine), Diğer Değişkenlerin Tepkileri

Tablo 3.28: Gelişmiş Ülke Ekonomilerinde GSYİH Değişkenine Verilen Bir Standart Hatalık Şoka, Diğer Değişken Tepkilerinin Tablo Değeri

Period	GSYİH	işsizlik	Enflasyon	DYY/ GSYİH	CARİAÇIK/ GSYİH
1	1.778470 (0.04283)	-0.074013 (0.02082)	0.043639 (0.02283)	-0.066215 (0.12924)	0.001160 (0.00213)
2	1.312853 (0.06817)	-0.139972 (0.03168)	0.117099 (0.03425)	-0.029391 (0.12899)	0.006331 (0.00215)
3	1.008106 (0.06111)	-0.215276 (0.03598)	0.127286 (0.03549)	0.074895 (0.07726)	-0.000505 (0.00152)
4	0.765258 (0.06733)	-0.267016 (0.04195)	0.118872 (0.03630)	0.078866 (0.06900)	0.000615 (0.00146)
5	0.560116 (0.07200)	-0.301534 (0.04837)	0.104531 (0.03706)	0.074524 (0.05928)	-0.001020 (0.00144)
6	0.404716 (0.07315)	-0.323026 (0.05429)	0.089466 (0.03623)	0.065324 (0.04787)	-0.000746 (0.00130)
7	0.284547 (0.07151)	-0.335392 (0.05941)	0.075712 (0.03353)	0.055185 (0.03754)	-0.000949 (0.00117)
8	0.195715 (0.06836)	-0.341185 (0.06371)	0.063899 (0.02952)	0.046657 (0.02934)	-0.000705 (0.00100)
9	0.129912 (0.06437)	-0.342422 (0.06725)	0.054055 (0.02496)	0.039420 (0.02328)	-0.000555 (0.00085)
10	0.082334 (0.05986)	-0.340502 (0.07012)	0.045990 (0.02051)	0.033746 (0.01910)	-0.000325 (0.00072)

Gelişmiş ülke ekonomilerinin 2008 krizine hangi makro faktörün ne şiddette, hangi yönde tepki verdiği, bu tepkilerin zaman içinde değişip değişmediği ve zaman içinde şiddetinde değişme olup olmadığı etki-tepki analizi grafik ve tablo değerlerine bakılarak yorumlanacaktır.

İşsizlik oranına göre gelişmiş ülkelerin dönemler itibari ile 2008 krizine vermiş olduğu tepkiler grafik ve tablo değerleri baz alınarak yorumlanacaktır. İşsizlik oranının gsyih kaynaklı 1 standart hatalık şoka tüm dönemlerde (-) yönlü tepki geliştirdiği, birinci ve ikinci dönemlerde diğer dönemlere nazaran zayıf şiddette tepki verdiği, takip eden dönemlerde ise tepkinin şiddetinin artan trendde devam ettiği görülmektedir. Tepkinin şiddeti 1. dönemde -0.074013, 2. dönemde -0.139972 olarak gerçekleşmiştir. Daha sonraki dönemlerde şoka verilen tepkinin şiddetinin aynı yönde artış göstererek 3. dönemde -0.215276, 4. dönemde -0.267016, 5. dönemde -0.301534,

6. dönemde -0.323026, 7. dönemde -0.335392, 8. dönemde -0.341185, 9. dönemde -0.342422 ve 10. dönemde -0.340502 olarak gerçekleştiği görülmektedir.

Gelişmiş ülkelerin GSYİH'dan kaynaklı bir şoka enflasyon oranının verdiği tepkinin yönünün tüm dönemlerde (+) yönlü olduğu gözlemlenmektedir. Gelişmiş ekonomilerin enflasyon oranlarının krize verdikleri tepkinin şiddetinin tüm dönemler içinde en güçlü olduğu dönemin 3. dönem olduğu gözlemlenmektedir. 3. dönemden sonra tepkinin şiddetinin azalan trendde sürdüğü görülmektedir. Enflasyon oranları 1. dönem 0.043639, 2. dönem 0.117099, 3. dönem 0.127286, 4. dönem 0.118872, 5. dönem 0.104531, 6. dönem 0.089466, 7. dönem 0.075712, 8. dönem 0.063899, 9. dönem 0.054055 ve 10. dönem 0.045990 şiddetinde tepki geliştirdiği gözlemlenmektedir. 1. dönemde tepkinin şiddeti 0.043639 ike 2. dönem gerçekleşen tepki 0.117099 olarak ölçümlenmiştir. Dolayısıyla ikinci dönem verilen tepki birinci döneme nazaran %

Etki-Tepki Analiz neticelerine göre gelişmiş ülkelerin (DYY) doğrudan yabancı yatırım düzeyinin, gsyih'den kaynaklanan bir standart hatalık şoka ilk iki dönem (-) yönlü tepki verdiği, izleyen tüm dönemlerde tepkinin yönünü (+) olarak gerçekleştiği görülmektedir. En güçlü tepkinin 3., 4. ve 5. dönemlerde gerçekleştiği, izleyen dönemlerde ise tepkinin şiddetinin azalarak devam ettiği görülmektedir. Gelişmiş ülkelerde doğrudan yabancı yatırım düzeyinin gsyih'de oluşan bir standart hatalık şoka 1. dönem -0.066215, 2. dönem -0.029391, 3. dönem 0.074895, 4. dönem 0.078866, 5. dönem 0.074524, 6. dönem 0.065324, 7. dönem 0.055185, 8. dönem 0.046657, 9. dönem 0.039420, 10. dönem ise 0.033746 düzeyinde tepki vermiştir. Doğrudan yatırım düzeyi gelişmiş ülkelerde 2. dönemde, 1. döneme kıyasla -0,556127766 oranında azalmıştır.

Cari işlemler dengesi değişkeninin gelişmiş ülkeler için gsyih kaynaklı 1 standart hatalık şoka ne yönde ve ne şiddette tepki verdiği dönemler itibari ile grafik ve tablo değerlerine göre yorumlanacaktır. Cari işlemler dengesinin krize verdiği tepki gelişmiş ülkelerde 1. ve 2. dönemlerde (+) yönlü, diğer tüm dönemlerde ise (-) yönlü olarak gerçekleşmiş olduğu görülmektedir. Gelişmiş ekonomilerde cari işlemler dengesi değişkeninin, krize verdiği tepki 1. dönem 0.0011602, 2. dönem 0.006331, 3.

dönem -0.000505, 4. dönem 0.000615, 5. dönem -0.001020, 6. dönem -0.000746, 7. dönem -0.000949, 8. dönem -0.000705, 9. dönem -0.000555 ve 10. dönem -0.000325 olarak gerçekleşmiş olduğu görülmektedir. Tüm dönemler içinde en güçlü 2. dönem (+) yönlü, en zayıf tepkinin ise 10. dönem olduğu görülmektedir.



SONUÇ

2008 Finansal Krizi dünya tarihinde yaşanmış son ve tüm dünya ülkeri için ağır sonuçları olan bir krizdir. Yaşanmış eski nesil finansal krizlerden az gelişmiş, gelişmekte olan ülke kategorisinde olan ülkelerin daha çok etkilendiği bilinmektedir. Yaşanan yeni nesil 2008 finansal krizinden ise gelişmiş ülke ekonomilerinin, gelişmekte olan ülke ekonomilerine kıyasla bazı makroekonomik faktörlerine göre daha fazla etkilenmiş olabileceğinin araştırılması; çalışmanın hipotezini oluşturmaktadır. VAR Analizi kullanılarak, OECD verilerine göre sınıflandırılmış seçili gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri için ayrı ayrı iki grup halinde 2008-2019 zaman aralığında makroekonomik faktörleri bazında 2008 krizinden etkilenme düzeylerinin araştırılıp karşılaştırılarak finans yazınına katkı sunulması hedeflenmiştir. Covid-19 pandemisi 2020 yılında baş göstererek bütün dünyayı etkisi altına almış olup 2021 yılında hala devam etmektedir. İçinde bulunduğumuz pandemi süreci ülke ekonomileri üzerinde ağır tahribatlara neden olmaktadır. Araştırma tezine 2020-2021 yıllarına ait verilerinin dahil edilmemesinin nedeni içinde bulunduğumuz Covid-19 pandemisi sürecidir. 2020-2021 yıllarında 2008 küresel krizin etkilerinden daha ziyade Covid-19 pandemi sürecinin ekonomik etkileri daha ağırlık kazandığından, 2020-2021 yıllarına ait makroekonomik veriler araştırmaya dahil edilmemiştir.

VAR analizi ile elde edilen sonuçlara göre, 2008 krizinden gelişmiş ve gelişmekte olan ülkerin makroekonomik faktörlerine, hangi ülke grubunun daha çok etkilendiğine dair araştırma bulguları tablolar halinde mukayeseli olarak sunulmaktadır.

Tablo: Genel Sonuç Tablosu

	Gelişmiş Ülkeler	Gelişmekte Olan Ülkeler
İşsizlik Değişkeninen Verilen Tepki (bknz Tablo Sonuç: 1)	Krizin başlarında, gelişmekte olan ülkeler güçlü şekilde daha fazla etkilenmiş olmalarına rağmen, 7. dönemde tepkiler eşitlenmiş olup, izleyen dönemlerde gelişmiş ülkelerin daha fazla etkilendiği görülmektedir. Krizin gelişmiş ülkelere işsizlik faktörü üzerindeki etkisinin zaman içinde arttığı görülmektedir.	Krizin ilk başlarında (1., 2., 3., 4., 5. ve 6. dönemlerde) gelişmekte olan ülkelerin güçlü şekilde gelişmiş ülkelere nazaran daha fazla etkilendiği, tepkilerin giderek yaklaşarak 7. dönemde eşitlendiği, takip eden (8., 9. ve 10.) dönemlerde ise gelişmekte olan ülkelerin, gelişmiş ülkelere nazaran daha az etkilendiği görülmektedir.
Enflasyon Değişkeninen Verilen Tepki (bknz Tablo Sonuç: 2)	Gelişmiş ülkelerin enflasyon oranlarının tüm dönemlerde (+) yönlü tepki verdiği ve tüm dönemlerde gelişmekte olan ülkelere daha az etkilendiği görülmektedir. Krizin, gelişmiş ülkelerin enflasyon oranları üzerindeki etkisinin zamanla zayıfladığı görülmektedir.	Gelişmekte olan ülkelerin enflasyon oranlarının tüm dönemlerde (-) yönlü tepki verdiği ve tüm dönemlerde gelişmiş ülkelere daha güçlü şiddette tepki geliştirdiği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin enflasyon oranlarının ilk dönemlerde daha güçlü tepki verdiği, takip eden dönemlerde tepkinin şiddetinin giderek azaldığı görülmektedir.
DYY Değişkenine Verilen Tepki (bknz Tablo Sonuç:3)	Gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkelere yakın düzeylerde tepki vermiş olduğu ifade edilebilir. İlk 2 dönem (-) diğer tüm dönemlerde (+) yönlü tepkinin olduğu görülmektedir. Krizin yaşanmasının ardından 2. dönemden sonra gelişmiş ekonomilerin yabancı sermayeyi çekme noktasında zorlandığı görülmektedir.	Doğrudan yabancı yatırım düzeylerine göre gelişmekte olan ülkelerin 1. ve 5. dönem hariç diğer tüm dönemlerde daha güçlü tepki verdiği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin tüm dönemlerde (-) yönlü tepki verdiği, yani krizin yaşanması ile gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere sermayenin kaydığı görülmektedir.
Cari İşlemler Dengesi Değişkeninin	Tüm dönemlerde gelişmiş ülkelerin tepkisi, gelişmekte olan ülkelere kıyasla oldukça zayıf olduğu görülmektedir.	Gelişmekte olan ülkelerin cari işlemler dengesi bakımından her dönemde gelişmekte olan ülkelere nazaran güçlü şekilde

Krize Verdiği Tepki (bkz Tablo Sonuç:4)	En güçlü tepkinin 2. dönemde gerçekleştiği bu tepkinin şiddetinin dahi gelişmekte olan ülkelere göre oldukça zayıf kaldığı, ilerleyen dönemlerde ise tepkinin şiddetinin zayıfladığı görülmektedir. Gelişmiş ülkelerin krize verdiği tepkilerin şiddeti açısından, diğer makroekonomik faktörler ile kıyaslandığında, en zayıf tepkiyi veren değişkenin cari işlemler dengesi değişkeni olduğu ifade edilebilir.	daha fazla etkilendiği görülmektedir. En güçlü tepki artışı 2. dönemde gerçekleşirken, tepkinin şiddetindeki artışı 5. döneme kadar sürdüğü, 6. dönem itibari ile tepkinin şiddetinin azalarak devam ettiği görülmektedir.
--	--	--

Az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerin eski nesil krizlerden daha fazla etkilenebilir olmasına rağmen yeni nesil kriz olan 2008 Mortgage krizinden gelişmiş ülkelerin daha güçlü etkilenebilir olabileceği bu çalışmanın hipotezidir. Araştırma bulguları yukarıda yer alan tabloda, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için her makroekonomik faktöre göre ayrı ayrı kıyaslanmış ve sunulmuştur.

İşsizlik makroekonomik faktörüne göre kıyasalama yapılacak olduğunda krizin başlarında gelişmekte olan ülke ekonomilerinin güçlü şekilde daha fazla etkilendiği ilerleyen zaman diliminde ise gelişmiş ülke ekonomilerinin daha fazla etkilendiği saptanmıştır.

Enflasyon faktörüne göre mukayese yapıldığında ise gelişmekte olan ülkelerin tüm dönemlerde (-) yönlü tepki geliştirdiği ve bütün dönemlerde de gelişmiş ülkelere göre daha güçlü şekilde etkilenebilir olduğu saptanmıştır. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin enflasyon oranlarının krize verdiği tepkinin ilk dönemlerde daha güçlü iken ilerleyen zaman içinde tepki şiddetinin giderek zayıfladığı görülmektedir.

Doğrudan yabancı yatırım/GSYİH makroekonomik faktörüne göre karşılaştırma yapıldığında, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin birinci ve beşinci dönemler haricindeki bütün dönemlerde daha güçlü tepki verdiği saptanmıştır. 2008 krizin yaşanmasıyla beraber gelişmiş ülkelere doğru

sermayenin kaydığı görülmektedir. Krizin yaşanmasının ardından ikinci dönemden sonra gelişmiş ülkelerin yabancı sermayeyi ülkelerine çekme hususunda zorlandığı gözlemlenmiştir.

Cari işlemler dengesi/GSYIH makroekonomik faktörüne kıyaslama yapıldığında gelişmekte olan  lkerin bütün dönemde gelişmekte olan ülkelere kıyasla güçlü şekilde daha fazla etkilenmiş olduğu görülmektedir.

2008 krizinin etkileri bu tezde ele alınmış ve araştırılmıştır. Dünyayı etkisi altına almış olan Covid-19 pandemisinin tüm dünyada ülke ekonomileri üzerinde oldukça eğır etkilerinin olacağı öngörülmektedir. İlerleyen zaman diliminde 2008 krizinin etkileri ile Covi-19 pandemisinin ülke ekonomileri üzerindeki etkileri mukayese edilebilir.

KAYNAKÇA

- AGENOR, P. R., BHANDARİ, J.S., FLOOD, R. P.: 1992 “Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crises”, **IMF Staff Papers**, 39/2, 368-369.
- ADRIAN, T., SHIN, H.S.: 2009 “The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation”, **Federal Reserve Bank of New York Staff Report**, No.382, s.11.
- AGENOR, P. R., MCDERMOTT, C.J., ÜÇER, M.: 1997 “Fiscal Imbalances, Capital Inflows, and The Real Exchange Rate: The Case of Turkey”, **European Economic Review**, 41/3, 819-825.
- AGENOR, P. R., MCDERMOTT, C.J., ÜÇER, M.: 1997 “Fiscal Imbalances, Capital Inflows, and The Real Exchange Rate: The Case of Turkey”, **European Economic Review**, 41/3, 819-825.
- AKDIŞ, M.: 1992 “Rasyonel Beklentiler Okulu’nun Enflasyon Yaklaşımı ve Türkiye’deki Faiz Oranları”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, 29:6-7, Haziran/Temmuz, 61-65.
- AKERLOF G.: 1970 “The Markets for Lemons: Quality Uncertainty and The Market Mechanism”, **Quarterly Journal of Economics**, Vol 84, Sayı 12, s.488-496.
- AKGÜÇ, Ö.: 2009 “Kriz Nedeni ve Çıkış Yolları”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, (42), 6-11.
- AKTAN, C. C., 2008 **Yeni İktisat Okulları**, Ankara, Seçkin Yayıncılık.
- ALAM Q., TARIQUZZAMAN A.T.M. ve YUSUF M.: 2010 “Securitization and Subprime Crisis: A critical Analysis of the Role of Credit Rating Agencies”, **Working Paper**, 1/10. February 2010, Monash University Business and Economics.
- ALANTAR, D.: 2008 “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, **Maliye Finans Yazıları**, 81. Ekim.
- APAK, S.; AYTAÇ, A., 2009 **Küresel Krizler Kronolojik Değerlendirme ve Analiz**, İstanbul, Avcıol Basım.

- ASLAN, H.: 2008 **İpotekli Konut Finansman Sisteminde Kriz**, BDDK 8. Kuruluş Yıl Dönümü Konferansı.
- ASLAN E., BORA S.: 2001 “Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi”, **Yeni Türkiye Dergisi**, yıl 7, sayı 41, s. 663.
- ASTERIOU D., HALL S. G., 2007 **Applied Econometrics A Modern Approach Using EViews and Microfit**, Palgrave Macmillan, New York.
- AŞIKOĞLU, R., ÖGEL, S.: 2006 “2001 Krizinin İMKB’de Hisse Senetleri İşlem Gören İmalat İşletmelerinin Finansal Yapısı Üzerindeki Etkileri”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, 8/2, 1–18.
- ATAY, E.: 2016 “2008 Küresel Finansal Krizinin Türkiye Ekonomisine Etkileri”, **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İktisat Anabilim Dalı İktisat Teorisi Bilim Dalı, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- AZİZ J., CARAMAZZA F. ve SALGADO R.: 2000 “Currency Crisis: In Search of Common Elements”, **IMF Working Paper**, wp/00/67.
- BABIĆ, A., ve ANTE, Z.: 2001 “Currency Crises: Theoretical and Empirical Overview of the 1990s”, **Croatian National Bank**, October.
- BARIŞIK S. ve KESİKOĞLU F.: 2015 Türkiye’de Bütçe Açıklarının Temel Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisi (1987-2003 VAR, Etki-Tepki Analizi, Varyans Ayrıştırması), **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 61 (4) , 59-82.
- BAŞYİĞİT, M.Z.: 2010 Küresel Finansal Krizinin Türk Bankacılık Sektörüne Etkileri, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli.
- BRACKE T, BUSSIÈRE, M., FIDORA, M., ve STRAUB, R.: 2010 “A Framework for Assessing Global Imbalances”, **World Econ**, 33(9), 1140–1174, doi:10.1111/j.1467-9701.2010.01266.x.
- BREE, D. S., ve JOSEPH, N. L.: 2010 “Fitting The Log Periodic Power Law to Financial Crashes: A Critical Analysis”, arXiv preprint arXiv:1002.1010, 2.

- BORDO, M.,
EICHENGREEN,
B., KLINGEBİEL
D., ve PERIA M.:
2001 "Is the Crisis Problem Growing More Severe?", **Economic Policy**, (32), pp. 53-82.
- BUİTER, W. H.,
CORSETTİ, G. M.
ve PESENTİ, P.A.:
1998 "Interpreting the ERM Crisis: Country Specific and Systemic Issue", **Princeton Studies in International Finance**, No.84.
- BULUŞ, A.;
KABAKLARLI, E.:
2010 "1929 Ekonomik Buhranı ile Son Dönem Global Krizin Karşılaştırılması", **Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, 13/19, 1–23.
- BULUTOĞLU, K.:
2000 **Yöresel ve Küresel Para Krizleri**, İstanbul, Batı Türkeli.
- BURCZAK, T.A.:
2001 "Profit Expectations and Confidence: Some Unresolved Issues Nthe Austrian/Post Keynesian Debate", **Review of Political Economy**, Vol. 13, 59- 80.
- BUSTELO, P.,
GARCÍA, C., ve
OLÍVIE, I.: 1999 Global and Domestic Factors of Financial Crisis in Emerging Economies: Lessons from The East Asian Episodes
- CAPRİO, G.,
KLINGEBİEL, D.:
1996 "Bank Insolvencies: Cross Country Experience", **Policy Research Working Paper**, No.1620, World Bank.
- CENGİZ, V.: 2008 Keynesyen ve Monetarist Görüşte Parasal Aktarım Mekanizması: Bir Karşılaştırma", **Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi**, 22/1, 115–127.
- CHIODO, A.,
OWYANG, M.:
2002 "A Case of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998", **The Federal Reserve Bank of St. Louis**, 84/6, 7–18.
- CHİNN, M.D., 2013 **The Evidence and Impact of Financial Globalization**, Academic Press.

- CİPOLLİNİ, A.,
KAPETANİOS, G.: 2009 "Forecasting Financial Crises and Contagion in Asia Using Dynamic Factor Analysis", **Journal of Empirical Finance**, Elsevier.
- CORSETTİ, G.,
PESENTİ, P., ve
ROUBİNİ, N.: 1998 "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: **Macroeconomic Overview**", National Bureau of Economic Research
- CLAESSENS, S.;
KLINGEBIEL, D.;
LAEVEN, J.: 2001 "Financial Restructuring in Banking and Corporate Sector Crises: What Policies to Pursue?", **NBER Working Paper**, No. 8386.
- COCHRANE, W.W.: 1958 **Farm Prices: Myth and Reality**, Minnesota.
- ÇALIŞKAN, V.: 2003 "Uluslararası Finansal Krizler", **Ekonomik Yaklaşım**, 14/44-46, 226.
- DABROWSKI, M., 2002 "Currency Crises In Emerging Market Economies: Causes, Consequences And Policy Lessons", **Center for Social and Economic Research Case Reports**, Sayı:51, ss.1-58.
- DANIŞOĞLU, ÇELİKEL A.: 2007 "Para Krizleri: Türkiye'de Yaşanmış Krizlerin Değerlendirilmesi", **Sosyal Bilimler Dergisi**, (2), 1-11.
- DALYANCI, H. L.: 2010 Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizlerin Ekonometrik Analizi, **Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Doktora Tezi.
- DELİCE, G.: 2003 "Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif", **Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 20, Ocak- Haziran, ss. 57- 81.
- DEMİRCİ, N.: 2005 **Finansal Krizlerin Anatomisi Modern Kriz Teorileri Işığında Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye**, Sermaye Piyasası, Ankara.
- DEMİRGÜC K., A.;
DETRAGIACH, E.: 1998 "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries", **IMF Staff Papers**.
- DESAİ, P.: 2000 "Why Did the Ruble Collapse in August 1998?", **The American Economic Review**, 90/2, 48-52.

- DEVECİ, T. T. ve DEĞİRMEN, S.: 2013 “İkiz Açık İlişkisi Kriz Öncü Göstergelerini Etkiler mi? 2008 Küresel Kriz Işığında ABD ve Türkiye Analizi”, **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 13(2), 1-14.
- DORUKKAYA, Ş.; HAKAN, Y.: 1999 “Liberalizasyon Politikaları Aşırı Borçlanma Sendromu ve Arkasından Yaşanan Finansal Krizler (Şili ve Meksika Deneyimleri)”, **Yaklaşım Dergisi**, 7/75, 122– 127.
- EĞİLMEZ M., KUMCU E.: 2007 **Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması**, Remzi Kitabevi, İstanbul.
- EIRAS, A.I., SCHAEFER, B.D.: 2001 “Argentina’s Economic Crisis: An 'Absence of Capitalism’”, **Heritage Foundation Backgrounder**, No.1432, 1–15.
- ENGERMAN, S.L.; GALLMAN, R.E.: 2000 **The Cambridge Economic History of the United States**, Cambridge University.
- ERDOĞAN, B.: 2006 “Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri”, **Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş.
- EREN, E.: 2016 “2008 Krizi ve Makro İktisatta Bazı Sorgulamalar: Evrimci Makro İktisada Doğru Mu?”, **Yıldız Social Science Review**, Cilt. 2, Sayı.1, (1-20).
- EREN, A., SÜSLÜ, B.: 2001 “Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi”, **Yeni Türkiye Dergisi**, yıl 7, sayı 41, ss. 662-674.
- ERKEKOĞLU, H., BİLGİLİ, E.: 2005 “Parasal Krizlerin Tahmin Edilmesi: Teori ve Uygulama”, **Erciyes Üniversite İ.İ.B.F. Dergisi**, Sayı: 24, 2005.
- EKEN, M.H. ve SELİMLER H.: 2008 **Banka Muhasebesi**, Der Yayınevi, 2. Baskı. İstanbul.
- ENGİN, M. B.: 2007 “Gelişmiş ve Yükselen Piyasalarada 1990 Sonrası Görülen Finansal Krizler ve Dünya Ekonomisi Üzerindeki Etkileri”, **Sosyal Bilimler Dergisi**, (2), 35-60.
- FABOZZI, F., YUEN, D.: 1998 **Managing MBS Portfolios**, F.J. Fabozzi Associates, Pennsylvania.

- SUMAN, K.B., VALERİANO, F.G.: 1997 **Preventing Banking Sector Distress and Crises in Latin America**, World Bank Publications, Washington.
- GEDİKLİ, A.: 2009 “Finansal Kriz Riskini Azaltabilecek Küresel Mali Araçlara Yönelik Ortak Karar Alma Problemleri ve Olası Çözümler”, **Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Yayınlanmış Doktora Tezi, İstanbul,
- FRIEDMAN, M., SCHWARTZ J.: 1963a “Money and Business Cycles”, **The Review of Economics and Statistics**, Vol. 45, No. 1, Part 2, Supplement s. 32-64
- FURCERİ, D., MOUROUGANE, A.: 2012 “The Effect of Financial Crises on Potential Output: New Empirical Evidence From Oecd Countries” **Journal of Macroeconomics**, 34(3): 822–832.
- GALBRAİTH, J.K.: 2009 **Büyük Kriz 1929**, çev. Elif Nihan Akbaş, Pegasus Yayınları, İstanbul.
- GAYTANCIOĞLU, S.: 2010 “Rasyonel Beklentiler Teorisi Çerçevesinde Türkiye’de 1994 Krizi”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, 2/1, 139–146.
- GENÇTÜRK M., DALĞAR H. ve YILMAZ T.: 2011 “Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman Kararlarına Etkileri: İMKB’de İşlem Gören İşletmeler Üzerinde Bir Araştırma”, **C.Ü. İİBF Dergisi**, 12(1): 187-207.
- GOLDSTEİN, I.: 2005 “Strategic Complementarities and The Twin Crises”, **The Economic Journal**, Volume 115, Issue 503, Pages 368–390.
- GRUBEN, W.C.; KISER, S.L.: 1999 “Brazil: The First Financial Crisis of 1999”, **Southwest Economy**, No.2, pp.13–14.
- GUERRİEN, B.: 1999 **Neo-Klasik İktisat**, İletişim Yayınları, İstanbul.
- GUJARATI, D.: 1999 **Basic Econometrics**, Mc Graw Hill, Literatür Yayıncılık, Third Edition, İstanbul.

- GÜLER, E.: 2012 Geçiş Ekonomileri ve Yeni Kurumsal İktisat'ın Yeniden Yükselişi, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 13(1), 52-68.
- GÜLOĞLU, B., ALTUNOĞLU, E.: 2002 "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri", **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Sayı.27, s.107-134.
- GÜR, H.T., ÖZTÜRK, H.: 2011 "Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler", **Sosyoekonomik Dergisi**, TemmuzAralık, s:69.
- GÜR, T.H., TOSUNER, A.: 2002 "Para ve Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri", **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 20/1, 9-36.
- GRANGER, C.W.J: 1969 Investigating Causal Relations By Econometric Models and Cross-Spectral Methods, **Econometrica**, 37, pp. 424-438.
- GRANGER, C.W.J., NEWBOLD P.: 1974 "Spurious Regressions in Econometrics", **Journal of Econometrics**, 2 (2), pp.111-120.
- GORTON, G., ANDREW M.: 2012 "Securitized Banking and The Run on Repo", **Journal of Financial Economics**, 104 2012, s.425-451.
- HALL, S., HENRYB, S.B.: 2009 "The Timing of Currency Crises: The Case of the ERM", **Quantitative and Qualitative Analysis in Social Sciences**, 3/1, 21-36.
- HATİPLER, M.: 2011 "Türkiye Ekonomisine Etkileriyle Küresel Finansal Kriz", **Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 13(2): 191-214.
- HENDRY, D.: 2004 "Causality and Exogeneity in Non-Stationary Economic Time Series" **Tech. rep., Economics Department**, University of Oxford, United Kingdom.
- HEPAKTAN C. E., ÇINAR S.: 2011 "Mali Krizler ve Son Mali Krizin (2008) Reel Sektöre Etkileri", **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 30: 155-168.
- HEYMANN, D.: 1987 "The Austral Plan", **The American Economic Review**, 77/2, 284-287.

- HODGSON, G.M.: 2009 “Institutional Economics into the Twenty-First Century” **Studi e Note di Economia**, 34(2), 3-26.
- HODGSON, G.M.: 2000 “What is the Essence of Institutional Economics?”, **Journal of Economic Issues**, 14(1), 317-329.
- HORNBECK, J.F.: 2002 “The Argentine Financial Crisis: A Chronology of Events”, **CRS Report for Congress**, RS21130. January 31.
- HOOVER, H.: 1952 **The Memoirs of Herbert Hoover-Great Depression 1929-1941**, The Macmillan Company, New York.
- IMF: 1998 “Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability in Financial Crises: Causes And Indicators”, **World Economic And Financial Surveys World Economic Outlook**.
- IMF: 2002 “Eye of the Storm: New-Style Crises Prompt Rethink About Prevention and Resolution Measures”, **Finance and Development A Quarterly Magazine of The IMF**, Vol:39, No: 4, December
- IRWIN, G., VINES D: 1999 “A Krugman-Dooley-Sachs Third Generation Model of the Asian Financial Crisis” **University of Adelaide**, Adelaide, Australia.
- İktisadi Kalkınma Vakfı: 2007 **Avrupa Birliği İstikrar ve Büyüme Paktı**, İstanbul: İKV Yayınları No:201.
- İNAN, A.E.: 2002 “Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi” **Bankacılar Dergisi**, Sayı.42, s.57-74.
- TÜİK: 2003 **İstatistik Göstergeler 1923-2002**, T.C. Başbakanlık Devlet İstatistik Enstitüsü, Ankara.
- İYİBOZKURT, E.: 1994 **İktisada Giriş**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- JICKLING, M.: 2010 “Causes of the Financial Crisis”, **CRS Report for Congress**, R40173. April 9,2010.

- KAMİNSKY, G. L.,
REINHART, C.:
1999 “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-Of-Payments Problems”, **The American Economic Review**, Vol. 89, No. 3 pp. 473-500.
- KAMİNSKY, G.,
SAUL, L. ve
REINHART, C.M.:
1997 “Leading Indicators of Currency Crises”, **IMF Working Paper**, 1997.
- KANSU, A.: 2010 **Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri: Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**, Scala Yayıncılık, İstanbul.
- KARABULUT, G.:
2002 **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, Kardeşler Matbaası, İstanbul.
- KARACAN, A. İ.:
2000 **Bankacılık ve Kriz**, Creative Yayıncılık, İstanbul.
- KARAÇOR, Z.,
ALPTEKİN, V.:
2006 “Finansal Krizlerin Önceden Tahmin Yoluyla Değerlendirilmesi: Türkiye Örneği” **Yönetim ve Ekonomi Celal Bayar Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt:13 Sayı:2, Manisa.
- KARAŞ, Z.: 2016 “Finansal Krizler Karşısında Merkez Bankalarının Tutumu: Karşılaştırmalı Bir Analiz” **Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Yayımlanmış Doktora Tezi, İktisat Ana Bilim Dalı.
- KAVCIOĞLU, Ş.:
2012 “Kriz Dönemleri Sonrasında Türk Bankacılık Sektöründe Kredi Analizi (2002-2011 Dönemi)”, **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, 3(6): 22-39.
- KAZGAN, G.: 2008 **İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi**, Remzi Kitabevi İstanbul.
- KAZGAN, G.: 2005 **Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001): "Ekonomi Politik" Açısından Bir İrdeleme**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul.
- KESEBİR M.: 2018 “Küresel Finansal Kriz ve Bu Krizin Türkiye’deki Ekonomik Göstergelere Etkisi”, **Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 6(4) 531–538.

- KEYNES J. M.: 1964 **The General Theory of Employment, İnterest and Money**, A Harbinger Book, New York.
- KEYDER, N., İMERERTUNGA, E.: 2012 **Para: Teori-Politika-Uygulama**, Seçkin Yayıncılık, İstanbul.
- KIYILAR, M., AKKAYA, M.: 2016 **Davranışsal Finans**, Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- KİBRİTÇİOĞLU, A.: 2001 "Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001", **Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı**, Sayı: 41, Eylül-Ekim, ss. 174-182.
- Knight, F. H.: 1921 **Risk, Uncertainty And Profit**, Beard Books.
- Kregel, J. A.: 1998a "Yes 'It' Did Happen Again – A Minsky Crisis Happened in Asia", **The Jeromy Levy Economics Institute of Bard Collage**, Working Paper, No. 234.
- KİBRİTÇİOĞLU, A.: 2001 "Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001", **Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı**, Sayı 41, Eylül-Ekim, Ankara.
- KRUGMAN, P.: 1979 "A Model of Balance-of-Payments Crises", **Journal of Money, Credit and Banking**, 11/3, 311–325.
- KRUGMAN, P.: 2001 "Crises: The Next Generation", **Tel Aviv: Razin, Tel Aviv University**, pp. 2–3.
- LABONTE, M.: 2007 "Asset Bubbles: Economic Effects and Policy Options for the Federal Reserve", **CRS Report for Congress**. RL33666, September 25.
- LİNDA A.: 1997 **Capital Markets and Institutions: A Global View**, John Wiley Inc.
- LİNDGREN, C.J vd.: 1999 **Financial Sector Crisis And Restructuring Lessons From Asia**, International Monetary Fund, Washington Dc.

- LOPES, F. L.: 2003 "Notes on the Brazilian Crisis of 1997-99", **Brazilian Journal of Political Economy**, July-September/2003. 23(3):35-62
- MANDEL, E.: 1991 **Kapitalist Gelişmenin Uzun Dalgaları**, Yazın Yayıncılık, İstanbul.
- MARCUSS, R. D. ve KANE R. E.: 2007 "U.S. National Income and Product Statistics. Born of the Great Depression and World War II", **Survey of Current Business**, February 2007. 87(2): 32-46.
- MARSHALL, D.: 1998 "Understanding The Asian crisis: Systemic Risk as Coordination Failure", **Economic Perspectives-Federal Reserve Bank of Chicago**, No.22, 13-28.
- MASSON, P.: 1998 "Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps. Between Multiple Equilibria", **IMF Working Paper**.
- Mishkin, F.S.: 1998 "International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability", **National Bureau of Economic Research Working Paper**, 6390. s.18.
- NOURİEL R., STEPHEN M.: 2011 **Kriz Ekonomisi: Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği**, Çev: Işıl Tezcan, Pegasus Yayınları, İstanbul.
- CULLEY, M.C.: 2007 "Teton Reflection", **Global Central Bank Focus Series**, PIMCO, (August/September).
- EKEN M.H., SELİMLER H.: 2008 **Banka Muhasebesi**, Der Yayınevi, İstanbul.
- MİSHKİN, F.: 1996 "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", **National Bureau of Economic Research**, NBER Working Papers, 5600.
- MISHKIN, F. S.: 1999a "Global Financial Instability: Framework, Events, Issues,", **Journal of Economic Perspective**, Vol 13(4), ss. 3- 20.
- MISHKIN, F. S.: 2001 "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", **NBER Working Paper Series**, 8087, January, Cambridge.

- Mishkin, F. S.: 1994 "Preventing Financial Crises: An International Perspective", **NBER Working Paper**, No. 4636, s.2.
- NAYAK, S.: 2013 **The Global Financial Crisis: Genesis, Policy Response and Road Ahead**, Springer Science, Business Media.
- MOGHADAM, R.: 2011 "Analytics of Systemic Crises and the Role of Global Financial Safety Nets", **IMF**, May, 31, 2011.
- NORGREN, C.: 2010 **The Causes of the Global Financial Crisis and Their Implications for Supreme Audit Institutions**, Swedish National Audit Office.
- OBSTFELD, M.: 1996 "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features", **European Economic Review**, 40/3, 1037–1047.
- ÖNİŞ, Z.; AYSAN, A.F.: 2000 "Neoliberal Globalisation, the Nation-State and Financial Crises in the Semi-Periphery: A Comparative Analysis", **Third World Quarterly**, 21(1), 119–139.
- ÖZATAY, F.: 2010 **Finansal Krizler ve Türkiye**, 2.Baskı, Doğan Kitap, İstanbul.
- ÖZER, M.: 1999 "Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar", **Anadolu Üniversitesi Yayınları**, C.1096/İktisat Fakültesi Yayınları.
- ÖZGEN, F., GÜLOĞLU, B.: 2004 "Türkiye'de İç Borçların İktisadi Etkilerinin VAR Tekniği ile Analizi," **METU Studies In Development**, VoU1: 93-114
- ÖZATAY F.: 2009 **Finansal Krizler ve Türkiye**, Doğan Kitap, İstanbul.
- ÖZEL, S.: 2005 **Global Finansal Krizler**, Deniz Kültür, İstanbul.
- ÖZBAY, P.: 1997 **Avrupa Para Birliği ve Euro. TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü**, Tartışma Tebliği. No: 9702.
- ÖZDEMİR A., GÖÇER İ.: 2011 "Türkiye'de Krizlerin Makroekonomik Değişkenlere Etkileri: VAR Analizi", **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar**, 48(560): 57- 72.

- ÖZTÜRK, S.,
GÖVDERE B.: 2010 “Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 15(1):377-397.
- PALLEY, T. I.: 2009 “America's Exhausted Paradigm: Macroeconomic Causes of the Financial Crisis and Great Recession”, **Working Paper**, No.02/2009. Berlin.
- PALMA, J. G.: 2012 “The 1999 Brazilian Financial Crisis: How to Create a Financial Crisis By Trying To Avoid One”, **Third Workshop Financial Stability and Growth**, São Paulo School of Economics.
- PARASIZ, İ.,
BİLDİRİCİ M.: 2006 **Modern Konjonktür Teorileri**, Bursa: Ezgi.
- PEREZ, S. A.: 2007 “Exchange Rate Rules and Economic Policy Choices: Lessons from the Spanish and Italian Experiences of the ERM”, **South European Society and Politics**, 5(3):1-32.
- PHILLIPS,
P.C.B., Yu, J.: 2011 “Dating the Timeline of Financial Bubbles During the Subprime Crises”, **Quantitative Economics**, 2(3), 455-491.
- PORTES, R.: 1993 “EMS and EMU After the Fall”, **World Economy**, 16(1):1-15.
- PUSTİ, M.: 2013 “Krizlerin Anatomisi ve Türkiye’de 2001–2008 Finansal Ekonomik Krizleri Üzerine Bir İnceleme”, **Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- RADELET, S.;
SACHS, J.D.: 1998 “The Onset of the East Asian Financial Crisis”, **NBER Working Paper**, No. 6680.
- ROHDE, L.: 2011 “Lessons from the Last Financial Crisis and the Future Role of Institutional Investors”, **OECD Journal: Financial Market Trends**.
- ROSIER, B.: 1994 **İktisadi Kriz Kuramları**, çev. N. Yentürk, İletişim Yayınları, İstanbul.
- SAAD-FILHO, A.;
LOURDES, R.M.: 2002 “Inflation and Stabilization in Brazil: A Political Economy Analysis”, **Review of Radical Political Economies**, 34/2, 109–135.

- SACHS, J.D.: 1998 “Alternative Approaches to Financial Crises in Emerging Markets”, **Capital Flows and Financial Crises**, New York, Cornell University Press.
- SADKA, E.,
HELPMAN, E.: 2003 “Economic Policy in the International Economy”, **Essays in Honor of Assaf Razin**, pp.15–32.
- SALANT, S.W.;
HENDERSON,
D.W.: 1978 “Market Anticipations of Government Policies and The Price of Gold”, **The Journal of Political Economy**, Sayı.86, s.627–648.
- SARIKOVANLIK
V. vd.: 2019 **Finans Biliminde Ekonometri Uygulamaları**, Seçkin Akademik ve Mesleki Yayınlar, Ankara.
- SAVAŞ, V.F.: 2008 **Politik İktisat**, Beta Basım Yayım, İstanbul.
- SAVASTANO, M.
A., ROLDOS, J. ve
SANTAELLA, J.: 1995 “Factors Behind the Financial Crisis in Mexico”, **IMF World Economic Outlook**, Annex 1, Washinton DC: IMF, 90-97.
- SAUNDERS, A.,
CORNETT, M.M.: 2001 **Financial Markets and Institutions**, McGraw-Hill Higher Education, New York.
- Semiz, Y.,
AKANDERE O.: 2001 “1929 Dünya Ekonomi Buhranı ve Türkiye”, **Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt 9, Sayı 1-2,
- SCHWERT G. W.: 1989 “Business Cycles, Financial Crises and Stock Volatility” **NBER, Wp. No: 2957**.
- SEVİLLA, C. R.: 1995 **Explaining the September 1992 ERM Crisis: The Maastricht Bargain and Domestic Politics in Germany, France, and Britain**, European Community Studies Association, Fourth Biennial International Conference, Charleston.

- SINN, H. W.: 1996 "International Implications of German Unification", **52nd IIPF Congress**, Tel Aviv.
- SOSVILLA-RIVERO, S., PEREZ-BERMEJO, F.: 2008 "Political and Institutional Factors in Regime Changes in the ERM: An Application of Duration Analysis", **The World Economy**, 31/8, 1049–1077.
- CLAESSENS S. vd.: 2012 "Shadow Banking: Economics and Policy", **IMF Staff Discussion Note**, No:12, (December, 4) International Monetary Fund, s.5
- ANDREI S., RADU B.: 2013 "Financial Crises of the Last Two Decades and the Issues to Be Addressed", **SEA - Practical Application of Science**, 1(1): 200-211.
- ŞEN, A., ALTAY, H.: 2010 "Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Bağlamında Global Finansal Kriz", **Eskişehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 10(1), 163-179.
- TARI, R., BOZKURT H.: 2006 "Türkiye’de İstikrarsız Büyümenin Var Modelleri İle Analizi", **Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, 4, ss. 12-28.
- TARI, R.: 2008 **Ekonometri**, Avcı Ofset, 5. Baskı, İstanbul.
- TAŞAR, M.O.: 2009 "Finansal Regülasyonlar ve Küresel Kriz Sürecinde Türk Dünyası Bankacılık Sistemlerinin Yeniden Yapılandırılması", **Journal Of Azerbaijani Studies**, 147-185.
- TAY, A.: 2007 "Erken Uyarı Sistemleri İle Finansal Krizlerin Analizi: Türkiye ve Geçiş Ekonomileri Örneği", **İktisadi Araştırma Vakfı**, İstanbul.
- TEKELİ, İ.; İLKİN, S.: 2008 **1929 Dünya Buhranında Türkiye’nin İktisadi Politika Arayışları**, Bilge Kültür Sanat, İstanbul.
- TEZEL, Y. S.: 1982 **Cumhuriyet Döneminin İktisadi Tarihi 1923-1950**, İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara.
- HUI T., SHANG J.W.: 2008 "Real Effects of Subprime Mortgage Crisis: Is It a Demand or a Finance Shock?", **NBER Working Paper**, 14205.

- TOPALLI, N.: 2006 "Finansal Krizleri Ve IMF'nin Kriz Politikaları", **Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Kayseri.
- TOPRAK, M.: 2001a **Küreselleşme ve Kriz Türkiye ve Dünya Deneyimi**, Ankara, Siyasal.
- Tuncel, C.O.: 2010 "Finansal Liberalizasyon ve Küresel Krizin Yapısal Nedenleri: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Dersler", **International Symposium V Restructuring The Economy After The Global Crisis**. Balıkesir Üniversitesi, Balıkesir.
- TURGUT, A.: 2007 "Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler", **TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi**, Kasım 2006/Şubat 2007. 20(4-5): 35- 46.
- ULUSSEVER T., AKYEL R. ve TEKİN Y.: 2010 "Does (De)regulation Matter in Financial Crises? Examining the Obama Administration's New Bank Plan", **2nd International Symposium on Sustainable Development**, June 8-9, Sarajevo: 101-109.
- URAL, M.: 2003 "Finansal Krizler ve Türkiye", **D.E.Ü.İ.İ.B.F.Dergisi**, Cilt:18, sayı 1, ss.11- 28.
- XU, H., HAMORİ, S.: 2012 "Dynamic Linkages of Stock Prices Between The BRICs and The United States: Effects of The 2008–09 Financial Crisis", **Journal of Asian Economics**, 23(4): 344-352.
- WARNE, A.: 2004 **Lecture Notes on Stuructural Vector Autoregression**, (http://texlips.hypermart.net/download/lecture_notes.pdf)
- VEBLEN, T.: 1904 **The Theory of Business Enterprise**. NY: Charles Scribner's Sons.
- WEEKS J.: 2009 "Report For UNDP Freetown and the Ministry of Finance and Economic Development", **Republic of Sierra Leone**, Country Study.
- WELLER, C.E.: 1999 "Financial Crises After Financial Liberalization: Exceptional Circumstances Or Structural Weakness?", **ZEI Working Paper**, B15- 1999. Bonn.

- VARLIK, C.: 2002 “İkiz Krizler: Para Krizleri ile Bankacılık Krizleri Arasındaki Bağlantılar”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, 13/42-43, 159–180.
- YAY, T., YAY, G.G. ve E. YILMAZ: 2001 “Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler”, **İstanbul Ticaret Odası Yayınları**, No: 2001-47, İstanbul.
- YAY, G.G.: 2001 “1990’lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi”, **Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı**, Yıl 7, Sayı 42, Eylül-Ekim, 1234-1248.
- YELDAN, E.: 2005 Dış Borçların İdaresi ve Arjantin Dersleri.
- YILAYAZ, N.: 2011 “2008 Küresel Finansal Krizinin Türk Kamu Maliyesine Etkileri”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Afyon,
- YILMAZ, M.L.: 2013 “Küresel Finansal Krizin Altın Spot ve Future Piyasalara Etkisi Üzerine Bir Uygulama: Türkiye Örneği” **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Yayımlanmış Doktora Tezi, İktisat Anabilim Dalı, İktisat Bilim Dalı.
- YÜREKLİ, Ö.: 2004 “Ekonomik Krizler Açısından Küreselleşme Sürecinin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkileri ve Türkiye Örneği”, **Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi, Isparta.

EKLER

Sonuç Tablosu 1.

İşsizlik Değişkeninin Kriz'e Verdiği Tepki	Gelişmiş Ülkelerin Verdiği Tepki	Gelişmekte Olan Ülkelerin Verdiği Tepki
1. Dönem	-0.074013	-0.198569
2. Dönem	-0.139972	-0.342651
3. Dönem	-0.215276	-0.388728
4. Dönem	-0.267016	-0.388818
5. Dönem	-0.301534	-0.372290
6. Dönem	-0.323026	-0.352030
7. Dönem	-0.335392	-0.333535
8. Dönem	-0.341185	-0.317508
9. Dönem	-0.342422	-0.303865
10. Dönem	-0.340502	-0.291747

Sonuç Tablosu 2.

Enflasyon Değişkeninin Kriz'e Verdiği Tepki	Gelişmiş Ülkelerin Verdiği Tepki	Gelişmekte Olan Ülkelerin Verdiği Tepki
1. Dönem	0.043639	-0.154630
2. Dönem	0.117099	-0.197614
3. Dönem	0.127286	-0.204683
4. Dönem	0.118872	-0.191689
5. Dönem	0.104531	-0.169886
6. Dönem	0.089466	-0.144780
7. Dönem	0.075712	-0.120793
8. Dönem	0.063899	-0.099059
9. Dönem	0.054055	-0.080465
10. Dönem	0.045990	-0.064570

Sonuç Tablosu 3.

DYY Değişkeninin Kriz'e Verdiği Tepki	Gelişmiş Ülkelerin Verdiği Tepki	Gelişmekte Olan Ülkelerin Verdiği Tepki
--	--	---

1. Dönem	-0.066215	-0.065300
2. Dönem	-0.029391	-0.088957
3. Dönem	0.074895	-0.082174
4. Dönem	0.078866	-0.082954
5. Dönem	0.074524	-0.074211
6. Dönem	0.065324	-0.073616
7. Dönem	0.055185	-0.068786
8. Dönem	0.046657	-0.068770
9. Dönem	0.039420	-0.066122
10. Dönem	0.033746	-0.066010

Sonuç Tablosu 4.

Cari İşlemler Dengesi Değişkeninin Krize Verdiği Tepki	Gelişmiş Ülkelerin Verdiği Tepki	Gelişmekte Olan Ülkelerin Verdiği Tepki
1. Dönem	0.001160	0.007401
2. Dönem	0.006331	-0.008850
3. Dönem	-0.000505	-0.026767
4. Dönem	0.000615	-0.036127
5. Dönem	-0.001020	-0.037690
6. Dönem	-0.000746	-0.034592
7. Dönem	-0.000949	-0.029538
8. Dönem	-0.000705	-0.024190
9. Dönem	-0.000555	-0.019333
10. Dönem	-0.000325	-0.015224

ÖZGEÇMİŞ

Merve Arslan ilk ve orta eğitimini Muğla’da, lise eğitimini ise Denizli’de tamamladı. 2008 yılında Pamukkale Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü’nde lisans eğitime başlayıp 2013 yılında bölüm birinciliği ile lisans eğitimini tamamladı. Aynı yıl Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe ve Finansman Programında Tezli Yüksek Programına başladı. 2015 yılında Haliç Üniversitesi İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü’nde Araştırma Görevlisi olarak göreve başladı. 2016 yılında firmaların temettü ödemeleri ile firma değeri arasındaki ilişki ve BİST 100 'de bir uygulama üzerine çalıştığı yüksek lisans tezini tamamlayarak mezun oldu. 2017 yılında İstanbul Üniversitesi Finans Programında Doktora eğitimine başladı. 2015 yılından bu yana Haliç Ünivesitesi İşletme Fakültesi İşletme Bölümü’nde Araştırma Görevlisi olarak görevine devam etmektedir.