

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI İKTİSAT TEORİSİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

KRİZ KAVRAMI, FİNANSAL KRİZ VE
2008-2012 FİNANS KRİZİ: TÜRKİYE ÖZELİNDE
GELİŞME YOLUNDAKİ ÜLKELERE ETKİSİ

HAKAN ERPOLAT

2501170326

TEZ DANIŞMANI:

DOÇ. DR. NURTAÇ YILDIRIM

İSTANBUL-2020

ÖZ

KRİZ KAVRAMI, FİNANSAL KRİZ VE 2008-2012 FİNANS KRİZİ: TÜRKİYE ÖZELİNDE GELİŞME YOLUNDAKİ ÜLKELERE ETKİSİ

HAKAN ERPOLAT

Bu tezin amacı, 2008 global finans krizinin gelişim aşamalarını, coğrafi sınırlarını ve Türkiye özelinde gelişme yolundaki ülkelere etkisini ortaya koymaktır. ABD’de başlayıp bütün dünyaya yayılan 2008 krizinin, bir gelişme yolundaki ülke olarak Türkiye’ye derinden etkileri olmuştur. Bu etkilerin anlaşılabilmesi için kriz kavramı ve finansal krizlerin yapısal incelemesi gerekli görülmüştür. Bu bağlamda bu tez, finansal krizlerin neden olduğu resesyonların diğer krizlerin yol açtığı resesyonlardan daha uzun ve derin geçtiği iddiasını desteklemekle beraber krizin başlangıç ve gelişme noktaları konusunda ayrılmaktadır; finansal krizler finans piyasalarının aksine reel sektörlerde başlamakta, finansal alana bulaşıp güçlü bir formda reel sektörlere dönmektedir.

2008 Finans Krizi’nin, gelişmiş ülkeler kadar gelişme yolundaki ülkelere de ciddi etkileri olmuştur: büyüme oranında gerileme, çıktı seviyesinde keskin düşüş, işsizlik, cari dengede bozulma ve enflasyonist baskılar. Türkiye, 2001 bankacılık krizi sonrası finansal yapıda gerçekleştirilen güçlendirmelere rağmen, 2008 krizinden en fazla etkilenen gelişme yolundaki ülkeler arasında olmuştur. Türkiye, global krize Avrupa Birliği ülkeleriyle gerçekleştirdiği ihracat kanalı aracılığıyla maruz kalmıştır. Makro iktisadi bozulmaların büyük kısmına, Türkiye’nin toplam ihracatında meydana gelen ani bozulmalar yol açmıştır. Bu açıdan, 2008 krizinin, Türkiye’nin yaşadığı “döviz darboğazı” krizlerinden pek az farkı bulunmaktadır.

Türkiye’nin toplam ihracatı (LNEXP), en büyük 10 ihracat partneri Avrupa ülkesinin gelir seviyesi (LNEUGDP), Euro/TL kur oranı (EUCUR) ve ithalatına konu 5 aramalı (LNIMP5) zaman serisine uygulanan ARDL sınır testi, değişkenler arasında uzun dönem denge ve koentegrasyon ilişkisine işaret etmektedir. Koentegrasyon ilişkisinin varlığını tamamlayıcı unsur olarak Toda-Yamamoto(TY) Granger Nedensellik analizleri gerçekleştirilmektedir. Toda-Yamamoto (TY)

Granger Nedensellik analizi, EUCUR dâhil LNEUGDP ve LNIMP5 değişkeninden LNEXP serisine doğru nedenselliğe ışık tutmaktadır.

Anahtar sözcükler:*2008 global finans krizi, gelişme yolundaki ülkeler, gelişmiş ülkeler, finansal krizler, resesyon, reel sektör, finansal alan, gelişmiş ülkeler, büyüme oranı, çıktı seviyesi, işsizlik, cari denge, enflasyonist baskı, finansal yapı, makro iktisadi bozulma, döviz darboğazı, ARDL Sınır Testi, döviz kuru, aramalı ithalatı, uzun dönem denge, koentegrasyon, Toda-Yamamoto (TY) Granger Nedensellik analizi.*



ABSTRACT

CRISIS CONCEPT, FINANCIAL CRISIS AND FINANCE CRISIS OF 2008-2012: IN THE AXIS OF TURKEY, HIS EFFECTS ON DEVELOPING COUNTRIES

HAKAN ERPOLAT

The object of this thesis is to reveal the phases of global financial crisis of 2008, its geographical limits and effects on emerging markets in the pivot of Turkey. The 2008 crisis erupted in the United States and spread all over the world had profound impacts on Turkey as an emerging economy. The crisis concept and structural etude of financial crises have considered essential for better understanding these effects. In that context, this thesis shore up the claim that the recessions caused by financial crises last longer-go deeper than the recessions induced by other crises, but diverges from the cropping up and development points of the crisis.

2008 crisis had impacts as severe as in emerged countries on emerging markets: contraction in grow rate, severe decrement in the output levels, unemployment, deterioration in the current balance and inflationary pressures. Despite the strengthening of the financial structure after the 2001 banking crisis, the Turkish economy was among the emerging markets, which had been most affected by the 2008 crisis. Turkey exposed to the global crisis through its export channel to European Union countries. Most macroeconomic deteriorations led by sudden distortions in Turkey's total exports. In this respect, 2008 crisis has little difference compared to “currency bottleneck” crises Turkey experienced before.

ARDL and Toda-Yamamoto (TY) Granger Causality Tests have applied to total export of Turkey, income level of top-10 European countries, Euro/TL exchange rate, and its five intermediate goods import. Tests have resulted in long-run relationship and TY causalities between some variables.

Key words: *Global Finance Crisis of 2008, emerging markets, financial crises, recessions, real sectors, financial area, emerged countries, grow rate, output levels, unemployment, current balance, inflationary pressures, financial structure,*

macroeconomic deteriorations, currency bottleneck, ARDL, exchange rate, intermediate goods import, long-run equilibrium, cointegration, Toda-Yamamoto (TY) Granger Causality Test.



ÖNSÖZ

Detaylı incelenmesine rağmen gelişme yolundaki bir ülke olarak Türkiye açısından etkileri ve çözüm yolları açık bir şekilde ortaya konulmamış 2008-2012 finans krizi, günümüzdeki iktisadi kriz eksenli tartışmalar üzerindeki etkisini korumaktadır. Bu tez, uygarlığın global çapta yaşadığı ikinci büyük depresyonun Türkiye ekonomisine sızma kanallarını ortaya koymayı, ekonomi üzerinde yarattığı tahribatı analiz etmeyi ve gelecekteki muhtemel iktisadi krizler karşısında çözüm yolları sunmayı amaçlamaktadır. Bu amaçla güçlü bir yazın taraması yapılmış, gelişme yolundaki ülkeleri de içine alacak şekilde Türkiye üzerine durum saptamaları ve çözüm tavsiyeleri ileri sürülmüştür. 2008 Krizinin Türkiye nezdinde, Türkiye'nin daha önce yaşadığı iktisadi krizlerden pek az farkının olduğu iddiası ileri sürülmektedir.

Doç. Dr. Nurtaç Yıldırım'a teşekkür ederim.

İstanbul, 2020

Hakan ERPOLAT

İÇİNDEKİLER

ÖZ	III
ABSTRACT	V
ÖNSÖZ.....	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xi
TABLolar LİSTESİ.....	xiii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xiv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM KRİZ KAVRAMI

1.1. Kriz Karakteristiği	6
1.2. Krizin Aşamaları.....	9
1.2.1. Kriz Öncesi Aşaması.....	9
1.2.2. Krizin Tırmanma Aşaması	10
1.2.3. Yumuşama Aşaması.....	11
1.2.4. Patlama Aşaması	12
1.3. Kriz Türleri	12
1.3.1. Birçok Krizin Nedeni Olarak İktisadi Kriz	13
1.3.1.1 Denge Kavramı.....	17
1.3.1.2. Deflasyonist ve Enflasyonist Açık	19
1.3.2. İktisadi Krizlerin Kaynağı Sorunu	20
1.3.2.1. İktisadi Krizlerin Kaynağı Sorunu: 1929 Buhranı.....	21
1.3.2.2. İktisadi Krizlerin Kaynağı Sorunu: 1973 Petrol Krizi.....	23
1.3.2.3. İktisadi Krizlerin Kaynağı Sorunu: 2008-2012 Krizi.....	24
1.3.3. İktisadi Krizin Mekânsal Tasnifi.....	26
1.3.3.1. Ulusal İktisadi Krizler	27
1.3.3.2. Bölgesel İktisadi Krizler.....	28
1.3.3.3. Global İktisadi Krizler.....	28
1.3.4. İktisadi Krizin Sektörel Tasnifi.....	30
1.3.4.1. Reel İktisadi Kriz.....	31
1.3.4.2. Finansal (Mali) Kriz	33
1.3.4.2.1. Para (Kur) Krizleri ve Türkiye 2018 Para Krizi Hadisesi	38
1.3.4.2.2. Bankacılık Krizi ve Türkiye 2001 Bankacılık Krizi Hadisesi	45
1.3.4.2.3. Borç Krizleri	48
1.3.4.2.4. Sistemik Krizler	53

İKİNCİ BÖLÜM

2008-2012 FİNANS KRİZİNİN GELİŞME YOLUNDAKİ ÜLKELERE ETKİSİ

2.1. Gelişme Yolundaki Ülkelerin Özellikleri	58
2.1.1. “Gelişme Yolundaki Ekonomi” Olmanın Ölçütü	59
2.1.2. “Gelişme Yolundaki Ekonomi” Tanımlamasındaki Güçlükler.....	62
2.2. Kriz Öncesinde Gelişme Yolundaki Ülkelerin Durumu.....	64
2.2.1. Gelişme Yolundaki Ülkelerde “Küçük Balonlar”	65
2.2.2. Krizin Gelişme Yolundaki Ülkelere Sızma Tarzları: Toksik Varlık ve Yabancı Sermaye Akışı.....	68
2.2.2.1. Toksik Havuz ve Toksik Varlık	68
2.2.2.2. Likidite Bolluğu ve Özel Veri Dağıtım Standardı.....	69
2.3. Krizin Patlak Vermesi ve Gelişme Yolundaki Ülkeler.....	73
2.3.1. Kriz Sürecinde Gelişme Yolundaki Ülkelerin Durumu	75
2.3.2. Gelişme Yolundaki Ülkelerin 2008 Krizi Haritası.....	75
2.3.2.1. Yüksek “Risk İştahı” Süreci	77
2.3.2.2. “Kredi ve Likidite Riski” Süreci	78
2.3.2.3. “GYÜ Piyasa Riskleri” Süreci	79
2.3.2.4. Global “Makro İktisadi Risk” Süreci.....	81
2.3.2.5. Global Finansal Bozulmanın Eşiği	84
2.4. Kriz Sonrasında Gelişme Yolundaki Ülkelerin Durumu	85
2.4.1. Finansal Göstergelerdeki Bozulmalar	85
2.4.1.1. Sermaye Akımlarında Geri Çekilme	87
2.4.1.2. Çıktı Seviyelerinde Azalma.....	89
2.4.2. Finansal Göstergelerde Düzelmeler	91
2.4.2.1. Makro İktisadi Risklerde Düzelmeler	91
2.4.2.2. Risk İştahında Düzelmeler	93
2.4.2.3. Parasal ve Finansal Şartlarda Düzelmeler	94
2.4.2.4. Piyasa ve Likidite Riski Şartlarında Düzelmeler	94
2.4.2.5. Kredi Riski Şartlarında Düzelmeler	96
2.4.2.6. Gelişme Yolundaki Ülke Piyasalarında Düzelmeler.....	98

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

2008-2012 FİNANS KRİZİNİN TÜRKİYE’YE ETKİSİ

3.1. Kriz Öncesinde Türkiye Ekonomisinin Durumu	108
3.1.1. Kriz Öncesinde Türkiye’ye Yönelik Sıcak Para Akımlarında Meydana Gelen Hareketlenmeler.....	109
3.1.2. Kriz Öncesinde Türk Lirası’nın Değerinde Meydana Gelen Hareketlenmeler.....	113
3.1.3. Kriz Öncesinde Türkiye’nin Cari Hesap Dengesinde Meydana Gelen Hareketlenmeler.....	115
3.1.4. Kriz Öncesinde Türkiye’nin Enflasyon Oranlarında Meydana Gelen Hareketlenmeler.....	119
3.2. Kriz Sonrasında Türkiye Ekonomisinin Durumu	123

3.2.1. Türkiye'nin Kriz Öncesi İktisadi Temellerinin Kriz Sonrası Gelişmelere Etkisi	123
3.2.2. "Finansal Gerilim Hassasiyeti"nin Krizin Bulaşıcılığına Etkisi	126
3.2.3. Kriz Sonrasında Türkiye'nin Dış Ticaretinde Meydana Gelen Bozulma	129
3.2.3.1. Kriz Sonrasında Türkiye'nin İthalat Sektöründe Meydana Gelen Bozulma	130
3.2.3.2. Kriz Sonrasında Türkiye'nin İhracat Sektöründe Meydana Gelen Bozulma	133
3.3. Kriz Sonrasında Türkiye'nin İhracat Sektöründe Meydana Gelen Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma	135
3.3.1. Zaman Serisi Analizi ve Değişkenlerin Açıklanması	139
3.3.2. Serilerin Kırılmalı Birim Kök Analizi	141
3.3.3. Regresyonun Kırılma Tarihlerinin Tespiti	147
3.3.4. ARDL Sınır Testinin Uygulanması	150
3.3.4.1. ARDL Sınır Testi İçin Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	153
3.3.4.2. ARDL Model Tahmini, Kısa Dönem Regresyonunun Bulunması ve Açıklanması	157
3.3.4.3. ARDL Şartlı Hata Düzeltme Modelinin Bulunması	161
3.3.4.4. ARDL Uzun Dönem Katsayılarının Türetilmesi	162
3.3.4.5. ARDL Koentegre İlişkinin Tespit Edilmesine Dair Hipotez Testinin Gerçekleştirilmesi	164
3.3.4.6. ARDL Hata Düzeltme Modelinin Türetilmesi	166
3.3.4.7. ARDL Sınır Testi Sonuçlarının Politik Amaçlarla Kullanılması	168
3.3.5. Toda-Yamamoto Nedensellik Analizinin Uygulanması	169
SONUÇ VE ÖNERİLER	176
KAYNAKÇA	178

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1: Krizin Kavramsal Haritası	7
Şekil 1.2: İş Çevriminin Genel Stilize Tasviri	19
Şekil 1.3: Dow-Jones Endüstriyel Hisse Senedi Endeksi (1916-1946)	21
Şekil 1.4: 1973 Stagflasyonuna Sebep Olan Ham Petrol Fiyatları (Varil başına \$)	24
Şekil 1.5: Temel Makro İktisadi Krizlerin Tasnifi	31
Şekil 1.6: Finansal Sistemde Fon Akışı	35
Şekil 1.7: Finansal Bir Krizin Başlama Aşamaları	36
Şekil 1.8: Finansal (Mali) Krizin Tasnifi	37
Şekil 1.9: Enflasyon ve Para Krizi İlişkisi	40
Şekil 1.10: Türkiye 2018 Kur Krizi Sonrası Lira ve Faizdeki Hareketlenmeler	43
Şekil 1.11: Türkiye 2001 Bankacılık Krizi Sonrası Bankaların Temel Göstergelerindeki Hareketlenmeler	47
Şekil 1.12: Bankacılık Krizleri ve Borç Yükü	50
Şekil 1.13: Borç, Banka ve Reel Sektör Krizleri Arasındaki İlişki	52
Şekil 2.1: Gelişme Yolundaki Piyasalar (Cari Fiyatlarla Fert Başına Düşen Milli Gelir, Bin \$)	63
Şekil 2.2: Gelişme Yolundaki Piyasa Hisse Senetlerine Yapılan Yatırımlar (Milyar \$)	66
Şekil 2.3: Birkaç Gelişmiş Piyasanın Faiz Oranları Seyri (%)	66
Şekil 2.4: Dünyadaki Toplam Kredi ve Kredi Türev Araçları Hacminin Seyri (Trilyon \$)	70
Şekil 2.5: Kriz Arifesi Gelişme Yolundaki Ülkeler: Finansal Bazı Göstergeler	72
Şekil 2.6: Gelişme Yolundaki Ülkeler Özelinde Global Finansal İstikrarın Serüveni Haritası	76
Şekil 2.7: Gelişme Yolundaki Ülkelerde Kriz Sonrası Bazı Finansal Göstergeler	86
Şekil 2.8: Kriz Sonrası Gelişme Yolundaki Ülkelerde Sınır Ötesi Sermaye Çıkışı ve Kredi Genişlemesi	103
Şekil 3.1: Kriz Öncesinde Türkiye’de Kırılganlıkları Artıran Bazı Finansal Göstergeler	112
Şekil 3.2: Kriz Öncesi ve Sonrası Türkiye’nin Cari Açık Pozisyonu (2005/9. Ay-2011/3. Ay, Milyar \$)	118
Şekil 3.3: Son 35 Yılda ve Kriz Öncesinde Türkiye’nin Enflasyon Oranlarında Meydana Gelen Hareketlenmeler	121

Şekil 3.4: Kriz Sonrası Türkiye'nin İthalat Sektöründeki Hareketlenmeler (1. grafik için %, 2. grafik için Milyar \$)	131
Şekil 3.5: Kriz Sonrası Türkiye'nin İhracat Sektöründeki Hareketlenmeler (1. grafik için %, 2. grafik için Milyar \$)	134
Şekil 3.6: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma: İncelenen Serilerin Görsel Çizimleri	141
Şekil 3.7: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma: Regresyonun AKKTKare İncelemesi	148
Şekil 3.8: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma: ABK'ye Dayanan ARDL En Uygun 20 Model	156



TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 3.1: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma: Değişkenlerin Kırılmalı Birim Kök Analizi	143
Tablo 3.2: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma: Değişkenler İçin SEK Açıklayıcı Değerleri	149
Tablo 3.3: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma: Kırılma Tarihlerinin Tespiti için Chow Testi	150
Tablo 3.4: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma: Serilerin Birinci Farkta Birim Kök İncelemesi	152
Tablo 3.5: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma: ARDL Gecikme Sayısının Belirlenmesi	155
Tablo 3.6: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma: ABK'ye Dayanan ARDL En Uygun 10 Model	156
Tablo 3.7: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma: ARDL (2, 0, 0, 0) İçin Model Tahmini (Kısa Dönem)	157
Tablo 3.8: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma: ARDL (2, 0, 0, 0) İçin Şartlı Hata Düzeltme Modeli	162
Tablo 3.9: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma: ARDL (2, 0, 0, 0) İçin Uzun Dönem Katsayıları	163
Tablo 3.10: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma: ARDL (2, 0, 0, 0) İçin Hipotez Testi	165
Tablo 3.11: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma: ARDL (2, 0, 0, 0) Hata Düzeltme Modelinin Türetilmesi	167
Tablo 3.12: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma: Toda-Yamamoto Granger Nedensellik Tablosu	173

KISALTMALAR LİSTESİ

<i>Conferatur (Cf.)</i>	:	Karşılaştırınız
<i>Exempli gratia (e. g.)</i>	:	Örnek olarak
<i>Et alii</i> ya da <i>et aliae (et al.)</i>	:	Çok yazarlı eserlerde ilk yazardan sonrakiler
<i>Et cetera (etc.)</i>	:	Ve diğer benzer örnekler
<i>Ibidem (Ibid.)</i>	:	Aynı eser/yer
<i>Idest (i. e.)</i>	:	Başka bir deyişle
<i>Lococitato (Loc. Cit.)</i>	:	Yazara ait son zikredilen yer
<i>Opus citatum (Op. Cit.)</i>	:	Adı geçen eser
<i>Vice versa</i>	:	Karşılıklı olarak tersi
<i>Vide (V.)</i>	:	Bakınız
ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
ARDL	:	Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Modeller
CDOs	:	Teminatlı Borç Yükümlülükleri
GÜ	:	Gelişmiş Ülkeler
GYÜ	:	Gelişme Yolundaki Ülkeler
NASDAQ	:	ABD Yeni Ekonomi Yüksek Teknoloji Borsası
NBER	:	Ulusal İktisadi Araştırmalar Bürosu
SDDS	:	Özel Veri Dağıtım Standardı
TCMB	:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TY	:	Toda-Yamamoto

GİRİŞ

Kriz, sosyal bir olgu olarak kabul edilmektedir. Bu olguların başında iktisadi krizler gelmektedir. İktisadi kriz, diğer birçok sosyo-politik bunalımların sebebi ya da vesilesi olabilmektedir. İktisadi krizi diğer krizlerden ayıran temel özellik, diğer krizleri güçlü bir şekilde etkileyebilmesidir. Diğer krizler, iktisadi krizlere yol açsa da sosyal, kültürel, psikolojik, politik ya da kurumsal bunalımlar yeni bir toplumsal denge kurmaktan uzaktır; eski dengeyi bozacak ve yeni bir iktisadi ve toplumsal denge inşa edecek potansiyel ancak iktisadi krizlerde mevcuttur. 1990 ile 2000’li yılların başında yaşanan politik bunalımlar, savaşlar* ve hatta yerel ve mikro büyüklükte iktisadi krizler, yeni bir global dengenin inşası için yeterli olmamıştır. Yeni çoğaltım (üretim) ve yoğaltım (tüketim) ilişkilerine ayak bağı olan eski dengenin bozulması ve dünyadaki mevcut çoğaltım ve yoğaltım ilişkilerini yürütebilecek potansiyelde daha ileri bir dengenin tesis edilebilmesi için 2008 Finans Krizi kuvvetinde iktisadi bir krizin yaşanması gerekmiştir. 2008 depresyonu, eski dengenin neden olduğu sürekli sosyo-politik istikrarsızlıkları büyük oranda ortadan kaldırmıştır. Ağustos 2007’de patlak veren krizin maliyetleri ise kurulan yeni dengenin mahiyeti ölçüsünde ağır olmuştur. İkinci global krizin, gelişme yolundaki ülke (GYÜ) ekonomilerine yüklediği maliyetlerin gelişmiş ekonomilere yüklediğinden aşağı kalır yanı bulunmamaktadır. Bu bağlamda, toparlanma sürecindeki farklılıklara rağmen Türkiye, bedel ödeyen gelişme yolundaki ülke ekonomileri arasındadır. 2001 Bankacılık Krizi’nden sonra finansal yapıda gerçekleştirdiği kuvvetlendirmeler, krizin ihracat kanalı ile Avrupa üzerinden Türkiye’ye sirayet etmesine engel olamamıştır. Bu bağlamda Türkiye’nin iktisadi problemi olarak “döviz darboğazı” problemi, finansal yapıyı aşan reel sektör karakteristiğine sahiptir. Türkiye’nin iktisadi krizlere yönelik kırılganlıklarının azaltılması, “döviz darboğazı” sorununun çözümüne vurgu yapmaktadır.

* 1989 yılında Berlin Duvarı yıkılmış, 1990’da Doğu Almanya sosyalist bloktan kopmuş ve aynı tarihte Birinci Körfez Savaşı patlak vermiştir. 1991’de sosyalist birlik dağılmıştır. 1995 yılında Yugoslavya iç savaşı parçalanma ile sonuçlanmıştır. 2001 yılında ABD DTM ikiz kuleleri vurulmuştur. 2003 yılında İkinci Körfez Savaşı yaşanmıştır. 1995’ten 2002 yılına dek ulusal ve bölgesel birçok iktisadi kriz meydana gelmiştir.

Bu çalışmada; kriz kavramı, iktisadi denge tartışmaları, finansal krizlerin kökeni ve iktisadi açıdan gelişmişlik ölçütleri ışığında 2007 yılında ABD'deki (Amerika Birleşik Devletleri) konut balonunun patlaması ve 2008 yılının Eylül ayında yatırım bankası ve kredi işletmesi Lehman Brothers'ın iflas etmesi ile bütün dünyaya yayılan finans krizinin Türkiye özelinde gelişme yolundaki ülkelere yansımaları, kriz öncesi, kriz süreci ve kriz sonrasında gelişme yolundaki ülkelerin ve Türkiye ekonomisinin geçirmiş olduğu aşamalar ve krize verilene tepkiler incelenmektedir.

Çalışmanın birinci bölümünde; kriz kavramının etimolojik kökeni incelenmekte, krizlerin yeni bir iktisadi denge yaratmadaki rolü araştırılmakta, iktisadi krizlerin kökeni, iktisadi krizler içerisinde finansal krizlerin türleri, yeri ve önemi işlenmektedir.

Çalışmanın ikinci bölümünde; 2008 krizinin gelişme yolundaki ülkelere yansımaları, kriz öncesi, kriz süreci ve kriz sonrasında gelişme yolundaki ülke piyasalarında var olan iktisadi riskler, global kredi riskleri, makro iktisadi riskler ve piyasa riskleri gibi genel iktisadi risk göstergeleri ile global piyasalardaki parasal ve finansal şartlar ve risk iştahı gibi genel iktisadi şartlarda meydana gelen değişimler IMF'nin Eylül 2006 ve Ekim 2009 tarihleri arasındaki yayınladığı finansal istikrar raporları dikkate alınarak incelenmektedir. 2010 yılının son çeyreğinde ise global finans krizinin etkilerini yitirdiği, yeni bir düzelme ve toparlanma aşamasına girildiği görülmektedir. Bu tezde, 2008 krizinin olumsuz etkilerine odaklanıldığı için, 2010 yılı sonrasında yaşanan genel toparlanma süreçleri detaylı bir şekilde incelenmemiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde; 2008 krizinin gelişme yolundaki bir ülke olarak Türkiye'ye etkileri araştırılmakta, kriz öncesi, kriz süreci ve kriz sonrasında Türkiye'nin belli başlı makro iktisadi göstergelerinde ortaya çıkan değişimler incelenmekte, krizin Türkiye ekonomisine sızma kanalı olarak ihracat sektöründe meydana gelen daralmanın daha iyi anlaşılabilmesi için ekonometrik analiz gerçekleştirilmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KRİZ KAVRAMI

Michel Foucault, “*Lectures on the Will to Know*” eserinde “*krinein*” ve “*dikazein*” terimlerinin analizini yapmıştır. William W. Fortenbaugh, “*Aristotle's Conception of Moral Virtue and its Perceptive Role*” adlı incelemesinde Aristo’nun *krinein* kelimesini “uygun karar” ve “kasıtlı tercih” ile tanımladığını, genel anlamda karar vermek olsa da zaman zaman algısal yargıdan çok kasıtlı/bilinçli karar almayı ifade ettiğini belirtmiştir. Yazar ayrıca “*krinein*” kelimesi üzerine yeterli derecede araştırmanın yapılmadığını söylemektedir. Willem Schinkel, “*The Image of Crisis: Walter Benjamin and The Interpretation of ‘Crisis’ in Modernity*” adlı çalışmasında Walter Benjamin’in bahsettiği “ütöpik” kriz kelimesi ile modernitede anlam kazandığı “iktisadi fırsat” kelimesini karşılaştırmıştır.

Kriz [**Alm.:** *Krise*, **İng:** *Crisis*, **Fr.:** *Crise*, **Yun.:** *Krinein* (κρίνω=>κρίνει)], buhran (**Tr.** Ve **Far.**) veya bunalım (depresyon) anlamlarına gelmekle beraber her disiplinin kendine ait kriz biçimleri bulunmaktadır. Her disipline göre farklı anlamları olmasının dışında kriz kelimesi, tarafsız anlamıyla şöyle tanımlanabilmektedir: **1. Tıp;** Bir organda birdenbire ortaya çıkan fizyolojik bozukluk, akse. **2.** Bir kimsenin yaşamında görülen ruhsal bunalım. **3.** Bir şeyin çok kıt bulunması durumu. **4.** Bir şeye duyulan ani ve aşırı istek. **5. Ekon.;** Çöküntü. **6. Mec.;** Bir ülkede veya ülkeler arasında, toplumun veya bir kuruluşun yaşamında görülen güç dönem, bunalım, buhran.¹Türk Dil Kurumunun iktisadi kriz tanımı doğrudan doğruya “çöküntü” kavramına denk gelmektedir. Cevdet Paşa “Maruzat” adlı çalışmasında Fransızca *crise* sözcüğüne karşılık olarak buhran kelimesini ileri sürmektedir. Cevdet Paşa, kriz kelimesinin alternatifi olarak buhran sözcüğünü kullanmıştır, ancak günümüzde kriz kelimesi ile aynı anlamda kullanılan birçok sözcük bulunmaktadır. Bunalım kelimesi bunlardan biridir.

Ayrımak veya ayırım ve daha sonra da karar vermek anlamında kriz terimi karşımıza ilk defa *krinein* ile çıkmaktadır; *krinein*’in kökleri ise Antikiteye kadar uzanmaktadır. Krizin anlam kazanması *krinein* ve *dikazein* arasındaki dikotomide

¹ Türk Dil Kurumu (TDK), **Güncel Türkçe Sözlük**, (Çevrimiçi) <https://sozluk.gov.tr/> (Şubat 2019)

yatmaktadır ve yargılamak anlamındadır.² *Krinein* orta çağda karşımıza Latince *Krisis* olarak çıkmakta ve zamanla dönüşüme uğrayarak 14. yüzyılda *Crisin*, 16. yüzyılda *Crisis* ve daha sonra da *Crise* formunu almaktadır.³ Yunanca “karar vermek” manasında *krino* [κρίνω] fiilinin eylemlilik hali *krinein* [κρίνειν] kelimesinden gelen kriz terimi, ayırmak anlamındadır. Herhangi bir tıbbî kriz, ciddi bir hastalıkta ölüm ya da kurtarmayla sonuçlanacak bir dönüm noktasını ifade etmektedir. Global politikada bu dönüm noktası, savaş ve barış durumlarının arasında olabilmektedir.⁴ Ayırmak, bölmek, dağıtmak, kopmak anlamlarına sahip ancak daha çok “ayırmak” kelimesi üzerine vurgu yapan *krinein* sözcüğü, Hermann’a göre, ölüm ile iyileşme, savaş ile barış, çökme ile yükselme gibi zıtlıkları bir araya getirebilen bir kavramdır.

Kriz, ayrıca, çok sayıda toplumsal disiplinin ayrılmaz bir parçası ve inceleme konusudur. Hem günlük dilde de (*colloquial*) oldukça sık rastlanmaktadır. Sosyal bilimlerin ayrılmaz bir parçası olması onun tanımını yapmayı zorlaştırmaktadır; çünkü mevcut durumun “kriz” olarak saptanması öznel bir uğraş olup saptanması itibariyle görelilik içermektedir. En azından kavramsal bir çerçevenin elde edilebilmesi için kriz teriminin unsurları ve özellikleri incelenmek durumundadır.⁵

Sistemler hakkında düşünmeye başladığımız anda ilk not edilmesi gereken şey, sistemlerin karmaşık oluşudur. Sistemler birkaç noktada karmaşıktır. Birincisi, ortodoks disiplinler perspektifinden bakıldığında, ayrı ayrı varlıklar olarak görünen parçalar arasında birçok bağlantıyı içerebilmektedirler. Çeşitli parçaları içermesine rağmen sistem, tek bir bütündür. Dolayısıyla Ashby tarafından verilen sistemdeki parçaların çeşitliliğinin bir ölçüsü olarak karmaşık sistem tanımına ulaşmaktayız. Bu,

² Michel Foucault, **Lectures on the Will to Know**, Translated by Graham Burchell, Edited by Daniel Defert, General Editors: François Ewald, Alessandro Fontana, English Series Editor: Arnold Davidson, Knowledge Lectures at the College de France 1970-1971 With Oedipal Knowledge, Plagrave Macmillan, 2013, ss. 87-90.

³ Haydar Çakmak, **Uluslararası İlişkiler: Giriş, Kavramlar ve Teoriler**, Sosyologca Kitapları/34, İstanbul, Doğu Kitabevi, Ocak 2014, s. 37

⁴ Charles F. Hermann, “Crisis”, **The Oxford Companion to Politics of the World**, edited by Joel Krieger, New York: Oxford University Press, 1993, s. 205

⁵ Ahmet Turgut, “Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler”, **NÜ İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi**, Cilt: 20, Sayı: Kasım 2006/Şubat 2007, s. 1

bilimsel arenada, “karmaşık olan”ın ilk önemli tanımıdır.⁶ İktisadın sosyal bir olgu ve krizin karmaşık bir hadise olduğu, onun toplumsal göreceliliğin merkezinde olması ile açıklanabilir. Krizin kimi zaman tahmin edilebilir olması, ivme kazanarak yükselmesi ve patlaması, onu insan algı alanının dışına itmekte ve insanoğlu için kavranılması zor bir kavram haline getirmektedir. Onun “kavranılması zor bir olay” oluşu, bilimsel arenada sık kullanılan bir sözcük olmasının temel nedeni olmaktadır; bir kelimenin karmaşık oluşu ve açıklanmasındaki yaşanan güçlük, hatalı kullanımlara yol açabilmektedir. Kavramlardaki görecelilik, kavram seçiminde kaçınılmaz bir savurganlığa neden olabilmekte; bu durum, krizin çeşitli disiplinlerde yaygın olarak kullanılmasının nedeni olarak karşımıza çıkmaktadır.

Kriz, en genel anlamıyla istikrarın karşıtı bir kavramdır. Bir hususu kriz olarak nitelendirebilmek için, olağan akışın dışında bir olayın meydana gelmesi ve mevcut dengeleri bozması gerekmektedir. Mevcut dengelerin bozulması, olağan akışın değişmesi sistemi kötü bir durumun, çıkmazın içerisine sürükler. Kriz anının belirgin nitelikleri arasında şunlar bulunmaktadır: İkilem, kararsızlık, kötü durum, hal ve evre, zor koşullar, anlaşmazlık, karışıklık, aciliyet, çıkmaz durum, *colloquial pickle**, sıkışıklık, üstesinden gelinesi durum, zaruret, sıkıntı, hata, usantı, büküm, sistemde oyuk, bozulma.⁷ Kırılma noktası, büküm, ivedi kararların alınması gereken zaman ve durumların ifadesi olarak kriz; felaket, aciliyet, tehlike, musibet ve afet kelimelerinin içine gömülü olduğu bir kavramdır.⁸ Büküm noktasını ifade eden başka

⁶ Edgard Morin, “Complex Thinking for a Complex World—About Reductionism, Disjunction and Systemism”, **Systema: Connecting Matter, Life, Culture and Technology**, Volume 2, Issue 1, Centre Nationale de la Recherche Scientifique, France, 2014, s. 15

* Sürekli meydana gelen, alışlagelmiş kötü durumları ifade etmektedir. Her on yılda bir meydana gelen ve önlenilmezliği artık kabul görmüş iktisadi krizler düşünüldüğünde bu kavram yerli yerine oturmaktadır. *Colloquial pickle*, “oldukça iyi” ve “yalnızca iyi” aşamalarından sonraki evreye işaret etmektedir. Krizlerin kaçınılmazlığı bir totoloji olarak görülse de dünyadaki iktisadi büyümenin durgunluğa girdiği durumlarda krize yol açacak uygulamaların resmi ve resmi olmayan kurumlar tarafından, ekonominin daha farklı ve yüksek bir aşamada dengeye gelebilmesi için teşvik edildiği sık görülen bir olgu olmaktadır. ABD Mortgage krizinde bir kez daha gündeme gelen finansal piyasalardaki denetimin sıklaştırılmasının önemi dikkate alındığında, Gölge Bankacılık (*Shadow Banking*), krizlerin aslında “son derece istenilmeyen bir olgu” olduğu varsayımını gölgede bırakan uygulamalar olmaktadır.

⁷ Charles F. Hermann, “Crisis”, **The Oxford Companion to Politics of the World**, edited by Joel Krieger, 205-206, New York: Oxford University Press, 1993 ve Laurence Urdang, **The Oxford Thesaurus, An A-Z Dictionary of Synonyms**, Clarendon Press, 1991, s. 299, 726, 1233

⁸ Laurence Urdang, **The Oxford Thesaurus, An A-Z Dictionary of Synonyms**, Clarendon Press, 1991, s. 239

bir kavram da “*climax*” kelimesidir. Doruk, zirve, uç, *apoje*, azami ve en yoğun nokta, son an anlamındaki kelimenin ikinci anlamı da kırılma noktası, dönüm noktası ve krizdir. Üçüncü anlam ise orgazm olmaktadır.⁹ Kriz kelimesinin dönüm ve kırılma noktası anlamlarına sahip olması onun eski denge üzerinde yarattığı tahribat ile yeni dengenin kurulmasında oynadığı rol konusunda ipuçları sunmaktadır.

1.1. Kriz Karakteristiği

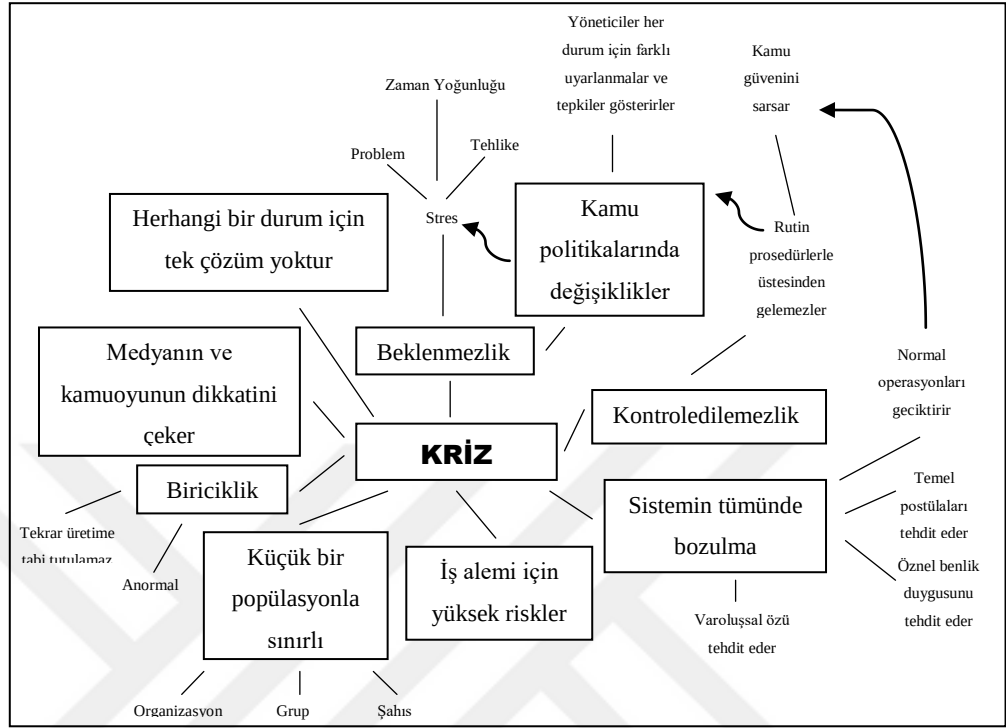
Yaşanan krizler, bilim dalı ve disiplinlerin birçoğunda incelenmekte ve toplumun çok büyük bir kesimini etki altına alabilmektedir. Krizlerin statükoyu bozmak gibi ortak bir vasfı bulunmaktadır. Statükoyu bozma sürecinin maliyetli ve yıkıcı olması krizlerin büyük bir kısmında görülebilmektedir. Krizlerin kaçınılmaz bir şekilde statükoyu bozmasının en temel nedeni eski dengenin ayak bağı haline gelmesidir. Dolayısıyla yeni bir kriz, yeni bir denge anlamına gelebilir.¹⁰

Bir bozulma durumu olarak kriz anında dengeden sapma yaşanmaktadır. Kapitalist sistemin dengeye yaklaşma ve dengede olma amacı göz önünde bulundurulduğunda kriz, kapitalizmi çeşitli krizlere itmekte, sonucunda büyük bunalımlar yaşanmaktadır. Kriz, “kopma” ve “sapma” kavramlarını doğal olarak içinde barındıran bir kelime olsa da kriz sonrasında “yeni bir durum”un oluşabilmesi, karar vericilerin ve politika yapıcıların olağanüstü durumlar karşısında alacakları pozisyona, niyetlerine ve ellerinde bulundurdıkları araçların gücü ve uygulanabilirliğine bağlıdır.

⁹ Ibid.

¹⁰ Fatih Mehmet Eren, **Ekonomik Krizler ve Kriz Göstergeleri: 1990 Sonrası Dünyada Yaşanan Krizler ve Türkiye Karşılaştırması**, (Yüksek Lisans Tezi) Selçuk Üniversitesi, 2010, s. 8

Şekil 1.1: Krizin Kavramsal Haritası



Kaynak: Al-Dahash, Hajer; Thayaparan, Menaha; Kulatunga, Udayangani, “Understanding the Terminologies: Disaster, Crisis and Emergency”, **PW Chanand C. J. Neilson (eds.), Proceedings of the 32nd Annual Arcom Conference**, Manchester UK, Association of Researchers in Consturction Management, Vol. 2,5-7 Sept. 2016, s. 1196

Politika yapıcılarının “ellerinde bulundurdıkları araçlar” büyük önem arz etmektedir. *Kriz, organize olmuş bir sistem içinde bir kopma anı olduğu için karar vericiler açısından dengeye dönüşü zorlaştırmaktadır.*¹¹ Sistemin dengeye dönmesindeki zorluk, krizin şiddetine bağlı olduğu kadar politika yapıcılarının ellerinde bulundurdıkları araçların gücüne de bağlıdır. Dolayısıyla politika yapıcılarının dengeyi bulmaları için önlerinde iki seçenek vardır: 1, *kriz öncesi dengeyi bulmak*, 2, *kriz sonucu bir değişimle yeni bir denge bulmak.*¹² İlk seçenek eski durumu restore ederken, ikincisi yepyeni bir dengeye kapı aralamaktadır.

Kriz kelimesi birçok etkenin ve sonucun tesiri altındadır; bu yüzden mekanik olarak ele alınmasında güçlükler bulunmaktadır. Krizler yapısal olarak meydana gelirler, çözümleri de yapısal önlemlerde aranmadığında farklı bir aşamada ve türde, yeniden cereyan ederler. Gözlemlenebilir olmasındaki zorluk dikkate alındığında

¹¹ Çakmak, **Op. Cit.**, s. 38

¹² **Ibid.**

krizin, tek başına ele alınacak bir olgu olmadığı görülür. Birbirinin yerine kullanılan “felaket”, “aciliyet” ve “kriz” terimleri birbirleriyle ilişki içerisinde olmanın dışında başka etkenlerin de tesiri altındadır. Aşağıda verilen şekilde “kriz” kelimesinin etkisi altında kaldığı etmenler ve özellikleri incelenmiştir.

Krizle ilgili yaygın bir yanlış –burada belirsizliğin olduğu dönemler ve ortaya çıktıkları sosyo-politik sistemin problem çözme kapasitesinde meydana gelen zorluklar anlaşılmalı-bir dereceye kadar doğruluk içerse de onların “biricik” olduğudur. Her felaketin kendine has fiziksel karakteristiği, tırmanan çatışmaları ve bozulmaları vardır. Fakat zamanın, mekânın, yöntem ve ölçeğin ötesine geçer ya da fiziksel olaylara değil de toplumların ve politika yapıcılarının karşılaştığı zorluklara vurgu yaparsa, “kriz” kavramı biricik olmaktan çıkmaktadır. Krizde “biricik” olmak bir çıkmaz olarak görünebilir fakat krizlerin üstesinden gelmeye çalışan organizasyonlar ve politika yapıcılar, kriz anında ne yapılması ya da krizden nasıl kaçınılması gerektiği hususunda ipucu bulmak için geçmişteki tecrübelerine dayanmaktadırlar.¹³ Kriz teriminin dikkat çeken özellikleri arasında “biricik” olmanın yanı sıra tekrar edilemezlik, kontroledilemezlik, bir bütün olarak sistemde bozulmaya neden olması ve beklenmez oluşları bulunmaktadır. Bu noktada kriz kelimesi için her zaman beklenmedik olması, ya da her krizin ani bir şekilde meydana gelmesinin genel geçer bir doğru olup olmadığı hususu ortaya çıkmaktadır. Her kriz “ani” veya “beklenmedik” olmasa da bu kelime başlı başına “ani” kararların alınması gerektiği zorunluluğuna ister istemez işaret eder. Bu durumun bir göstergesi olarak, İngilizce sözlükte kriz kelimesi, *kararların hızlıca alınmak zorunda olduğu bir durum*¹⁴ diye tanımlanmaktadır. Bir olgunun “beklenmedik” veya “ani” olması onun “tahmin edilebilme” durumuyla ilişkilidir. İngilizce sözlükte¹⁵ “tahmin etme” sözcüğü, “kriz”le anılandırılmıştır. Sözlüğün “tahmin etme” kelimesini açıklarken kullandığı terim doğrudan “kriz” kelimesidir.

¹³ Annika Brändström, Fredrik Bynander, Paul’t Hart, “Governing by Looking Back: Historical Analogies and Crisis Management”, **Public Administration**, 82(1), Sage Library in Business and Management, Crisis Management, Volume II, Edited by Arjen Boin, 2008, s. 168

¹⁴ P. H. Collin, **Easier English Student Dictionary**, Edited by Kathy Rooney, Second Edition, Upper Intermediate Level, London United Kingdom, Bloomsbury Publishing PLC, 2000, s. 189

¹⁵ H. W. Fowler, **Fowler’s Modern English Usage**, Second Edition, Revised by Ernest Gowers, Oxford Paperback Reference, Revised by Ernest Gowers, Oxford University Press, 2000, s. 30.

1.2. Krizin Aşamaları

Her şeyin doğmakta, büyümekte, ve gelişip ölmekte olduğu gerçeği göz önüne alındığında yine bu gerçeğin bir yansıması olarak “kriz” olgusu da tırmanmakta, yumuşayıp (hassas/kırılgan hale gelip) patlak vermektedir. Krizi anatomik olarak dört aşamaya bölmek mümkündür. Bir başka deyişle kriz bünyesinde dört aşama bulundurulur. Genel görüşe göre bu aşamalar; kriz öncesi aşama, tırmanma, yumuşama ve patlama¹⁶ aşamalarıdır. Bunun dışında krizin proaktif (etki), reaktif (tepki) ve interaktif (etkileşim) gibi üç genel aşamasının da bulunduğunu not etmek gerekmektedir.

1.2.1. Kriz Öncesi Aşaması

Kriz kavramının başlangıç ve tırmanma evreleri dışında daha geniş olarak dört aşaması bulunmaktadır. Kriz öncesi aşama, krizin tırmanması, yumuşaması ve patlaması; krizin dört temel aşamasını oluşturmaktadır. Kriz öncesi aşamada krizler, oldukça dinamik bir karaktere sahiptir, bu bağlamda, kriz öncesi aşamaların özellikle iktisadi krizler söz konusu olduğunda tüketicilerin dikkatlerini değiştirmekte olan şeylere yönlendirmek genellikle bir kaosla sonuçlanmakta ve tüketiciler, hâlihazırdaki ve önemli durumlara odaklanmakta başarısız olmaktadır.¹⁷

Kriz öncesi aşama, sinyal mahiyetinde bir aşamadır. Kriz öncesi, mevcut araçların aksaması, bozulması, dengenin olumsuz yönde değişme emareleri gibi bazı işaretler görülmektedir. Sistemde küçük çaplı kazalar meydana gelmektedir. Mekanizmada meydana gelen bu tür artçı depremler, kriz öncesinde görülen tipik örneklerdir. Ancak bu aşamayı diğerlerinden ayıran şey, karar alıcılara, krizi önleyecek gereken araçların ve politikaların hayata geçirilmesi için ihtiyaç duyulan zamanı fazlasıyla sağlıyor olmasıdır.

Kriz kelimesini tam manasıyla politik bir kavram olarak değerlendiren Çakmak’a göre, kriz tarafları arasındaki ilişkilerin dozu ve tarafların takındıkları tutumlar, bir krizin

¹⁶ Çakmak, **Op. Cit.**, s. 39

¹⁷ Jan Maarten Schraagen, Josine G. Van de Ven, “Improving Decision Making in Crisis Response Through Critical Thinking Support”, **Journal of Cognitive Engineering and Decision Making**, Volume 2, Number 4, TNO Defence, Security and Safety, 2008, s. 324

oluşabileceğinin sinyali vermektedir.¹⁸ Kriz öncesi durumun diğer yüzü olan krizin önlenmesi aşaması herhangi bir felaketin meydana gelme olasılığını ve bu felaketin insanlar ve kurumlar üzerindeki negatif etkilerini ortadan kaldırmak ya da en azından azaltmak amacıyla planlanmış müdahaleleri ifade etmektedir. Genellikle uzun dönemli ve sürekli etkiler için tasarlanmıştır.

1.2.2. Krizin Tırmanma Aşaması

Krizin –uygun önlemler alınmadığı ve gerekli kaynaklar harekete geçirilmediği takdirde- bir sonraki aşaması, *tırmanma* aşamasıdır. Kriz öncesi aşamada meydana gelen negatif yönlü olaylar, krizin tırmanma aşamasına sürüklenmesine neden olur. Bu durumların başında karar alıcıların irrasyonel davranışları, hissi açıklamaları, sinirli, sıkıntılı psikolojiye bürünmeleriyle aşırı tepki, heyecan ve kamuoyunun yönlendirilmesi sonucu ortaya çıkan olaylar ve bu olaylara verilen reaksiyonlar gelmektedir.

Krizin tırmanma aşaması, krize hazırlanma durumunu içermektedir. Krizin kriz öncesi aşamasını rasyonel şekilde yönetemeyen her örgüt, krizi yönetmeye hazır olmak durumundadır. Etkili bir kriz yönetimi sergilendiğinde, bir yıllık bazda değerlendirmeler ve güncelleştirmeler yapılmalıdır. Pilot krizler veya prosedürler oluşturarak kriz yönetimi ekibi test edilmeli ve ekibin, planları etkin bir şekilde operasyonlara uygulama kabiliyetinin daha net bir resmi elde edilmelidir. Bu durum, yönetim ekibine gözden kaçırılan boşluklar veya durumlar hakkında bilgi ve onları düzeltme imkânı sağlamaktadır.¹⁹

Krizin tırmanma aşamasında krizle başa çıkmakta belirgin yöntemler mevcuttur; en etkili yöntem hazırlıklı olmak ve patlak verdiğinde krizi etkili yönetebilmektir. Yönetim sanatının büyük bir kısmını kriz yönetimi oluşturmaktadır. Krizle başa çıkabilecek yönetim sanatına hâkim örgütler ayakta kalmakta, diğerleri yok olmaktadır.²⁰ Krizin tırmanma aşaması, krizin yönetilmesi ile yakından ilişkilidir. Çünkü kriz öncesi aşamayı iyi yönetemeyen kurum, tırmanma aşamasında

¹⁸ Çakmak, **Op. Cit.**, s. 39.

¹⁹ **Ibid.**

²⁰ Hasan Demirtaş, “Kriz Yönetimi”, **Kuram ve Uygulamada Eğitim Yönetimi** 23, 2000, s. 355

kriz yönetme becerisini kullanmalıdır. Bu aşama, krize hazırlıklı olmak hususunun manasını yitirdiği bir aşamadır; krizin bizatihi kendisi mevzubahistir. Tırmanma aşamasının diğer ve ayrılmaz yüzü olan hazırlıklı olma aşaması çok çeşitli muhtemel olaylar için gerekli personel, eğitim ve ekipmanın belirlenmesi ve bir olay için gerektiğinde yetenekleri sunmak için yargı alanına özgü planların geliştirilmesi süreci olarak görülmektedir.

1.2.3. Yumuşama Aşaması

Krizin *yumuşama* aşaması, bir ara aşama mahiyetindedir; bir aşama olmaktan çok, tırmanma ile patlama aşamaları arasında bir sapmadır. Tırmanma aşamasında krize zamanında, etkili ve uygun araçlarla cevap verildiğinde patlama aşamasından kaçınılabilmektedir. Duruma cevap verme hazırlığında, yönetim ekibi, sorunun ele alınıp alınmaması veyahut sorunun kendiliğinden ortadan kalkıp kalkmayacağını belirlemek durumundadır. Sorun, karları olumsuz yönde etkileyebileceği, işletmenin itibarına zararlı olabileceği, istenmeyen medya dikkatini üretebileceği veya yakın hükümet incelemesine neden olabileceği görülürse bir tehdit olarak kabul edilmektedir. Uygun cevabın verilebilmesi için sorunun ciddiyetinin algılanması gerekmektedir. Krizin yumuşama aşaması, aynı zamanda örgütün krizi cevaplama aşamasıdır. Krizi cevaplama aşamasında örgütün kriz yönetim ekibi, uygun araçlarla donatılmış olmalıdır.

Patlama evresinden kaçınmanın yolu, krizin yumuşatılmasından geçmektedir. Bunun için ilk şart, kriz yönetim ekibinin patlamayı engelleyecek gerekli araç ve gereçlere ve yetkilere sahip olmasıdır. Gerekli yetkilere ve donanıma sahip olmayan bir kriz yönetim ekibi, krizi yumuşatmanın aksine ancak patlamasına neden olabilmektedir. ABD’de meydana gelip Avrupa üzerinden tüm dünyaya yayılan finans krizi göz önüne alındığında, Amerikan Merkez Bankası’nın, fonlama oranları faizini yukarı çekmesi uzun süredir farkında olunan konut balonunun patlamasına neden olmuştur. Bu müdahale, finans kuruluşlarının verilen kredilerin geri ödeme riskinin çok fazla olduğu kişilere verdiği kredilerin geri ödenmesini imkansız kılmış ve birçok dev finans kuruluşunun temerrüde düşmesine kapı aralamıştır.

1.2.4. Patlama Aşaması

Krizin nihai aşaması onun patlama aşamasıdır. Krizlerin patlaması, denge durumun tamamıyla bozulması aşamasıdır. Bu aşamada karar alıcılar krizi yumuşatamamış, patlamasına engel olamamıştır. Çoğu zaman, yumuşama fırsatının doğduğu anda ya yanlış müdahaleler ya da kriz türünün doğasından kaynaklanan kaçınılmazlık nedeniyle kriz son aşamasına, kaçınılmaz bir şekilde, ilerlemektedir. Kriz, patlama sonrasında etkisi oldukça hafif olup yalnızca iz bırakmakla yetinir ya da şiddetli bir tesirle dengeden keskin bir sapma meydana getirip yeni dengeler kurabilmektedir. Eğer karar alıcılar yaşanan krizden ciddi dersler çıkarırsa oluşan yeni denge eskisinden çok daha sağlam bir temele oturabilmektedir. Bu nedenle oluşan denge çok daha güven veren bir noktada kurulmuş olur. Karar alıcıların hatalı müdahalesi ise yeni dengenin çok daha istikrarsız bir temele oturduğunun ve yeni krizlere gebe olduğunun işareti sayılabilir. Karar mekanizmalarının patlama sonrası takındıkları tavır ve aldıkları kararlar ışığında bir kurtarma aşaması başlamaktadır. Kurtarma aşaması, patlama aşamasının bir uzantısı durumundadır; aşamadan çok, bir süreç mahiyetindedir.

Kriz yönetiminin nihai aşaması, her şeyin normale döndüğü andır. Etkili uygulamalar yürürlüğe konulur ve eğer her şey planlandığı gibi giderse, felaket gündemden düşmeye başlar. Kurtarma çalışmaları, kriz anının belli ölçülerde normale döndüğünün işaretidir. Bu süreçte patlama aşaması sona ermiş, zararlar ve felaketin boyutları hesaplanmış ve tüm bunların telafisi için harekete geçilmiştir. İktisadi krizler için bu süreç çoğunlukla hükümetlerin çıkardığı mevzuatlar gereğince hazinenin ya da merkez bankalarının iflas etmekte olan finans kuruluşlarına dair kurtarma operasyonlarıyla sonuçlanır.

1.3. Kriz Türleri

İktisadi kriz literatüründe; iktisadi kriz, bankacılık krizleri, para krizi, finansal kriz, reel sektör krizi ve mali kriz gibi tanımlamalar bulunmaktadır. Kriz türleri, meydana geliş tarzları bakımından çeşitlilik arz etmektedir. Kriz kavramının daha açık ve anlaşılır bir hale gelmesi için krizlerin meydana geliş tarzları ele alınacaktır.

Çakmak'a²¹ göre, meydana geliş tarzları açısından altı tür kriz bulunmaktadır. Belli bir periyot içerisinde kantitatif unsurların kümülatif birikimlerinin zamanın belirli bir evresinden sonra kalitatif değişimlere neden olduğu *Gelişen Kriz*; kısa vadeli ancak sıklıkla gerçekleşip otoritelerin takındıkları tavır ile yönünün belirlendiği *Ani Kriz*; muhataplardan bir tarafın bilinçli olarak provoke ettiği, menfaatleri gereği patlamasını istediği ancak hız ayarlaması yapılmadığında ters tepeceği kuvvetle muhtemel olan *İstenen Kriz*; diplomatik yolların tıkanması ile savaşa dönüşmesi ihtimal dahilinde, üçüncü bir muhatapın çıkarlarını bahane ederek müdahil olduğu *Dolaylı Kriz*; “*status quo ante bellum*”^{*} denkleminin muhataplardan birinin menfaatine aykırı olduğu için planlı olarak hazırlanan ancak yine de geri tepme ihtimali bulunan *Planlanmış Kriz* ve son olarak, bireylerin müdahalelerinden bağımsız, krizin kendi doğasından kaynaklı, ancak cehalet ve hatalı müdahalelerin tırmanmasında aracı olduğu *Kaza Krizi* ya da *Beklenmeyen Kriz*, nedenleri ve meydana gelişleri bakımından iktisat ve politika da dahil birçok makro kriz türünün özellikleri arasındadır. Çalışmamızın sınırları açısından yukarıda sayılan meydana gelişleri bakımından kriz türlerinin bir kısmının ya da tamamının bulunduğu makro kriz olarak yalnızca iktisadi krizler ele alınacaktır.

1.3.1. Birçok Krizin Nedeni Olarak İktisadi Kriz

İktisadi kriz dendiğinde ilk olarak iktisadi faaliyetlerde yaşanan soğuma, çıktı seviyelerinde daralma, enflasyon ya da deflasyon olguları akla gelmektedir. Bazen finansal piyasalarda meydana gelen hafif şiddette bir çalkantı da iktisadi kriz olarak kabul edilebilmektedir. Genel kabul gören açıklama “*İktisadi kriz, tüketici talebinde ve işletmelerin yatırımlarındaki büyük düşüş, yüksek oranlı işsizlik ve dolayısıyla yaşam standartlarının düşmesi biçiminde ortaya çıkabilir.*” şeklindedir. Ancak çoğu zaman iktisadi kriz, arkasından finansal göstergelerdeki bozulmayı da sürükleyebilmektedir. Bazı iktisatçılara göre ise bazen krizler doğrudan doğruya finansal sektörden de kaynaklanabilmektedir: krizler reel alandan başlayıp finans sektörüne sirayet edebileceği gibi tam tersi de meydana gelebilmektedir. Öte yandan

²¹ Çakmak, **Op. Cit.**, ss. 42-47

* Savaş öncesi duruma geri dönmek anlamında kullanılan Latince deyim. Burada deyim kökeninden bir şey kaybetmemesi adına “bellum” yani savaş kelimesi cümleden çıkarılmamıştır. Kullanılan deyim, bu noktada herhangi bir kriz öncesi duruma geri dönmeyi ifade etmektedir.

şiddetli bir iktisadi kriz söz konusuysa, resesyon ve borçları ödeyememe (*default*)* durumu kaçınılmazdır.²² Resesyon ise en temel anlamıyla, ekonominin iki çeyrek eksi büyüme gerçekleştirmesidir. Arda ve Kemer resesyon için şunları ifade etmektedir: *...En azından altı ay süreyle iktisadi faaliyetlerdeki gerileme nedeniyle reel gayri safi yurtiçi hâsılanın (GSYH) düşmesi. Ekonomideki daralma ılımlı değil ve şiddetli bir şekilde olursa buna depresyon ya da slump adı verilmektedir.*²³

İktisatçılar arasında olduğu gibi ülkeler bazında da resesyon tanımı hususunda farklılıklar bulunmaktadır. İngiltere ile Amerika'daki resesyon ya da daralma tanımları arasındaki farklılık göze çarpmaktadır. İki ana resesyon tanımlamalardan **birincisi** dikkate alınırsa, Birleşik Krallık, on yıldan fazla süredir resesyona maruz kalmamaktadır. Resesyon göstergelerinden biri, en az iki çeyrek negatif büyümedir. Ancak Birleşik Krallık 1992'den bu yana bir çeyrek bile çıktı seviyesinde düşüş yaşamamıştır. Bazı ekonomistler en az iki çeyrek daralma tanımının kusurlu olduğuna inanmaktadır. Çünkü ekonomi, ilk çeyrekte % 5 daralır, takip eden ikinci ve üçüncü çeyrekte % 0.1 genişler ve dördüncü çeyrekte tekrar % 5 oranında daralma yaşarsa resesyona girmiş sayılmamakta, ancak ilk ve son çeyrek için % 5 büyür, ikinci ve üçüncü çeyrekte % 0.1 daralırsa resesyon olduğu kabul edilmektedir. Alternatif bir tanımlama ise bütün bir yıl boyunca negatif çıktının gerçekleşmesi şeklindedir. Onlarca yıldır ortalama % 2,5 büyüyen Birleşik Krallık ekonomisine bakıldığında gayri safi yurtiçi hâsılanın yıllık bazda düşmesi ender gerçekleşir. İkinci Dünya Savaşı'nın sonundan bu yana yalnızca beş yıl böyledir: 1974, 1975, 1980, 1981 ve 1991.²⁴

Temel resesyon tanımlamalarından **ikincisi** ABD'ye aittir. ABD'nin resesyon, yani çoklu daralma hususuna yaklaşımı farklılık arz etmektedir. NBER'in (*National Bureau of Economic Research*) iş çevrimi toplantısında vardığı kararlar

***Temerrüd** [Arapça (eskimiş)]: Dikkafalılık, kafa tutma, direnme. Ek faiz ödememe durumu. Herhangi bir sebebe dayanmaksızın borcu ödememekte direnme, direnim. **Türk Dil Kurumu (TDK)**, (Çevrimiçi) <https://sozluk.gov.tr/>, Mart 2019

²² Mahfi Eğilmez, **Küresel Finans Kriz- Piyasa Sisteminin Eleştirisi**, İstanbul, Remzi Kitabevi, 2008, s. 48

²³ Osman Barbaros Kemer, Erhan Arda, **Ansiklopedik İktisat ve Dış Ticaret Sözlüğü**, Ankara, Savaş Yayınevi, 2009, s.571

²⁴ **Glossary of Business Terms - A to Z**, The Guardian, Fri 2 May 2008, (Çevrimiçi) <https://www.theguardian.com/business/2008/may/02/businessglossary>, Mart 2019

kendine ait bir resesyon değerlendirmesi bulunmaktadır.²⁵ Bu toplantıda iktisatçılar, uzun bir süredir resesyon üzerine itiraz ettikleri noktalarda daha sağlam bir zemine varmaktadırlar. ABD'nin sırf resesyona odaklanmakla görevlendirilmiş komitesi NBER, resesyon yani çoklu daralmanın sınırlarını ekonominin işsizlik, enflasyon, cari açık, bütçe açığı gibi diğer göstergelerini kapsayacak biçimde daha kapsamlı bir değerlendirmeye tabi tutmaktadır. ABD'nin 2008 yılında yaşadığı depresyon bu duruma bir örnektir: Amerika bu tarihte yıllık % 2,8 büyüme gerçekleştirerek tahmin edilen ve beklenen oranların üzerine çıkmıştır. Ancak beklentilerin üzerinde gerçekleşen bir gösterge daha bulunmaktadır: İşsizlik, % 6,1 gerçekleşerek rekor kırmıştır. Dolayısıyla patlak veren finansal kriz görünür olmasına rağmen büyüme oranlarının yanıltıcı doğası, işsizlik oranlarındaki rekor seviyelere rağmen, ABD'nin resesyonda olduğu gerçeğini gizlemeye yetmiştir. 2008'in 3. çeyreğinde dahi ABD'nin resesyonda olup olmadığı net olarak tespit edilememiştir.²⁶

20 Eylül 2010 tarihli İş Çevrimi Komitesi toplantısında çıkan karara göre resesyonu reel hasıladaki arka arkaya iki çeyreklik azalma olarak tanımlanamaz. Aksine, resesyon, birkaç aydan fazla süren, ekonominin geneline yayılmış ve normal olarak reel hasıla, reel gelir, istihdam, endüstriyel üretim ve toptan ve perakende satışlar gibi iktisadi faaliyetlerde gözlenen belirgin bir düşüşü ifade etmektedir. Depresyon ya da “*slump*” ise resesyondan daha şiddetli ve daha uzun süren iktisadi bir darboğaz anlamına gelmektedir.²⁷ Kemer'in resesyon tanımlamasında yaşanması için gereken en azından altı aylık süre şartı tartışmaların odağındayken geçerliliğini yitirmişken, konjonktür dalgasının şart olup olmadığı ise şüpheleri üzerine çekmektedir. Günümüzde resesyonun tanımı iktisadi faaliyetlerde genel azalma anlamındaki *slowdown* kelimesine odaklanmaktadır. *Slowdown*'ın çok daha şiddetlisi, depresyon ya da *slump*; 1, herhangi bir iktisadi göstergedeki ani ve şiddetli bir azalma, 2, ticari kayıp ve yüksek işsizlik ile birlikte iktisadi çöküşün yaşandığı bir aralık olarak tanımlanmakta, 1929-33 dünya iktisadi krizi depresyon ya da “*slump*” [**Alm.:** *tiefkonjunktur*] olarak bilinmektedir. *Slump*, değerlerin ani ve şiddetli bir

²⁵ **Ibid.**

²⁶ Mahfi Eğilmez, **Küresel Finans Krizi Piyasa Sisteminin Eleştirisi**, İstanbul, Remzi Kitabevi, 2008, s. 49

²⁷ **Glossary of Business Terms: A to Z**, The Guardian, 26 Nov 2013, (Çevrimiçi) <https://www.theguardian.com/business/2008/may/02/businessglossary1>, Mart 2019

şekilde düşmesi durumudur. Slumpflasyon ise yüksek enflasyon, yüksek işsizlik ve sıfırın altında büyüme oranlarını aynı anda yaşayan bir ülkenin içinde bulunduğu iktisadi atmosferi ifade etmektedir.²⁸ *Slump* tam manasıyla “canlanma”nın karşıtı bir kavramdır.²⁹

Finansal kriz, mali kriz, para krizi ve reel kriz gibi dengeden sapmaları içeren iktisadi kriz kavramına odaklandığımızda, iktisadi kriz; geniş anlamda iç talepte yaşanan gerileme, yatırımlarda ciddi oranda azalış, istihdam oranında büyük açık dolayısıyla ileri derecede işsizlik, yüksek enflasyon (kimi örneklerde, örneğin Japonya, sızıntıların ilaveleri aştığı deflasyon olgusu), ve tüm bunların neticesi olarak refah seviyesindeki düşüş şeklinde ortaya çıkmaktadır.

Makro iktisadi krizler temel iki başlık altında toplanmaktadır: Reel sektör krizleri ve mali-finansal krizler. Reel sektör krizi, mal-hizmet ve emek piyasasında çıktı seviyelerinde, istihdam seviyelerinde sert düşüşler (deflasyon ya da enflasyon) şeklinde ortaya çıkmaktadır. Örneğin mal ve hizmet piyasalarındaki istikrarlı fiyat yükselişleri enflasyon olarak adlandırılmakta ve bir kriz göstergesi olarak kabul edilmektedir. Eğer bu yükselişler istikrarlı ve keskinse enflasyonist bir kriz yaşanmaktadır. Enflasyonist krizin en inatçı türü olarak karşımıza kronik enflasyon olgusu çıkmaktadır. Kronik enflasyonda fiyat artışları oldukça istikrarlı olmaktadır. Türkiye, bir kronik enflasyon ülkesidir. Bu açıdan enflasyon krizi sürekli gündemdedir.³⁰

Enflasyon, her şeyden önce iktisadi dengeden sapma durumunu ifade etmektedir. Deflasyon olgusu da enflasyon gibi denge-durumunda meydana gelen aksaklığa işaret etmektedir. Enflasyon, bir sapma ve kriz belirtisi olduğu gibi deflasyon da sapma ve kriz habercisi olabilmektedir. İktisadi krizin, dengede meydana gelen köklü değişimlerin bir sonucu olduğu gerçeği göz önünde bulundurulursa, iktisadi denge ile yakından ilişkili olduğu görülecektir. Bu

²⁸ H. Collin, **Dictionary of Economics**, A&C Black London, firstpublished in 2003 and republished in 2006, Bloomsbury, 2005, s. 186

²⁹ L. F. Jr. Van Meeuwen, “A Concise Encyclopedia of Business Terms”, Stereotype Edition, **English Commercial Terminology and Business Technique in the Commercial High School at Rotterdam**, August 1918, s. 258

³⁰ Aykut Kibritçioglu, “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler 1969-2001”, **YeniTürkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı**, Cilt 1, Yıl 7, Sayı 41, 2001, s. 2

çalışmada, iktisadi kriz tanımının yerli yerine oturması için iktisadi denge kavramının incelenmesi gerekli görülmüştür.

1.3.1.1 Denge Kavramı

İktisadi denge (*equilibrium*), mevcut iktisadi kuvvetlerin iktisadi yapıyı değişmeden bırakmaya, statükoyu korumaya eğilimli oldukları durumun ifadesidir. Kısa ve uzun dönem dengesi olarak iki kısımdan oluşmaktadır. İktisadi denge de kendi içerisinde talep edilen miktarın arz edilen miktara eşit olduğu **denge fiyatı**, tüketicinin harcamalarını bir grup mal arasında dağıtmasını ifade eden **kaynak dağılımında denge**, müteşebbisin işletmesini ya da üretim ölçeğini değiştirmesi için herhangi bir nedenin olmadığı durumu temsilen **işletme dengesi**, endüstriye yeni işletmelerin girmesi ya da endüstriden işletmelerin çıkmasına dair eğilimin olmadığı **endüstri dengesi** ve bir endüstrinin cari ücret üzerinden ihtiyaç duyduğu kadar emek sağlamasını açıklayan **ücret dengesi** gibi dengelerden oluşmaktadır.³¹ Meydana gelen krizler sonrasında yukarıda sayılan dengeler değişmekte ve daha yüksek bir potansiyele sahip yeni denge fiyatı, kaynakların yeniden dağıldığı yeni denge, yeni işletme dengesi, yeni endüstri dengesi ve yeni ücret dengesi gibi dengeler oluşmaktadır. Yeni dengelerin inşa edilebilmesi için eski dengede oyuk ya da dengesizlikler meydana gelmektedir. Dengesizlik (*disequilibrium*) istikrarsız bir durumu ifade etmektedir. Örneğin herhangi bir ülkenin ödemeler dengesinde oyuk ya da açık meydana geldiği zaman bir dengesizlik söz konusudur.³²

İktisadi denge incelemelerinde ortaya konulan belli başlı denge çalışmaları literatürde mevcuttur. Örnek olarak bir denge analizi olan dinamik ve statik karşılaştırma, piyasaların rekabetçi olduğu rekabetçi denge (*competitive equilibrium*), nicel talebin kantitatif arza eşit olduğunu varsayan fiyata binaen rekabetçi denge fiyatı (*competitive equilibrium price*), azami memnuniyetle sonuçlanan tüketici harcamasını ifade eden nokta olarak tüketici dengesi (*consumer equilibrium*), denge, monopoller, vergiler ve uluslar arası ticareti inceleyen Cournot, Bertrand ve Edgeworth gibi matematikçilerin ortaya koyduğu modeller, değişmeye hiçbir eğilimi

³¹ Osman Barbaros Kemer, Erhan Arda, **Op. Cit.**, s.140

³² H. Collin, **Dictionary of Economics**, first published in 2003 and republished in 2006, A&C Black London, Bloomsbury, 2005, s. 53

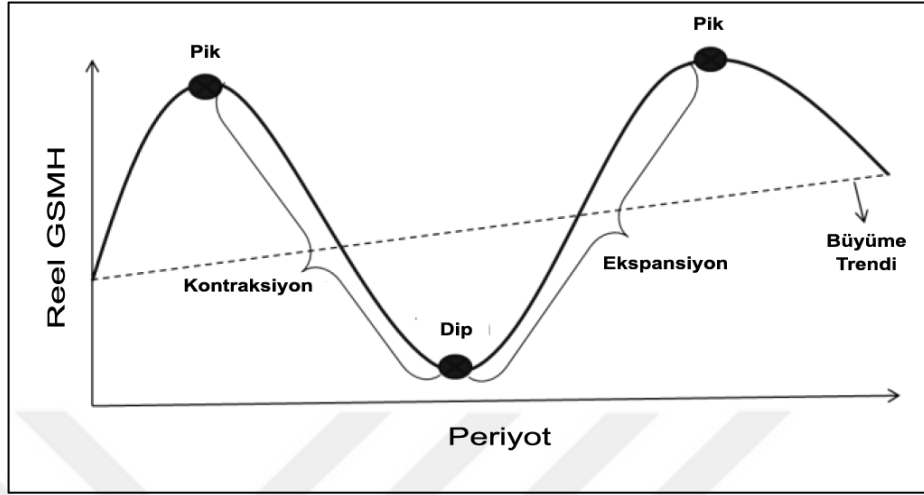
olmayan yani tüketim harcamaları ile üretimin denk olduğu ulusal gelir seviyesi denkliği (*equilibrium level of national income*), nicel arz ile talebin birbirine eşit olduğu yani talep veya arz fazlasının söz konusu olmadığı noktada gerçekleşen fiyatı ifade eden denge fiyatı (*equilibrium price*), denge fiyatında gerçekleşen arz miktarı olarak arz-miktar dengesi (*equilibrium quantity*), bir ülkenin uzun dönem ödemeler dengesinde verdiği açık veya fazlayı ifade eden ve bu durumu çözmenin tek yolunun parasına değer kazandırması ya da değer kaybettirmesi zorunluluğuna değinen yapısal dengesizlik (*fundamental disequilibrium*), emtia miktarı ile fiyatların bir dengeye ulaştığına dayanan (Walrasgil) genel denge (*general equilibrium*), ekonominin bir kısmında gerçekleşen değişimlerin diğer sektörler üzerinde etkide bulunmadığı varsayımı üzerine kurulan (Marshallgil) kısmi denge (*partial equilibrium*), birbirleriyle etkileşimde olan bir ekonomideki sektörler üzerine yapılan genel denge analizi (*general equilibrium analysis*), para piyasasında dengeyi ifade eden likidite tercihi ve para arzı eğrisi (*LM curve*) ve mal piyasasında dengeyi ifade eden toplam tasarruf ve toplam yatırım eğrisi (*IS curve*), emek piyasasında denge, tahvil piyasasında denge, oyun teorisinde iki tarafın izlediği farklı stratejileri açıklayan Nash dengesi (*Nash equilibrium*), kısmi istikrarsızlıkların olduğu yani bir kısım noktaların istikrarlı diğerlerinin istikrar içinde olmadığı denge pozisyonu olarak eyer noktası (*saddle point*), alıcı ve satıcıların fiyatlarını ayrı ayrı belirlediği ve arz ve talep yasası çalıştıkça fiyatların kademeli olarak yakınlığı bir süreç ile mükemmel bir dengeye ulaşılmasının mümkün olduğu mezat* süreci (*tâtonnement process*)³³ gibi denge çalışmaları iktisadi literatürde mevcuttur.

Krizlerden kaçınmak için iktisadi dengenin sağlanmasının bir zorunluluk olduğu neredeyse bütün iktisadi ekoller tarafından kabul görse de özellikle büyümeyi dengenin önünde tutan ekonomiler on yılda bir ortaya çıkan iş çevrimlerinin içerisinde düşmektedir. İş çevrimi, toplam iktisadi çıktının enflasyona uyarlandığı reel gayrisafi milli hasıla, iktisadi faaliyetin en genel ölçüsüdür. İktisadi büyüme ve daralma gibi alternatif periyotlar arasındaki hareketleri iş çevrimi olarak bilinmektedir. İş çevriminin dört aşaması bulunmaktadır: genişleme, zirve, daralma ve dip nokta.

*Elden çıkarma.

³³*Ibid.*, s. 33, 37, 64, 83, 86, 134, 148, 177 ve 198.

Şekil 1.2: İş Çevriminin Genel Stilize Tasviri



Kaynak: Yazarın kendi planlaması.

İş çevriminin genel bir tasvirinin ifade edildiği şekil 1.2, iki pik (zirve) noktası ve bir dip noktası ile daralma (kontraksiyon) ve genişleme (ekspansiyon) aşamalarının oluşturduğu reel GSMH'de meydana gelen büyüme trendi doğrusunu göstermektedir. Ekonomi, belli periyotlarda büyüme, bazı periyotlarda ise daralma eğilimine girmektedir. İş çevrimi olarak ifade edilen bu süreç, büyüme politikasının temel iktisadi politika olduğu günümüzde sıkça karşılaşılan bir konudur. İş çevrimlerinin yanı sıra iktisadi dengenin dengesizliğe tandans göstermesinin en bariz delili olarak deflasyonist ve enflasyonist açık problemi karşımıza çıkmaktadır.

1.3.1.2. Deflasyonist ve Enflasyonist Açık

İktisadi kriz kavramının anlaşılmasında önemli bir yere sahip denge(sizlik) probleminin diğer iki önemli unsuru deflasyonist ve enflasyonist açık olarak karşımıza çıkmaktadır. Bir iktisadi dengesizlik olarak deflasyonist açık, bir ticari faaliyetin normal seviyesi ile durgunluk esnasındaki düşük seviyesi arasındaki farktır. Ayrıca “çıktı açığı” olarak da isimlendirilmektedir.³⁴ Genel fiyatlar seviyesinde bir düşüş olan deflasyon, enflasyonun tam karşıtıdır. Geçen yüzyılda üretkenliğin artması, işletmelerin daha ucuza daha çok mal üretmesine imkan

³⁴ H. Collin, **Dictionary of Economics**, A&C Black London, firstpublished in 2003 and republished in 2006, Bloomsbury, 2005, s. 48

tanımış, emtiaların fiyatları düşmüş, yaşam standartları artmıştır. Ancak daha ucuza mal beklentisi ile insanlar harcamalarını ertelediğinde deflasyon, iktisadi faaliyetlere zarar vermeye başlar. Tüketiciler harcamalarını ertelediklerinde ya da artık harcama yapmadıklarında, işletmeler mallarını satamaz, gelir elde edemez ya da borçlarını ödeyemez hale gelirler, bu da üretimlerini kısımlarına ve işten çıkarmalara neden olur. Böylece daha düşük talep, çok daha düşük fiyatlar ve bir kısır döngü ortaya çıkar. Tarihsel deneyim, bir deflasyon başladığında, Japonya'nın deneyimlediği gibi, onu baştan savmanın inanılmaz derecede zor olduğunu göstermiştir.³⁵

Diğer bir iktisadi dengesizlik, enflasyonist açığın neden olduğu dengesizliktir. Enflasyonist açığın olduğu ekonomilerde, toplam harcama toplam arzın üzerine seyretmekte, fiili yatırımlar (*ex ante*) planlanan yatırımları (*ex post*) aşmaktadır. Deflasyonist açık durumunda ekonomide “sızıntılar” söz konusu iken enflasyonist açık durumunda ekonomide “ilaveler” ya da “enjeksiyonlar” söz konusudur. Ekonomide aşırı soğumanın işareti olan deflasyonist açık probleminde hükümetler talebi canlandırmanın ya da arzı kısmanın yolunu ararken, ekonomide aşırı ısınmanın teşhis edilmesi durumunda hükümetler talebi kısmanın ya da arzı artırmanın yollarını bulmak durumundadırlar.

1.3.2. İktisadi Krizlerin Kaynağı Sorunu

Ian I. Mitroff, iktisadi krizleri genel olarak “Grevler, eme memnuniyetsizlikleri, eksik istihdam, hisse senedi fiyatlarında önemli dalgalanmalar ve düşüşler, piyasa çalkantıları ve gelirlerdeki önemli kayıplar” olarak sıralamaktadır. Mitroff’un emek kesimine dair sıraladıkları reel iktisadi kriz durumlarını içerirken, özellikle, hisse senedi ve borsaya dair verdikleri örnekler finansal krizlere işaret etmektedir. Bunun yanında ilk önce hangi sektörde patlak verip hangi alana sıçradığı konusunda iktisatçıların büyük çoğunluğunun “finansal piyasalarda” başlayıp reel kesime bulaştığı üzerinde hemfikir oldukları görülmektedir. Bu duruma örnek olarak kabul edilen üç büyük iktisadi kriz meydana gelmiştir.

³⁵ **Glossary of Business Terms - A to Z**, The Guardian, 13 Nov 2008, (Çevrimiçi) <https://www.theguardian.com/business/2007/apr/11/businessglossary81>, Mart 2019

1.3.2.1. İktisadi Krizlerin Kaynağı Sorunu:1929 Buhranı

Üç büyük iktisadi krizin ilki, hisse senedi piyasasında başlayıp tüm dünyaya yayıldığı konusunda mutabık olunan 24 Ekim Kara Perşembe 1929 buhranıdır. ABD ekonomisi biri 1900'lerin, diğeri 2000'lerin başlarında olmak üzere iki büyük iktisadi krize maruz kalmıştır. ABD'de 1929 yılına tarihlenen ve 1929 Buhranı ya da Kara Perşembe diye isimlendirilen birinci krizin arkasındaki neden, New York borsasında işlem gören yani alınıp satılan hisse senedi fiyatlarının 1920'lerin başından itibaren sürdürülmesi mümkün olmayan bir hızda artması nedeniyle oluşan borsa balonunun, Ekim 1929 tarihinde infilak etmesidir.³⁶

Şekil 1.3, 1929 yılında meydana gelen iktisadi buhranın, hisse senedi fiyatlarında yarattığı kırılmaya işaret etmektedir. Verilen grafiğin en dikkat çekici noktası hisse senedinde yaşanan fiyat artışlarının 1924 yılında başlayan bir süreç olmasıdır. Bu durum, “Kriz Aşamaları” başlığı altında verdiğimiz “Kriz Öncesi Aşaması”nın vurgulanan önemi ile tutarlılık göstermektedir. 1924'ün ilk yarısından itibaren başlayan birikme, 1926 ile 1928 yılları arasında tırmanma göstermektedir. Tırmanma aşaması 1929 yılının Ekim ayında son bularak yerini patlama aşamasına bırakmaktadır.

Şekil 1.3: Dow-Jones Endüstriyel Hisse Senedi Endeksi (1916-1946)



Kaynak: NationalBureau of EconomicResearch, fred.stlouisfed.org

³⁶ Erdal M. Ünsal, **Makro İktisat**, Genişletilmiş 10. Baskı, Ankara, İmaj Yayınevi, 2013, s. 262

Diğer dikkat çekici husus ise patlamanın gerçekleştiği şartlardır. Finansal patlamanın meydana geldiği dönem, bir optimizm dönemidir.³⁷ 1929 buhranına yol açan bu durumun bir benzeri 2008’de yaşanan krizde de görülmektedir. Bazı iktisatçılar, bu sahte refahı, akıldışı coşku olarak adlandırmaktadır. Ancak, Amerikan Merkez Bankası başta olmak üzere bu kavrama şüpheyile yaklaşan otoritelerin olduğu bilinmektedir. Amerikan Merkez Bankası’nın birçok yöneticisi ve Amerikan Merkez Bankası kurulunun büyük çoğunluğu, hisse senedi spekülasyonlarının kaynakları ticaret ve sanayi gibi üretken alanlardan aldığına inanmaktaydı.³⁸ Ancak herkesin üzerinde mutabık olduğu nokta, 1929 Buhranı, Amerikan tarihi ve modern endüstriyel ekonomilerde en uzun süreli ve en derin darboğaz³⁹ olmasıydı.

1929 Buhranı birçok iktisatçının üzerinde anlaştıkları üzere finansal bir piyasa olarak hisse senedi piyasasında başlayıp daha sonra reel kesime sıçrayan bir krizdir. İktisatçıların bu yargısı, reel etkileri “resesyon” kavramının içerisinde enjekte etmelerinden ileri gelmektedir. Bunun ötesinde, 1929 Krizi iki periyoda ayrılmaktadır: finansal alan ve reel alan. Kriz, iktisatçılar tarafından 1929 yılı ve sonrasındaki birkaç ay içinde yaşanan finansal çöküş ile sınırlandırılmaktadır. Ancak gerçeğin kısa bir süre içerisinde görüldüğü anlaşılmaktadır:

“1929 Buhranı iktisadi faaliyetleri kısıtlarken onun etkileri birkaç ay içerisinde sönümlendi. 1930 yılının Sonbahar’ına kadar iktisadi iyileşme görülmeye başladı. Daha sonra, finansal sistemin başka bir kısmındaki problemler, kısa ve keskin bir resesyonun ulusumuzun en uzun, en derin depresyonuna dönüştüğünü ortaya koydu.”⁴⁰

³⁷ **Ibid.**

³⁸ **Ibid.**

³⁹ Gary Richardson, “The Great Depression 1929–1941”, **Federal Reserve History**, November 22, 2013, (Çevrimiçi) https://www.federalreservehistory.org/essays/great_depression, Ocak 2019

⁴⁰ **Ibid.**

1.3.2.2. İktisadi Krizlerin Kaynağı Sorunu: 1973 Petrol Krizi

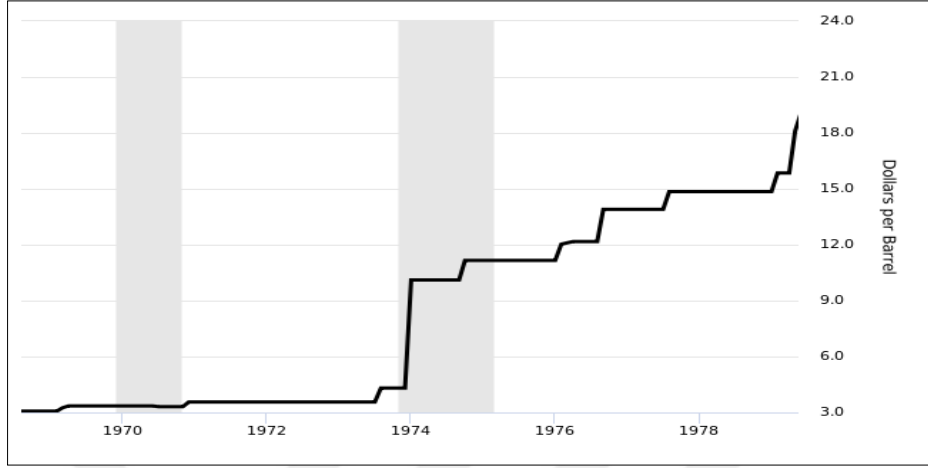
Üç büyük iktisadi krizin ikincisi, Yom Kippur Savaşı'nda ABD'nin İsrail'e desteğini protesto eden Arap Ülkeleri Birliği'nin 15 Ekim 1973'te OPEC* (Petrol İhraç Eden Ülkeler) örgütü aracılığıyla petrol ambargosu ilanı sonrasında artan petrol fiyatlarının etkisiyle çöken piyasaların neden olduğu ve reel sektörde stagflasyon şeklinde ortaya çıkan bir krizdir. Petrol ambargosunun sonrasında yaşananlar şunlardır: Kısa dönemde 4 kat artan fiyatlar, % 25+5 kısılan üretim, 97 milyar dolar eriyen New York borsası, madencilerin greviyle birleşen krizle İngiltere'de hükümetin düşmesi, enerji piyasasındaki dalgalanmalar, ABD'de karneye bağlanan benzin satışı. 1974'teki %400 oranındaki fiyat artışı, ABD başta olmak üzere sanayileşmiş ülkelerin ucuz petrole göre yapılandırılmış olan üretim sistemlerinde zorlanmaya neden olmuştur. Karların ve ücretlerin gerçek değerinin altına düşmesini engellemek için ise petrol fiyatlarındaki artışlar maliyetlere yansıtılmıştır. Dolayısıyla bu da enflasyonun hızlanmasına neden olmuştur. Krizle birlikte büyük araçlar satılmamaya başlanmış ve küçük araçlara olan talep artmıştır. Japonlar bunu değerlendirerek ABD pazarına yakıt tasarrufu sağlayan ve daha küçük araçlar üreterek girmişlerdir.⁴¹ Bütün bu açıklamalardan 1973 krizinin kaynağının reel sektörde yani petrol arz ve talebinde meydana gelen dengesizlikte yattığı anlaşılmaktadır. Petrol arz ve talebi gibi reel sektörde patlak veren kriz New York borsası gibi finansal piyasalara da sıçrayarak keskin dalgalanmalara neden olmuştur. Aşağıdaki şekilde OPEC'in yeni ham petrol fiyatlarını ilanından sonra varil başına doların seyri gösterilmektedir.**

* “Bu örgütün kuruluş amacı özellikle petrol fiyatlarının belirlenmesi ve ilgili diğer meselelerin üyelerle birlikte çözümünü sağlamaktır. Kurulduğunda Batı teknolojisi gereği neredeyse tüm petrol kaynakları Batılı işletmelerce ve özellikle de Amerikan petrol işletmeleri tarafından işletilmekteydi. Arap-İsrail savaşından sonra petrolün Batı'ya ve ABD'ye karşı bir politik silah olarak kullanılması gündeme geldi.” Salih Öztürk, Selin Saygın, “The Economic Effects of the 1973 Oil Crisis and Stagflation Case”, **BJSS Balkan Journal of Social Sciences**, Volume/Cilt 6 Issue/Sayı 12, s. 3

⁴¹ Salih Öztürk, Selin Saygın, “The Economic Effects of the 1973 Oil Crisis and Stagflation Case”, **BJSS Balkan Journal of Social Sciences**, Volume/Cilt 6 Issue/Sayı 12, 2017, ss. 4-5

** 1974-1975 yılları arasında yaşanan resesyon sonrası, petrol fiyatlarında meydana gelen artışlar, hatta 1979 yılındaki fiyatlar ile 1973 yılındaki fiyatlar arasında oluşan derin uçurum dikkat çekmektedir. Bu durum 1979 yılında 1973 yılındaki petrol krizine benzer bir krizin meydana gelmemesi konusunda krizden sonra oluşan yeni dengenin eski dengeden daha yüksek bir potansiyele sahip olduğuna işaret etmektedir.

**Şekil 1.4: 1973 Stagflasyonuna Sebep Olan Ham Petrol Fiyatları
(Varil başına \$)**



Kaynak: Federal Reserve Bank of St. Louis, fred.stlouisfed.org

Şekil 1.4'te 1973'ten 1974'e kadar New York borsasının yaklaşık 100 milyar dolar değer kaybetmesine neden olan ham petrol fiyatlarındaki hareketlenmeler gösterilmektedir. 1960'lı yılların ortalarından 1972'nin son çeyreğine kadar varil başına 3 doların biraz üzerinde seyreden ham petrol fiyatları 1974'ün ilk çeyreğinin başında % 400'lere varan artışla 11 dolar civarında işlem görmeye başlamıştır. Bu tarihten itibaren varil başına ham petrolün fiyatı hiçbir zaman 10 doların altına inmemiştir. ABD'de resesyona yol açan bu süreç 1973 Petrol Ambargosu ya da 1973 stagflasyonu olarak literatüre geçmiştir.

1.3.2.3. İktisadi Krizlerin Kaynağı Sorunu:2008-2012 Krizi

İktisadi krizlerin kaynağı sorununda büyük önem teşkil eden ve Ağustos 2007'de başlayıp 15 Eylül 2008'de Lehman Brothers'ın iflası ile global bir boyut kazanan ABD Mortgage Krizi, üçüncü büyük global krizdir. İktisatçılar finansal açıklamalar getirdiği bu krizin kökleri eşik altı yani asgari şartları sağlamayan tüketicilere açılan eşik altı (*subprime*) kredilerin artışında ve 2006'dan itibaren çığ gibi büyüyen temerrüt oranlarında aramaktadır. İktisatçılar açısından ilgi çekici olan ve 2007 yılının Ağustos ayında 160 küsur yıllık Lehman Brothers kredi işletmesinin iflasına yol açan 2008 krizinin tetikleyicisi olarak eşik altı krediler, borçlarını ödeyecek güçte olmayan, daha düşük kredi derecesine sahip alt gelir grubunu temsil etmektedir. Öte yandan Yüksek kaldıraç ve temerrüt oranları Ağustos 2007'de

finansal krize yol diğer bir etkidir.⁴² 2007 Finans Krizi, 2006 Sonbahar'ında iyice yükselen ev haczi oranlarındaki keskin bir artıştan kaynaklanmıştır. Bu durum kısa süre sonra 2007 ve 2008 yılları arasında global bir finansal krize neden olmuştur. Eşik altı mortgage'ların toplam kaynaklara oranı 1996'da % 9'dan 2006'da % 20'ye çıkmıştır. Faiz geri ödemesi koşullarındaki kredi teşvikleri ve (daha sonra iyice yükselen ve değişken oranlı) düşük başlangıç oranları borçluları daha sonra daha uygun koşullarda yeniden finanse edebileceklerine inanmaya teşvik etmiştir. ABD'deki konut fiyatları 1996'dan 2006 yılına kadar artmaya devam ederken, yeniden finansman koşulları mevcuttu. Fakat 2006 yılından 2007'ye konut fiyatları aniden yavaşça düşmeye başlamıştır.

2007'deki finansal krizi, ABD'de iş âlemi ve ekonomi üzerinde ağır zararlara yol açmıştır. ABD borsası krizden kaynaklı ciddi bir şekilde düşüş yaşamıştır. Ayrıca global finans piyasalarında büyük korkulara neden olmuş, global borsalar şiddetli bir şok geçirmiştir.⁴³ 2008 krizi, bütün dünyaya yayılmış ve 1930'lu yıllarda yaşanan buhrandan bu yana en ciddi iktisadi çöküşe yol açmıştır. Avrupa ve Avrupa Birliği de krizle birlikte eşik altı krediler denen nükleer atıklarla boğuşmuştur.⁴⁴

İktisatçıların büyük bir kısmı 2008-2012 yılları arasında yaşanan krizin bir finansal kriz ve kaynağının finans piyasaları olduğu konusunda görüş birliğine varmışlardır. Ancak düşük faizle açılan kredilerin tüketiciler arasında ikinci, üçüncü hatta dördüncü eve sahip olma arzusunun kamçılacağı varsayımını kabul etmek yerine ikinci, üçüncü hatta dördüncü eve sahip olma arzusunun düşük faiz oranlarına ve finansal piyasalarda nükleer atıkların birikmesine yol açtığı, konut arz ve talebinde meydana gelen dengesizliğin temerrüt oranlarını yukarı çektiği tezini kabul etmek, gerçeğe daha yakın görünmektedir. Öte yandan iktisadi krizin tetikleyicileri arasında bulunan “düşük faiz oranları”nın ne derece krizlere kaynak teşkil ettiği, reel olgular

⁴² Aydan Kansu, **Konut Balonundan Finansal Krize: ABD Mortgage Krizi**, İstanbul, Skala Yayıncılık, Eylül 2011, s. 81

⁴³ Hsien-Yi Lee, “Contagion in International Stock Markets during the Sub-Prime Mortgage Crisis”, Department of Business Administration, Cheng Shiu University, **International Journal of Economics and Financial Issues** Vol. 2, No. 1, 2012, s. 43

⁴⁴ **ABC guide to the Financial Crisis Economic and Monetary Affairs, Financial Crisis glossary**, European Parliament, 1 June 2010, (Çevrimiçi) <https://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+IM-PRESS+20100414FCS72750+0+DOC+XML+V0//EN>, Nisan 2019

üzerinde ne ölçüde etkide bulunduğu, iktisatçılar arasında süregelen tartışmalardan bir tanesi olmuştur. F. A. Hayek'in de hocası olan Ludwig von Mises, kredi genişlemesinin, mal arzını artırmayacağını, yalnızca yeniden tanzim etme olanağı sağlayacağını ileri sürmektedir. Öte yandan sermaye yatırımlarını, devlet tarafından öngörülen iktisadi zenginlik ve piyasa koşullarından saptırmaktadır. Bu durum, ekonominin mal ve hizmetlerde maddi bir artış elde etmediği sürece, üretimin izlemeyeceği yolları takip etmesine neden olmaktadır. Bu bağlamda kredi genişlemesinin getirdiği “iyileşme”, maddi temelden yoksun olmaktadır. Kredi genişlemesi sahte bir refah ortamı yaratmaktadır. Bu refah, iktisadi zenginlikteki artıştan kaynaklanmanın aksine, iktisadi yanılısamadan kaynaklanmaktadır. Er geç, bu iktisadi durumun düşünüldüğü kadar sağlam olmadığı ortaya çıkmaktadır.⁴⁵ Faiz oranlarındaki hareketlenmelerin neden olduğu finansal dalgalanmaların reel iktisadi olgular üzerinde etkisinin güçlü olduğunu, özellikle krizlerin daha derin ve daha şiddetli geçmesi konusunda payı olduğunu söylemek mümkündür. Çünkü, finansal piyasa krizini izleyen resesyon, alışıldık resesyonlardan daha derindir.⁴⁶ Ancak finansal piyasaların, iktisadi krizlerin kaynağı olduğu ön kabulü tartışmaya açık bir mesele olarak görünmektedir.

1.3.3. İktisadi Krizin Mekânsal Tasnifi

Kriz kavramı, çoğunlukla genişleme ve bolluk dönemlerinin sonrasında, ani kırılmaya referansla, uzun veya kısa bir çöküntü ya da daralma evresine geçişi ifade etmektedir. İktisatçılar, iktisadi kriz kavramını da genel olarak bu çerçeve içerisinde analize tabi tutmuşlardır.⁴⁷ Bazı Avrupa Birliği ülkelerindeki dengesizlikler ve oluşan konut balonları, ABD'deki konut balonunun Avrupa'yı vurması, tüketici sayısında azalma, ABD faiz oranlarının düşürülmesi sonucu Euro'da meydana gelen değer artışları, Avrupa bankalarında tutulan toksik (zehirli) varlıklar, gelişme yolundaki

⁴⁵ Ludwig von Mises, **The Causes of the Economic Crises and Other Essays Before and After the Great Depression**, Edited by Percy L. Greaves, Jr, J.C.B. Mohr, Paul Siebeck, Ludwig von Mises Institute, presented February 28, 1931, s. 193

⁴⁶ Peter Halmai, Victoria Vasary, **Financial and Economic Crisis-Causes, Consequences and the Future**, editors: Lubor Lacina, Rozmahel Petr, Antonin Rusek, Ed. 1st. – Bučovice: Martin Stříž, 2011, s. 162

⁴⁷ Ömer Yılmaz, Alaattin Kızıltan, Vedat Kaya, “İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 24, Ocak - Haziran 2005, s. 78

piyasalar ve global ticaretteki artış gibi durumlar kriz tetikleyicisi olabilmektedir.⁴⁸ Bütün bu açıklamalar, iktisadi krizlerin coğrafi boyutlarına ışık tutmaktadır.

1.3.3.1. Ulusal İktisadi Krizler

İktisadi krizler hususunda ilk ayrımın cereyan ettiği mekansal ölçüye göre yapılması onun bulaşıcılık özelliğinin daha iyi anlaşılması bakımından önem arz etmektedir. Bunlardan ilki, ulusal ölçüde meydana gelip yayılan krizlerdir. Globalleşme öncesi meydana gelen krizlerin hızlı bir şekilde diğer coğrafyalara yayılmaması anlaşılabilir bir olgudur. Bugün bu durum, bazı coğrafyalarda hala geçerliliğini korumaktadır. Gelişmişlik bakımından“mütevazı” bir ekonomiye ve global ticarete göz ardı edilebilir bir paya sahip ülkelerde yaşanan krizler, sınırların birkaç kilometre ötesine geçmekle sınırlı kalabilmektedir. 2001 yılında Türkiye’nin deneyimlediği bankacılık krizi bu kapsamda değerlendirilebilecek bir krizdir; çünkü bu kriz, Türkiye ve Rusya Federasyonuna komşu birkaç Ortadoğu ülkesinden öteye yayılamamıştır.⁴⁹Bu bağlamda 2001 krizi, Türkiye’nin ulusal çapta yaşadığı finansal bir kriz olarak değerlendirilmektedir. Çünkü, kısa vadeli fonlardan yüksek oranda yararlanılan daha uzun vadeli yatırımlar yoluyla faiz oranlarındaki düşüşü devam ettirmek için kendilerini agresif bir şekilde konumlandıran bazı, genellikle orta ölçekli,ulusal bankalarda finansal sorunların ortaya çıkışı,krizin tetikleyicisi olmuştur.⁵⁰2001 krizi sonrasında, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), dolaylı olarak global sermayeye fayda sağlayan ve ek bir yük oluşturan daha büyük döviz rezervleri biriktirerek gelecekteki istikrarsızlığı engellemeye çalıştı.⁵¹

⁴⁸ Andrew Watt, “The Economic Crisis in Europe-Causes, Effects, Policies, Alternatives,” **Presentation to European Forum Cyprus Seminar Two Tests Forcyprus – World Financial Crisis and Identity**, Nicosia, 12-14 June 2009, ss. 3-4

⁴⁹ Mahfi Eğilmez, **Küresel Finans Kriz- Piyasa Sisteminin Eleştirisi**, İstanbul, Remzi Kitabevi, 2008, s. 52

⁵⁰ OECD Economic Surveys, **Turkey, Policy Reassessment in Light of the End-2000 Financial Crisis**, OECD 2001, s. 10

⁵¹ Mathieu Dufour, Ozgur Orhangazi, “The 2000-2001 Financial Crisis in Turkey: A Crisis for Whom?”, **Review of Political Economy**, University of Massachusetts Amherstand Roosevelt University, 21:1, 2007, s. 7

1.3.3.2. Bölgesel İktisadi Krizler

İktisadi krizin sınırları açısından krizlerin ortaya çıktığı ikinci mekansal kapsam, bölgesel boyutta gerçekleşen krizlerdir. Ulusal krizlerin birçoğu, bölgeye yayılma, çevresindeki ülkeleri etkileme, kısacası bölgesel olma eğilimi göstermektedir. Bu duruma örnek olarak, Güneydoğu Asya ülkelerinde patlak veren 1997 Finans Krizi gösterilebilir. Bu kriz Tayland'ta ortaya çıkmış, ardından hızla Singapur ve Hong Kong gibi bölgenin büyük ekonomilerine bulaşmıştır. Tayland'ta baş gösteren krizin çabucak komşu ülkelere yayılmasının arkasındaki en temel neden, yatırımcıların bu ülkeleri ayrı ayrı veya bağımsız ülkeler topluluğu olmaktan çok bir bütün olarak değerlendirmiş, yatırımlarını bu varsayıma göre gerçekleştirmiş olmasıdır. Öte yandan 1997 Asya krizinin, bölgesel olmaktan çıkıp globalleşme eğilimi gösterdiği de gözlemlenmiştir.⁵² Dolayısıyla ulusal krizlerin bölgesel, bölgesel krizlerin de globalleşme eğilimlerinin bulunduğu unutulmamalıdır.

1.3.3.3. Global İktisadi Krizler

İktisadi krizin sınırları açısından krizlerin ortaya çıktığı üçüncü mekansal kapsam, global boyutta gerçekleşen krizlerdir. Global iktisadi krizler, aynı zamanda şiddetleri bakımından tahrip gücü en yüksek krizlerdir. Global iktisadi krizlerin köklerini, globalleşme/küreselleşme olgusunda aramak gerekmektedir. Globalleşme olgusu ile birlikte sermayenin artan akışkanlığı, ulusal krizlerin bölgesel krizlere, bölgesel krizlerin ise global krize dönüşmesi ihtimallerini artırmıştır. Günümüzde, herhangi bir ulusal ya da bölgesel krizin global bir depresyona dönüşmesi, dünyanın neredeyse tamamının kapitalist ekonomi ilkelerini kabul etmesi ve sermaye hareketlerinde liberalizasyonu uygulaması nedeniyle her zamankinden daha güçlü bir ihtimal olarak öne çıkmaktadır. Global iktisadi krizlerin güncel örneği 2008-2012 Finans Krizi'nin, ilk başta ABD ve İngiltere ile sınırlı olacağı ve Çin, Hindistan, Rusya ve Brezilya gibi gelişme yolundaki ülkelere sirayet etmeyeceği düşünülmüştür. Ancak bu yanılgı kısa sürmüş, krizin belli başlı Avrupa ülkelerine

⁵² Eğilmez, **Op. Cit.**, ss. 52-53.

sirayet etmesi ile başta Türkiye olmak üzere dünyanın geri kalan ülkelerini etkisi altına almıştır.⁵³

Herhangi bir iktisadi krizin mekansal sınırları; krizin etkileri, yıkımı ve çözümleri hususunda politika yapıcılara fikir vermesi açısından önem arz etmektedir. Bu bağlamda son yaşanan global krizin sınırlarını kavramak ve ortaya koymak gerekmektedir. 2008 Finans Krizi, 1929 Depresyonu bir kenara konulursa, daha önce yaşanan 1994 ve 2001 Türkiye bankacılık krizleri ve 1997 Güneydoğu Asya ile 2000’li yıllarda Latin Amerika krizlerinden ayrılmaktadır. 2008 ve 1929’da yaşanan iktisadi krizlerin dışındaki diğer krizler, ya ulusal ya da bölgesel krizlerdir. Oysaki 2008 yılında yaşanan yıkım, ulusal ve bölgesel sınırları aşan global bir krizdir.⁵⁴ Bu noktada dünyanın yaşadığı üçüncü global krizi olarak 2008 krizinin, her ne kadar ikisi de global çapta vuku bulmuş olsa da, 1929 Depresyonundan ayrıldığı noktalar bulunmaktadır. Bu ayrım noktaları, 2008 krizinin 1929 depresyonundan daha yıkıcı olmasına katkı sağlamıştır. Ayrım noktalarından en önemlisi, iki krizin ortaya çıktığı toplumların geldiği iktisadi ve toplumsal aşamadır. 1929’dan önceki yüzyıllarda gerçekleşen krizlerin ortaya çıktığı toplumlar, zirai toplumlardır; bu toplumlarda nispeten daha basit ve daha az karmaşık iktisadi ilişkiler hüküm sürmektedir. 1929 Büyük Depresyonu’nun patlak verdiği zamanlarda toplumların tarımsal toplumdan endüstriyel toplumlara geçiş mücadelesi bulunmaktadır. 2008 krizinin patlak verdiği ABD ise şüphesi bir endüstri toplumdur, zirai toplumlara kıyasla daha karmaşık ve anlaşılması güç iktisadi ilişkilere sahiptir. Dolayısıyla 1929 krizinin 1700’lü yıllarda İngiltere ve Avrupa’da gerçekleşen krizler karşısında yarattığı tahribatın şiddeti ve süresi ne kadar fazla ise, 2008 krizinin de 1929 krizi ile kıyaslandığında meydana getirdiği tahribatın şiddeti ve süresinin hayli yüksek olması beklenebilir bir olgu olarak görünmektedir. Çünkü 2008 krizini yaşayan toplum, 1929 krizinden farklı olarak endüstri toplumu olmanın ötesinde bir enformasyon toplumdur. Enformasyon toplumu, zirai ve endüstriyel toplumlardan daha kompleks iktisadi ilişkilere sahiptir. Örneğin internet üzerinden kolaylıkla gerçekleştirilebilen konut

⁵³ Eğilmez, **Op. Cit.**, s. 53

⁵⁴ Arif Yavuz, “Küresel Kriz ve İstihdama Etkisi”, **Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi**, Sayı 58, 2010, s. 3

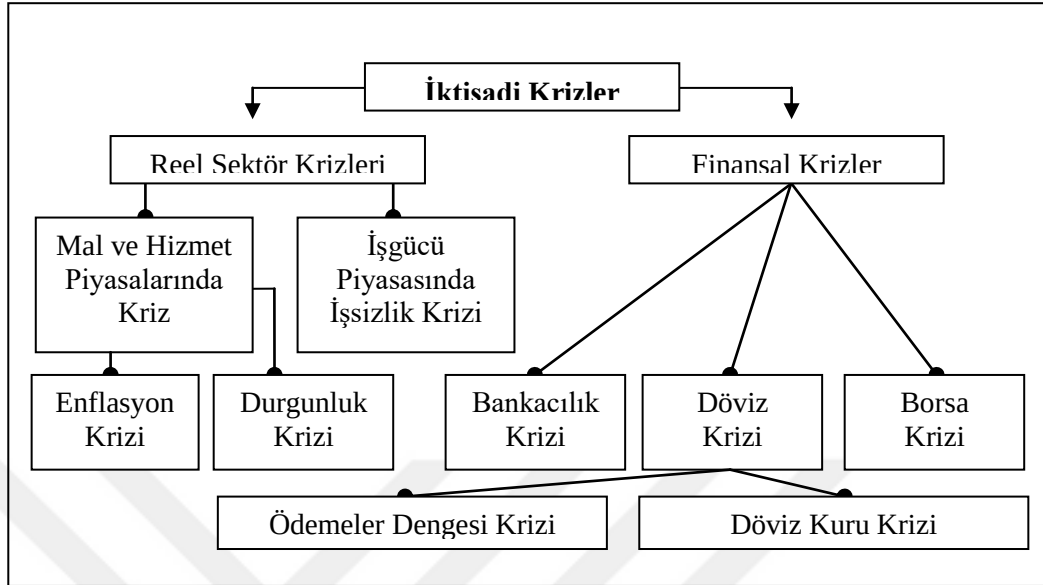
kredileri işlemi, ABD’de toplumun birçok kesimini krizin aktörü durumuna sokarken krizin toplumun bütün fertleri tarafından hissedilmesine yol açabilmektedir.

1.3.4. İktisadi Krizin Sektörel Tasnifi

İktisadi kriz kavramı, iki tanım üzerine oturmaktadır: Reel sektör krizi ve mali ya da finans sektörü krizi. Finans sektörü; leasing işletmeleri, sigorta, yatırım fonu ve faktöring işletmeleri vb. kuruluşların bulunduğu sektördür. Eğer kriz, bu sektörde meydana gelmişse, o kriz finansal kriz olarak adlandırılmaktadır. Finansal krizler; bankacılık sektöründeki mevduat kaçışları, dövize yönelme ve borsada yaşanan büyük değer kayıpları ile tırmanmaktadır. Finansal krizler sonucu hükümet ya da işletmeler, borçlarını ödeyemez hale gelmekte ve temerrüde düşerek çöküşü hızlandırmaktadır. Finans piyasasının en önemli aktörü olarak bankaların hatalı yatırım kararları finansal bir krizle sonuçlanabilmektedir. Finansal krizin ortaya çıkma nedeni ne olursa olsun etki alanı çok geniş olabilmektedir. Temerrüde düşen kurumun karakterine bağlı olarak reel sektörü de etkisi altına alabilmektedir. Örneğin temerrüde düşen ve borçlarını ödeyemez hale gelen herhangi bir iktisadi kurum, finans sektöründe faaliyet gösteriyorsa finansal bir krizle, reel sektörde faaliyet gösteriyorsa reel sektör krizi ile karşı karşıya kalınacak demektir.⁵⁵ Ancak finansal piyasaların gelişmişlik seviyesine bağlı olarak krizlerin ortaya çıktığı sektörü tahmin edebilmek güç olmaktadır. Oldukça gelişmiş bir finansal piyasaya sahip ekonomilerde finansal ilişkiler daha karmaşıktır. Bu durumda ortaya çıkan krizin bir reel sektör krizi mi yoksa finans krizi mi olduğunu tahmin etmek konusunda zorluklar ortaya çıkabilmektedir.

⁵⁵ Mahfi Eğilmez, **Küresel Finans Kriz- Piyasa Sisteminin Eleştirisi**, İstanbul, Remzi Kitabevi, 2008, s. 51

Şekil 1.5: Temel Makro İktisadi Krizlerin Tasnifi



Kaynak: Aykut Kibritçioğlu; “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001”, **Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı**, Cilt 1, Yıl 7, Sayı 41, 2001, s. 9.

Şekil 1.5’te iktisadi krizlerin sektörel sınıflandırması olarak reel ve finansal iktisadi krizlerin türleri aktarılmaktadır. Bir iktisadi kriz olarak reel sektör krizleri, enflasyon ve durgunluk şeklinde ortaya çıkan ve mal ve hizmet piyasalarında meydana gelen kriz ile işgücü piyasalarında meydana gelen işsizlik krizlerinden oluşmaktadır. Finansal krizler ise döviz kuru krizi ile ödemeler dengesi krizi olarak meydana gelen döviz krizleri, bankacılık krizi ve borsa krizinden oluşmaktadır.

1.3.4.1. Reel İktisadi Kriz

Reel krizlerin en önemli göstergesi olarak karşımıza deflasyonist ve enflasyonist dengesizliklerin neden olduğu krizler çıkmaktadır. Her iki kriz durumunda mal, hizmet ve emek piyasasında yani çıktı miktarlarında ve istihdam seviyelerinde ciddi dalgalanmalar meydana gelmektedir. Mal, hizmet ve faktör piyasasındaki fiyatlarda meydana gelen sürekli ve istikrarlı tırmanış, enflasyonist krizin başlıca göstergesidir. Fiyat artışları inatçı bir hal almışsa kronik enflasyon olgusu söz konusudur. Bu durum enflasyonist bir krizin işaretidir. Türkiye dahil gelişme yolundaki ülkelerin birçoğu krizin bu türünden muzdariptir.⁵⁶ Enflasyon olgusu mal, hizmet ve faktör fiyatlarındaki sürekli artış yerine, yine bu piyasalarda

⁵⁶ Kibritçioğlu, **Op. Cit.**, s. 2

yaşanan arz eksikliği olarak tanımlandığında, enflasyon probleminin reel sektör sorunu olduğu anlaşılmaktadır. Diğer bir reel sektör krizi ise iktisadi soğuma ya da durgunluk kavramları ile özdeşleşen deflasyonist baskıların neden olduğu krizlerdir. Deflasyonist bir ekonomide fiyatlar, mal ve hizmet yatırımlarını teşvik edecek seviyede olmamaktadır. İktisadi bireylerin, yatırımdan elde edeceği kâr marjı oldukça dardır. Deflasyonist bir dengesizlik meydana geldiğinde reel sektör bu durumdan ciddi bir şekilde etkilenmektedir. Başka bir reel sektör krizi olarak karşımıza işsizlik krizi çıkmaktadır. İşsizlik krizi çoğu zaman deflasyon krizinin bir uzantısı olabilmektedir. İşsizlik krizinde deflasyonist baskılar nedeniyle istihdam seviyesinde keskin düşüşler yaşanmaktadır.⁵⁷ Özetle reel iktisadi krizler; deflasyon, enflasyon ve işsizlik gibi problemleri içeren krizlerden oluşmaktadır.

Öte yandan reel iktisadi krizler; para ve tahvil piyasası dışında bulunan sektörlerde cereyan eden krizler olarak tanımlanabilmektedir. Mal ve hizmetler ile emek piyasasında arz ve talep dengesinde meydana gelen bozulmalar, reel bir iktisadi krize işaret etmektedir. Reel iktisadi kriz; enflasyon, deflasyon ve istihdam üzerinde etkiye bulunmaktadır. Bu etki, ya doğrudan reel piyasalarda (mal ve hizmet, istihdam piyasası) meydana gelen bir krizin sonucu ya da mali piyasalar dediğimiz ve enformasyon toplumunun en yaygın iktisadi faaliyetlerinin yaşandığı piyasalarda meydana gelen dengeden sapmaların sonucu olarak büyümeyi ilgilendiren enflasyon ya da deflasyon ile istihdamı ilgilendiren emek piyasasında ciddi eksiklikler-fazlalıklarla ortaya çıkmaktadır. Finans sektöründe meydana gelen krizin reel sektöre sirayet ettiği en önemli kanal olarak bankalar karşımıza çıkmaktadır. Bankacılık sektörü, mali sektör ile reel sektör arasında bir köprü niteliğindedir. Finansal piyasalarda meydana gelen çalkalanma, ani sıçramayla reel piyasaya bulaşabilmektedir. Bu açıdan finansal krizlerin reel sektöre etkisi şiddetli olabilmektedir. Şiddetli finansal krizlerin arkasından yapılan bir incelemeyle; varlık fiyatları, çıktı seviyesi ve istihdam üzerinde derin ve kalıcı etkilere ulaşabilmektedir. İşsizlik oranlarında yükseliş ve konut fiyatlarındaki düşüşler, sırasıyla beş ve altı yıla kadar uzanabilmekte, çıktı seviyesindeki düşüşler ortalama

⁵⁷ Fatih Mehmet Eren, **Ekonomik Krizler ve Kriz Göstergeleri: 1990 Sonrası Dünyada Yaşanan Krizler ve Türkiye Karşılaştırması**, Selçuk Üniversitesi, 2010, ss. 3-4

iki yıl kadar sürebilmektedir. Finansal krizlerin neticesinde meydana gelen resesyonlar, çoğu zaman hükümet borcunda büyük artışları arkasında sürüklemesine rağmen, nihayetinde sona ermektedir.⁵⁸

1.3.4.2. Finansal (Mali) Kriz

Mali ya da finansal iktisadi krizler, globalleşme çağının en yaygın görülen ve kısa aralıklarla cereyan eden kriz türüdür. “Normal” ya da alışıldık resesyondan daha şiddetli bir daralmaya neden olan finansal krizler, finansal yapıda cereyan etmektedir. İktisadi krizin bu türü, 2008 Krizi’nin tam manasıyla anlaşılmasına temel teşkil etmektedir. Finansal krizler neticesinde kredi piyasası daralarak banka bilançolarını bozmakta, ekonomiye duyulan güven eksikliği ile birlikte bankalararası güven de azalmaktadır. Finansal yapı, yatırım amacıyla fonları harekete geçirmek ve ticari faaliyetlerin finanse edilmesi için ödeme sistemleri dâhil çeşitli imkânlar sağlamak amacıyla, tipik olarak karmaşık bir şekilde etkileşime giren kurumsal ünitelerden ve piyasalardan oluşmaktadır.⁵⁹

Finansal yapı, finansal sektörün toplam büyüklüğü, sektörel bileşimi ve aktörlerin ihtiyaçlarını karşılamada verimliliğini belirleyen özel sektörlerin bir dizi özelliği açısından önem arz etmektedir. Finansal yapının değerlendirilmesi; finans piyasası kurumları, emeklilik fonları, mortgage varlıkları, sigortalama işletmeleri, kalkınma ve finans kuruluşları, tasarruf ve mevduat fonları, ticari ve esnaf bankaları ve merkez bankasını gibi kilit kurumsal otorite ve aktörlerin rollerini kapsamaktadır. Ve ayrıca para, döviz büroları ve (bono, hisse senedi, türev ve yapılandırılmış finans ürünlerinin dahil olduğu) sermaye piyasalarını da içeren işlevsel finans piyasaları da bu tanıma dahil edilebilir.⁶⁰ Finansal yapının iktisadi sistemdeki birçok aktörü kapsamaması, finansal kriz sonrasında meydana gelen tahribatın yüksek olmasında belirleyici bir neden olmaktadır. Finansal sektör, olabildiğince çok aktörü, iktisadi

⁵⁸ Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, **The Aftermath of Financial Crises**, International Aspects of Financial Market Imperfections, American Economic Review: Papers&Proceedings 99:2, 2009, s. 471

⁵⁹ International Monetary Fund (IMF), “Institutional Sectors and the Financial System”, **Financial Soundness Indicators: Compilation Guide**, Chapter 2, 2019, Revision of the 2006 FSI Guide, s. 11

⁶⁰ International Monetary Fund (IMF), “Indicators of Financial Structure, Development, and Soundness”, **Financial Sector Assessment: A Handbook**, September 29, 2005, s. 15

faaliyetlere dâhil etmekte, toplumun birçok kesimine ulaşmaktadır. Finansal piyasalar, bir ekonomideki milyonlarca hanehalkı ve işletmenin davranışlarını koordine etmede dikkat çekici derecede etkilidir. Geçen yirmi yıl içerisinde birçok ülkede, hisse senedi ve tahvil piyasalarının değeri, finansal aracilar aracılığıyla ödenmemiş kredilerin değeriyle yarışır hale gelmiştir. Bankalar ve sigortalama işletmeleri de dâhil olmak üzere finansal aracilar, her iki finans türünde de önemli bir rol oynamaya devam etmektedir.⁶¹

Finansal piyasalarda kilit role sahip finansal aracilar, iktisadi faaliyetleri hızlandırıcı ve kolaylaştırıcı etkiye sahiptir. Örneğin bir şahıs, *General Motors* ya da *IBM*'e* kredi vermek isterse, kredi teklifi için doğrudan işletme müdürüne gitmek yerine, bu işletmeye, dolaylı olarak, tasarruf sahibi kişilerden mevduat toplayan ve akabinde fon ihtiyacı olan kişilere kredi sağlayan finansal kurumlar aracılığıyla kredi vermektedir.⁶² Bu durum, finansal sistemde, ayrıca, dolaylı finansmanın bir örneği olmaktadır. Dolaylı ve dolaysız finansman, finansal sistemin önemli bir parçasıdır.

Finansman, herhangi bir iktisadi işletmenin hedeflerini yerine getirebilmesi, parasal engelleri aşabilmesi için zorunlu her türlü ödeme enstrümanı ya da imkânlarını temin eden ve işletmenin birçok yükümlülüğünü zamanında yerine getirmesini olanaklı kılan, para dolaşımını, fon transferini, fon arz edenler ile talep edenlerin arzuladıkları süreçleri yerine getirmeleri ile ilişkili bir kavramdır. Finansman ya da finanslama dolaylı ve dolaysız finansman diye iki ana başlıkta toplanmaktadır. Dolaylı finansmanda finansal aracilar** fon talebi ile arzı arasındaki kanalların çalışmasında kilit bir fonksiyona sahiptir. Dolaysız finansman yönteminde

⁶¹ Stephen G. Cecchetti, Kermit L. Schoenholtz, **Money, Banking, and Financial Markets**, Brandeis International Business School, New York University Leonard N. Stern School of Business, Fourth Edition, 2012, s. 270

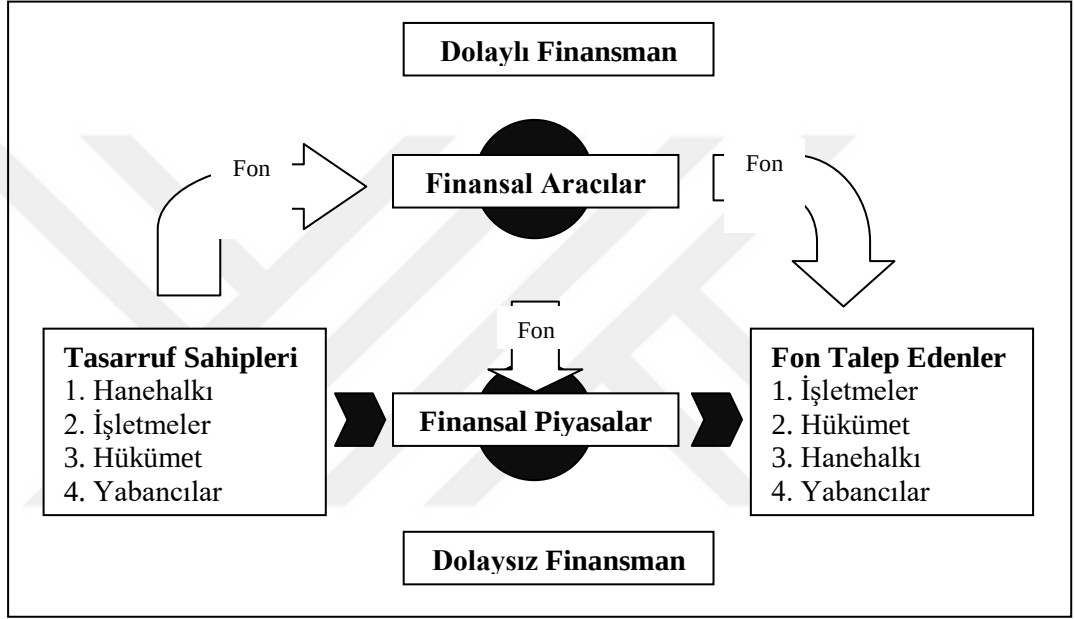
**International Business Machines Corporation*. ABD'de bilgisayar yazılım işletmesi

⁶² Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, 11. Edition, The Pearson Series in Economics, Columbia University, Pearson Education Ltd., 2016, s. 52

***Financial intermediaries*; Fon akışında temel işlevleri olan aracılık kurum ve kuruluşları olarak fon arzı ile fon talebi arasında denge kurarlar. En bilinenleri bankalardır, bankerler, tefeciler, menkul kıymet fon ve yatırım ortaklıklarıdır. “Finansal araciların ekonomik işlevleri yatırımcıların brüt fon maliyeti ile tasarrufçunun net getirisi arasındaki marjı minimum kılmaktır. Batı Avrupa ve ABD’de yaklaşık % 1 olan bu marj, Türk bankalarının yüksek faaliyet masrafları nedeniyle çok yüksek seviyelerde süregitmektedir. Bu durum, finansman işletmelerinin fonları verimli sektörlerle yönlendirmelerini engellemektedir. Türkiye’de finansman işletmelerinin faaliyet kuralları 2499 sayılı “Sermaye Piyasası Yasası” ile belirlenmiştir”. Osman Barbaros Kemer, Erhan Arda, **Ansiklopedik İktisat ve Dış Ticaret Sözlüğü**, Ankara, Savaş Yayınevi, 2009, s.224.

ise çeşitli finansal enstrümanlar yine de söz konusudur ve fon talipleri ile satıcıları bir araya getirecek mecra oluşturulmaktadır. Bu mecra hisse senedi, tahvil, bono gibi finansal enstrümanlar aracılığıyla inşa edilmektedir.⁶³ Dolayısıyla dolaysız finansmanda alıcı ve satıcı birbiri ile muhatap olabilmektedir; dolaylı finansmanda ise böyle bir durum söz konusu değildir.

Şekil 1.6: Finansal Sistemde Fon Akışı



Kaynak: Stanley G. Eakins, Frederic S. Mishkin, **Financial Markets and Institutions**, 7th Edition, Pearson Education India, 2012, s. 16

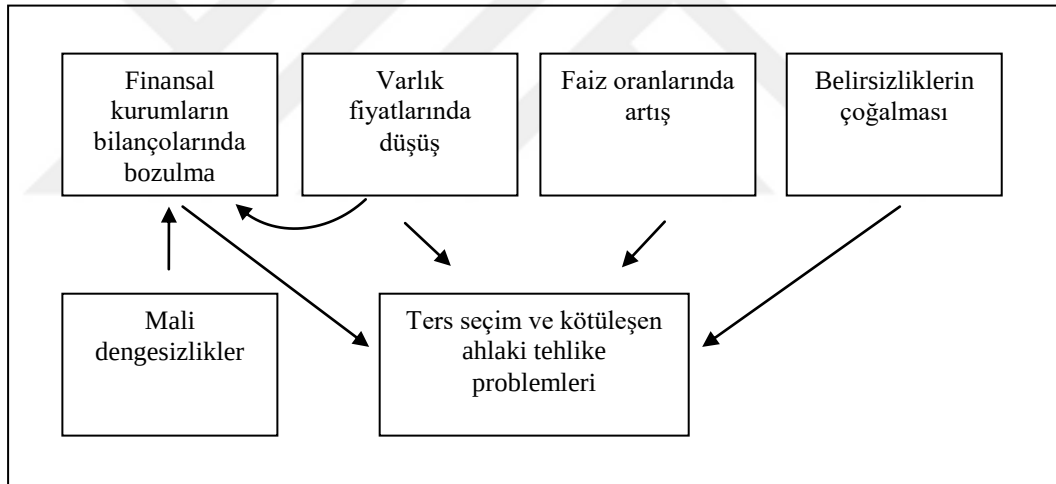
Dolaysız finansman, fon sahiplerinden fon taliplerine “doğrudan” akan fonları ifade etmektedir. Dolaylı finansman ise, fon sahiplerinden, sonradan bunları fon taliplerine kanalize edecek finansal araçlara akan fonlara işaret etmektedir. 2008 finansal krizinden bu yana, işletmelerin dolaylı finansmana olan güveni azalma göstermiştir. İşletmelerin bankalardan borçlanmalarındaki düşüşler ciddi oranlarda artarken dolaysız finansman yoluyla fon sağlamaları sürekli bir biçimde artmaktadır. Örneğin Kore’de dolaylı fonların toplam ödenmemiş ulusal fonlar içerisindeki payı 2008’de % 70,4’ten, 2013’te % 66,5’e düşmüştür. Finansal krizden beri işletmelerin dolaysız finansmana olan bağımlılıkları kısmen artarken dolaylı finansman fonlamanın hala temel kaynağı

⁶³ Osman Z. Orhan, Seyfettin Erdoğan, **Para Politikası**, Kocaeli, Umuttepe Yayınları, 2013, s. 28

durumundadır. Bu yüzden banka kredi ve mevduat oranları ve diğer kredi araçları, para politikasının kilit aktarım kanalı olmayı sürdürmektedir.⁶⁴ Şekil 1.6, finansal sistemde dolaylı ve dolaysız finansman aracılıyla gerçekleşen fon akışını göstermektedir.

İyi işleyen finansal piyasalar, alımlarını daha iyi zamanlamalarına olanak sağlayarak tüketicilerin refahını doğrudan yükseltmektedir. İyi yönetilen finansal piyasalar, toplumdaki herkesin iktisadi refahını artırır.⁶⁵ *Tasarruf, servet, likidite, ödeme ve kredi, riskten korunma ve bilgi sağlama fonksiyonu*⁶⁶ olan finansal piyasaların etkin işlememesi durumunda toplumdaki birçok bireyi etkileyecek finansal krizler meydana gelebilmektedir. Şekil 1.7, bir finansal krizin nasıl başlayacağını göstermektedir.

Şekil 1.7: Finansal Bir Krizin Başlama Aşamaları



Kaynak: Stanley G. Eakins, Frederic S. Mishkin, **Financial Markets and Institutions**, Graduate School of Business, Columbia University, East Carolina University, 7th Edition, 2012, s. 179

Finansal krizler, uzun süreli krizlerdir. Her finansal kriz belli başlı belirtiler göstermektedir; en önemlisi, varlık piyasasındaki düşüşlerin derin ve uzun süreli gerçekleşmesidir. Örneğin, reel konut fiyatları altı yıl boyunca ortalama % 35

⁶⁴ Huh Jinho, "Their Implications for Central Bank Policies: Korea's Experience, Changes in Financial Intermediation Structure", **BIS Papers No 83**, 2015, s. 216

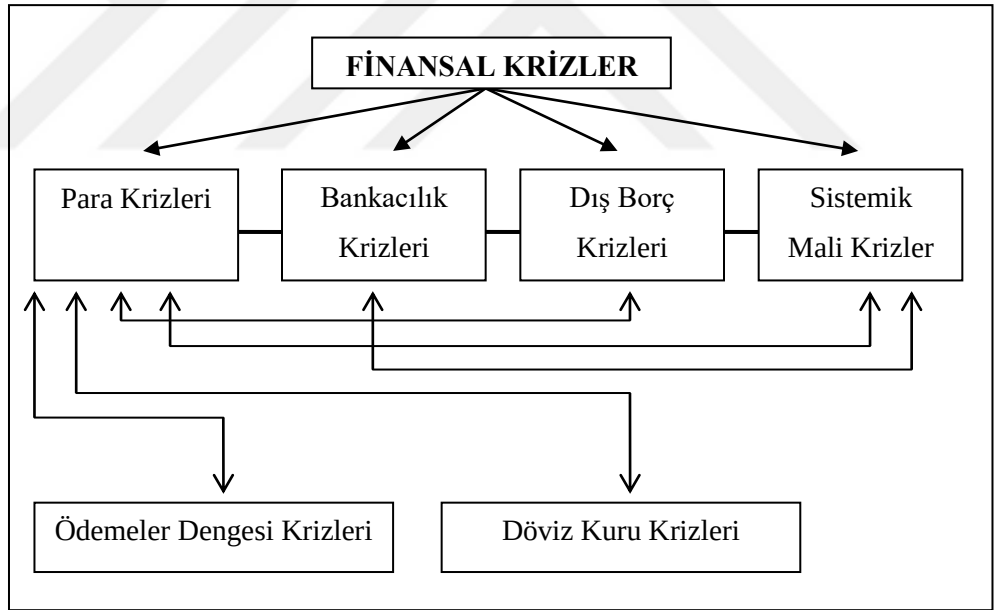
⁶⁵ Stanley G. Eakins, Frederic S. Mishkin, **Financial Markets and Institutions**, 7th Edition, Pearson Education India, 2012, s. 17

⁶⁶ Gülsüm Gürkan Yay, **Para ve Finans-Teori ve Politika**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, Kasım 2012, ss. 19-20

gerilerken, hisse senetlerinin fiyatı yaklaşık üç buçuk yıllık bir daralma boyunca ortalama % 55 düşmüştür.⁶⁷ Varlık fiyatlarının finansal krizdeki etki gücü hususunda gelişmiş ülkeler ile gelişme yolundaki ülkeler arasında belirgin bir ayrım bulunmaktadır. Gelişme yolundaki ülkelerdeki varlık piyasalarının nispeten daha gelişmemiş olması, onun finansal krizde oynadığı rolü ciddi oranda azaltmaktadır. Varlık balonlarının genellikle gelişmiş ülkelerde oluştuğu ve patladıktan sonra gelişme yolundaki ülke piyasalarına bulaştığı bilinmektedir.

Şekil 1.8, finansal (mali) kriz türlerini göstermektedir. Dört büyük finansal kriz bulunmaktadır: Ödemeler dengesi ile döviz kuru krizlerini içeren “para krizleri”, “bankacılık krizleri”, “dış borç krizleri” ve “sistemik mali (finansal) krizler”.

Şekil 1.8: Finansal (Mali) Krizin Tasnifi



Kaynak: Güven Delice, Finansal Krizler: “Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 20, Ocak-Haziran 2003, s. 63.

⁶⁷ Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, **The Aftermath of Financial Crises**, International Aspects of Financial Market Imperfections, American Economic Review: Papers&Proceedings 99:2, 2009, s. 466

Geçmişte birçok finansal kriz meydana gelmiştir. Finansal krizler, tarihte oldukça yaygındır ve sık sık etkilenen ülkelerde iktisadi çalkalanmalara neden olmaktadır. 1772 Kredi Krizi, 1997 Asya Krizi ve 2008 Mortgage Krizi finansal etmenlerin ağır bastığı krizlerdir. 20. yüzyılda, e. g. özellikle savaşların yaşanmadığı dönemlerde, sayısız finansal kriz yaşanmıştır: 1960'lı yıllarda İngiliz sterlini ile Fransız frank'ı krizi, 1970'li yıllarda Bretton Woods sisteminin çöküşü ve 1980'li yılların borç krizleri. Yüzyılın erken dönemlerinde de finansal krizler, özellikle de bankacılık krizleri, mevcuttur. Bu krizlerin en dikkat çekici olanları; 1994-1995 Meksika krizi ile ciddi paralellikler gösteren 1890 Barings Krizi ve 1894-1896 ABD'deki para krizidir.⁶⁸

1.3.4.2.1. Para (Kur) Krizleri ve Türkiye 2018 Para Krizi Hadisesi

Para krizi, paranın değerinde en az % 25'lik bir düşüş ve ayrıca düşüş oranında en az % 10'luk bir artış olarak tanımlanmaktadır.⁶⁹ Rose ve Frankel'in para krizi tanımı, paranın değerinde, aynı yıl içerisinde asgari % 25'lik düşüş, paranın değerinin azalış oranında ise % 10'luk bir yükselişe odaklanmaktadır. Onlar için para krizi, “nominal kur devalüasyonu” olarak ifade edilmektedir. Bu yaklaşıma ikinci ölçü, Eichengreen ölçütüdür. Bu ölçü, bir spekülasyon basıncı endeksi inşa etmekte ve bu endeks, kur dalgalanmalarının yanında, baskıları ortadan kaldıran ve kurdaki dalgalanmaları yatıştıran global rezervlerdeki hareketleri ya da faiz oranlarını dikkate almaktadır. Dolayısıyla, böyle bir endeks kullanılarak tespit edilen krizler, yalnızca para biriminin önemli ölçüde değer kaybettiği durumları değil, aynı zamanda yetkililerin eylemlerinin büyük bir devalüasyon veya sabit döviz kuru sistemini terk etmesini engellediği olguları da içermektedir.⁷⁰

⁶⁸ International Monetary Fund (IMF), “Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability”, **World Economic and Financial Surveys: Financial Crises, Causes and Indicators**, IMF World Economic Outlook May, 1998, s. 74

⁶⁹ Jeffrey A. Frankel, Andrew K. Rose, **Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators**, No. w5437, Department of Economics and Haas School of Business University of California, NBER, Revised Draft: January 15, 1996, ss. 3-4

⁷⁰ International Monetary Fund (IMF), “Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability”, **World Economic and Financial Surveys: Financial Crises, Causes and Indicators**, IMF World Economic Outlook May, 1998, s. 74

Para krizlerini tanımlamada en basit yaklaşım olarak karşımıza kriz durumunu ifade eden nominal faiz oranlarındaki şiddetli dalgalanmalar çıkmaktadır. Frankel ve Rose'da, bir yıl içerisindeki % 25 veya daha fazla değer kayıpları para krizi olarak kabul edilmektedir. Fakat bu yaklaşım optimal bir tanım olmaktan uzaktır, çünkü, Frankel ve Rose'un da işaret ettiği gibi, bu yöntem, parasal çöküşleri ifade etse de, daima para krizlerini içermek zorunda değildir. Bir para krizi, herhangi bir para üzerine yapılmış spekülasyon baskının meydana getirdiği etkilerden daha genel bir kavramdır. Bazen spekülasyon saldırılar başarılı olması durumunda büyük değer kayıpları gözlemlense de bazı durumlarda hükümet, spekülasyonları savuşturabilmektedir. Böylesi bir durumda döviz kuru sabit kalmaktadır. Öte yandan global rezervlerde kayıplar ile ulusal faiz oranlarında yükselmeler gözlenmekte ve çeşitli sermaye kontrolleri uygulanmaktadır.⁷¹ Sabit döviz kuru ya da esnek döviz kuru sistemine sahip ülkeler, döviz krizleri ve onların maliyetlerinin büyük bir bölümünden kaçamamaktadırlar. Özellikle gelişme yolundaki ülkelerde sık sık yaşanan döviz darboğazı, ithalatı daha pahalı kılmakta, yurtdışında enflasyonist baskıları artırmaktadır. Yerel para birimi üzerindeki böylesi bir spekülasyon atak, devalüasyonu kaçınılmaz kılmaktadır.

Döviz ya da para (*currency*) krizleri, ulusal paranın yabancı para cinsinden paralar karşısında ani ve keskin değer kayıplarının neden olduğu spekülasyon atak* olarak tanımlanabilir. Yabancı sermaye hareketlerinde yaşanan kuvvetli çıkışlarda kur atağının sebebi olabilmektedir. Böylesi bir durum iktisadi kurumları ve para politikası otoritelerini devalüasyon kararı almaya itmektedir. Devalüasyonun ulusal para üzerindeki yıpratıcı etkisini hafifletmek için, otoriteler, faiz artırımını ve global rezervleri genişletme yoluna gitmektedir. Sabit döviz kuru sisteminde para krizleri, ülkenin elinde tuttuğu global rezervlerin erimesiyle sonuçlanmaktadır. Sabit döviz kuru sistemleri para ataklarına karşı daha hassastır, krize göğüs gerilebilmesi için

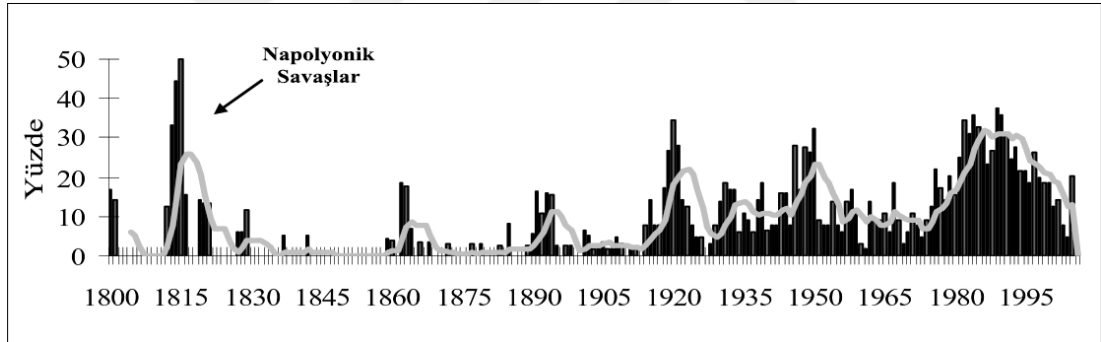
⁷¹ Susan Poso, Catalina Amuedo Dorantes, "Statistical Distributions and the Identification of Currency Crises", **Journal of International Money and Finance** 22, 2003, s. 592

* Spekülasyon atak şöyle meydana gelmektedir: Spekülasyoncular büyük çapta para satışları gerçekleştirir. Piyasalara para akarken, arz talebi aşar, paranın değerinde büyük çapta düşüşler gerçekleşir. Bu durumda para krizi kaçınılmaz olur. Yurtdışı faiz oranları artar, belirsizlikler yükselir ve varlık fiyatları düşer.

global rezervlerin yeterli seviyede olması şarttır.⁷² Sabit döviz kuru, yani ulusal paranın yabancı para birimlerine sabitlendiği ülkelerde, para krizlerine dayanıklı olmanın biricik yolu merkez bankası rezervlerinin güçlü olmasından geçmektedir. 1894-1896 yılları arasında ABD dolarının altına sabitlenmiş olması ve sonrasında yaşanan kriz, önemli bir spekülasyon atak krizi olarak görülmüş ve global döviz rezervlerinin önemi yeniden anlaşılmıştır.

Bankacılık krizleri ile birlikte iç borç ve dış borç ve parasal çöküntü temelli enflasyon krizlerini inceleyen Reinhart ve Rogoff, dikkat çekici sonuçlara ulaşmaktadırlar. Reinhart ve Rogoff para krizleri ile enflasyonist baskılar arasındaki paralelliğe vurgu yapmaktadır. Şekil 1.9, bu ilişkiye ışık tutmaktadır.

Şekil 1.9: Enflasyon ve Para Krizi İlişkisi



Kaynak: M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, “This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises”, **Annals of Economics and Finance, Society for AEF**, vol. 15(2), pages, NBER Working Paper No. 13882, 2008, s. 50

Şekil 1.9’da 1800 yılından 2000 yılına dek enflasyon seviyesi ve % 15’ten fazla parasal değer kaybı yaşayan ülkelerin payları gösterilmektedir. Şekilde de görüldüğü üzere, para krizleri, enflasyon seviyelerine eşlik etmektedir. 19. yüzyılın ilk çeyreğinde patlak veren Napolyon Savaşları sonrasında, 1859’da Amerikan Bağımsızlık savaşı patlak verene dek uzun yıllar para krizleri meydana gelmemiş görülmektedir. Ardından para krizleri belli başlı büyük çapta savaşlara eşlik etmektedir. Şekilde en dikkat çekici nokta Amerikan dolarını 1944’te altına

⁷² Gülsüm Gürkan Yay, **Para ve Finans-Teori ve Politika**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, Kasım 2012, s. 447

endeksleyen Bretton Woods sisteminin 1970’li yılların başında kaldırılmasından itibaren para ve enflasyon krizlerinin çok yoğun ve şiddetli seviyede yaşanması ve birbirini takip etmesidir. 2000’li yıllara girerken para ve enflasyon krizlerindeki azalışı finansal piyasalar üzerinde denetim arayışlarına bağlamak mümkündür.

Döviz krizleri ya da para ataklarının sıklıkla uğradığı ekonomilerin genel özellikleri şu şekildedir:1. siyasal istikrardan hayli uzak bir atmosfer; yaygın politik suikastlar ve terör saldırıları. 2. Ahlaki risk (*moral hazard*), asimetrik enformasyon ve ters seçim gibi yeni finansal psikolojik olgular. 3, Güçsüz iktisadi yapıya sahip olmanın yanında hatalı iktisat politikaları.4, Finansal yapının gerekli reformlarla takviye edilmemesinin bir sonucu olarak iktisadi şoklara karşı kırılganlık,5. Finans piyasasındaki kreditorler ve global kredi kuruluşlarının önsezileri, bu tür ülke ekonomileri söz konusu olduğunda yaptıkları gerçek olmaktan uzak, hatalı öngörüler. Bu nitelikler, spekülörlerin parasal saldırıları için oldukça elverişli ortamlardır; bu ortamlarda ülkeler, spekülörlerin spekülatif saldırılarına karşı dayanıksızdır. Bu özellikler, iktisadi ajanlara karşı savunmasız bir ortam sunmaktadır. Bu savunmasız ortam, ulusal paranın otomatik olarak değer yitirmesi gerekirken aynı seviyelerde seyretmesi nedeniyle oluşmaktadır.⁷³ Bir ekonomi böyle bir saldırı ile karşı karşıya kaldığında para otoriteleri ya devalüasyon seçeneğini devreye sokmakta ya da ulusal paranın değerini korumak amacıyla faiz oranlarını yukarı çekmektedir.

Öte yandan banka bilançolarındaki bozulmalar ve ağır mali dengesizlikler; ağır spekülatif atakların ve ekonomileri bütün olarak para krizi, finansal kriz ve çöküş döngüsüne sokan iki kilit nedendir.⁷⁴ Banka bilançolarında bozulmalar genellikle hükümetlerin para birimlerindeki değer düşüşlerine set çekme çabalarının kaçınılmaz bir sonucu olarak görünmektedir. Çünkü ekonomi otoritelerinin bir para krizi esnasında devreye sokacağı seçenekler oldukça sınırlıdır.

⁷³ Aykut Kibritçioğlu, “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler 1969-2001”, **Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı**, Cilt 1, Yıl 7, Sayı 41, 2001, s. 2

⁷⁴ Stanley G. Eakins, Frederic S. Mishkin, **Financial Markets and Institutions**, 7th Edition, Pearson Education India, 2012, s. 182

Türkiye 2018 Para Krizi Hadisesi

Türkiye'nin Ağustos 2018 tarihinde yaşamış olduğu iktisadi kriz, tipik bir spekülatif atak/para krizi olarak karşımıza çıkmaktadır. 2018 Ağustos ayında ABD Başkanı Donald Trump ile tutuklu ABD'li papaz üzerinde yaşanan tatsız bir anlaşmazlık, lirayı dolara karşı tüm zamanların en düşük seviyesine itmek gibi bir kaymayı tetiklemiştir. Değer kaybeden TL*, yabancı para birimi cinsinden borçla yüklü özel sektör üzerinde baskı oluşturmuş ve gelişme yolundaki piyasalara bulaşacak korkusu yaratmıştır. Yüksek kırılğanlık, Türkiye Merkez Bankası'nı Eylül ayında faiz oranını % 24'e çekmeye zorlamıştır. Bu müdahale, yatırımcılara güven verip liranın stabilize olmasına yardım etse de banka kredilerinde azalışa ve iktisadi güven ile tüketici harcamalarında yavaşlamaya neden olarak bütün bir ekonomide şok dalgası yaratmıştır.⁷⁵ 2018'in Ağustos ayında yaşanan bu krizin görünürdeki nedeni olarak Türkiye ile ABD arasında, Anadolu'da görevli papaz Andrew Brunson'un tutuklanması üzerine çıkan anlaşmazlık olarak görülmektedir. Ancak çok geçmeden sorunun, ABD Başkanı Donald Trump'ın Türkiye'ye yönelik alüminyum ve çelik ticaretinde gümrük vergilerini iki katına çıkarma yönündeki niyeti olduğu anlaşılmıştır. Aynı günün akşamında Asya borsalarında Dolar, Türk Lirası karşısında 7,20'lere kadar tırmanmıştır.

Bir para krizleri ülkesi olan Türkiye'de krizler döviz darboğazından kaynaklı olarak patlak vermektedir. Türkiye ekonomisinin spekülatif ataklara çok açık olduğu bu durumda onun yapısal iktisadi bir meselesi olduğu geçmişte yaşadığı “döviz darboğazı” krizlerinde görülmektedir. Bu darboğazlar, Türkiye'de sayısız devalüasyona** neden olmuştur. İktisatçılar, Türkiye için döviz darboğazları ve kur savaşı bağlamında döviz tasarrufuna yaklaşık yarım yüzyıl önce dikkati çekmektedir:

* Türk Lira'sının Dolar karşısındaki Temmuz-Ağustos 2018 arasındaki değer kaybı yaklaşık % 47 olarak gerçekleşmiştir. (1 dolar=4,76 TL'den, 1 dolar= 6,95 TL'ye)

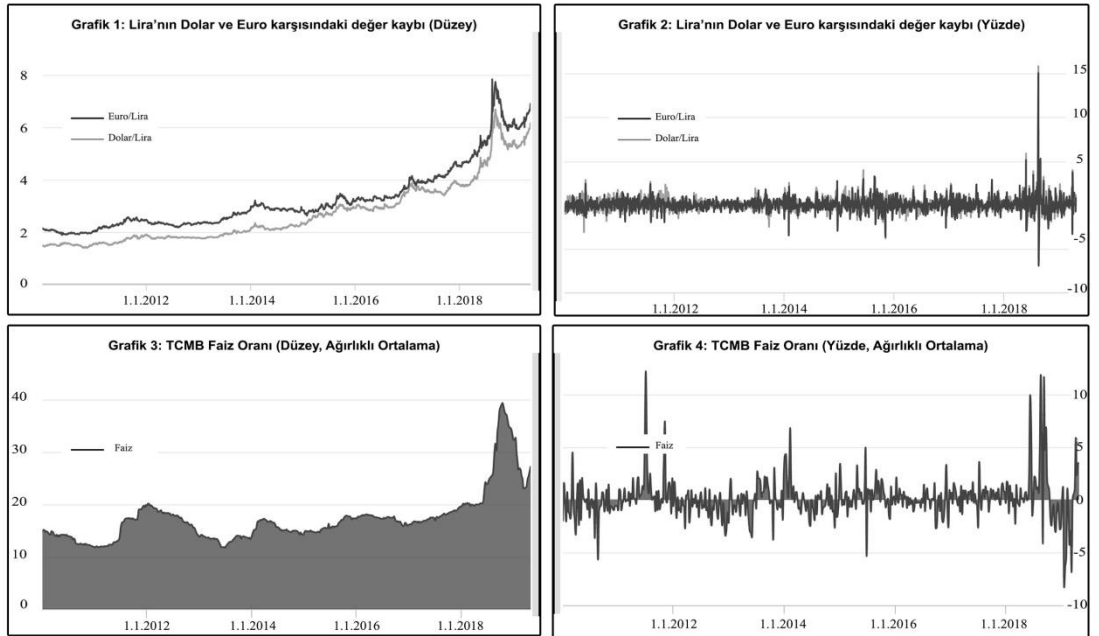
⁷⁵ Laura Pitel, “**Turkey Falls into Recession as Lira Crisis Takes Long-Lasting Toll**”, Financial Times, March 11th 2019, (Çevrimiçi) <https://www.ft.com/content/92818e7c-43c6-11e9-b168-96a37d002cd3>, Haziran 2019

****Türkiye'nin döviz darboğazı sebebiyle yaşadığı devalüasyonlar**; 7 Eylül 1946, 4 Ağustos 1958, 10 Ağustos 1970, 24 Ocak 1980, 5 Nisan 1994, 21 Şubat 2001.

*Döviz savaşını ödün vermeden başarıya ulaştıran Türkiye, bağımsız kalkınmanın önşartını sağlamış olur.*⁷⁶

Türkiye’yi para krizlerine karşı savunmasız hale getiren olguların başında Türkiye’nin ithal girdiye olan bağımlılığı yatmaktadır. Türkiye’nin ihraç ettiği ürünler içerisindeki ithal girdi yüzdesinin yüksekliği, döviz talebi elzem hale getirmektedir. Ancak günümüzde Türkiye, içeride üretip tüketmek için de ithal aramalarına ihtiyaç duymaktadır. Dolayısıyla geçmişle kıyaslandığında Türkiye girdi ithalatına daha çok bağımlı, para krizlerine daha fazla duyarlı hale gelmiştir. Uzun dönemde Türkiye’nin para krizlerine karşı alabileceği önlemlerin başında dış ticarete yaşadığı döviz israfını engellemek ve ithal ettiği ürünleri içeride üretebilmek gelmektedir. Para krizlerine karşı kırılganlığı artıran diğer bir husus, Türkiye’nin 2001 yılından bu yana uyguladığı “düşük kur, yüksek faiz” politikasıdır. Kurun düşük seviyelerde tutulması ihracata olumsuz etkilerde bulunacak, döviz gelirlerini kısıacaktır.

Şekil 1.10: Türkiye 2018 Kur Krizi Sonrası Lira ve Faizdeki Hareketlenmeler



Kaynak: Central Bank of Turkey Republic, Electronic Data Delivery System

⁷⁶ Doğan Avcıoğlu, **Devrim ve Demokrasi Üzerine**, Birinci Baskı, İstanbul, Tekin Yayınevi, 2001, s. 236

Şekil 1.10’da Türkiye’nin 2018 13 Ağustos’unda yaşadığı spekülâtif para atağı neticesinde, Türk Lira’sının iki büyük yabancı para birimi, Dolar ve Euro karşısındaki devalüasyon seviyesi ve yüzdesi ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının (TCMB) müdahalesi sonrası faizde oluşan dalgalanmanın seviyesi ve yüzdesi gösterilmektedir. Ağırlıklı ortalaması alınmış Türk Lira’sı karşısında Dolar ve Euro’nun alış fiyatı seviye ve değişim yüzdesi ile yine ağırlık ortalaması alınmış faiz seviyesi ve değişim oranlarına bakıldığında 2018 yılının 13 Ağustos’unda iktisadi sistemin para ve tahvil piyasasında açık bir dengeden sapmanın varlığı gözlenebilmektedir. Şekilde bütün göstergeler Ocak 2012 ile başlayıp Aralık 2018 ile bitmektedir. Yüzdelik değişimlere bakıldığında Ağustos 2018’e kadar üç yıllık bir zaman diliminde grafik belirli bir ortalama etrafında dalgalanırken 13 Ağustos 2018’de sapmalar meydana gelmekte ve sabit varyans ortadan kalkmaktadır. Zaman serileri analizi disiplini bu haldeki serileri “durağan olmayan seriler” denmektedir. Grafikten görüldüğü kadarıyla Türkiye’nin kur ve faiz grafikleri 2018’in 3. çeyreğinde durağanlığını yitirmiştir.*

Gelişme yolundaki ülkelerin muzdarip olduğu kur krizlerine “döviz darboğazı” ya da “döviz israfı/kanaması” noktasından yaklaşan devletçi görüşler, Türkiye’de uzun yıllardır mevcuttur: Dış ticaretin devletleştirilmesi yoluyla sermaye kaçakçılığı sınırlandırılarak bu yoldan döviz israfına son verilebilmektedir. Bütün bunlar görünen döviz israfıdır. Ayrıca daha önemli olan ancak görünmeyen döviz israfı bulunmaktadır: Devletin ya da özel kesimin rahatlıkla başarı sağlayabileceği alanlara yabancı sermayenin sokulması görünmeyen döviz israfının nedenidir.⁷⁷ Devletçi görüşlerin iddiası, ortodoks ve heterodoks görüşlerin dışında durmaktadır. Sermaye hareketleri denetiminin dışında bütün dış ticaretin devletleştirilmesi görüşündedirler: Bu iddiaya göre döviz kıtlığı, Türkiye’nin daha hızlı kalkınmasını sınırlayan önemli bir darboğazdır. Bunun zorunlu kıldığı dış yardımlar ise siyasi ve iktisadi yönden Türkiye’nin dışa olan bağımlılığını artırmaktadır. Bundan kurtulmak için döviz israflarına son veren ve döviz kazançlarını maksimum kılacak radikal tedbirlerin öncelikle alınmasında kesin bir zorunluluk vardır. Dış ticaretin devletleştirilmesi bu alanda gerekli tedbirlerin

* Temmuz 2018 ile Ağustos 2018 arasındaki ortalama değişim % 45 civarındadır. (1 dolar=4,76 TL’den, 1 dolar= 6,95 TL’ye)

⁷⁷ Avcioğlu, **Op. Cit.**, s. 233

başında gelmektedir.⁷⁸ Diğer görüş ise, neticeye odaklanmakta ve büyük oranda finans odaklı iki çözüm yolu ileri sürmektedir: Gelişme yolundaki ülke krizleri tarihi göstermiştir ki Türkiye ile para spekülâtorleri arasındaki savaşta yalnızca bir muhtemel kazanan vardır. Mevcut şartlar altında, Lira'nın değer kaybının iki şey durdurabilecektir: Resmi faiz oranlarında (% 17'nin üzerinde) önemli bir artış ya da IMF'den gelecek mali destekli bir acil kurtarma paketi (durum kötüleşmeye devam ederse, her ikisi birden). Önemli olan, Türkiye'nin resesyona girip girmeyeceği değil, resesyonun ne derece derin olacağıdır.⁷⁹

1.3.4.2.2. Bankacılık Krizi ve Türkiye 2001 Bankacılık Krizi Hadisesi

Gorton ve Calomaris⁸⁰'e göre, doğru bir şekilde tanımlanmış bankacılık krizleri, banka başarısızlıklarından kaynaklanan şiddetli dalgalar ya da paniklerden oluşmaktadır.⁸¹ Bir bankacılık krizi, güncel veya potansiyel banka faaliyetlerinin ya da başarısızlıklarının, bankaları yükümlülüklerinin içsel konvertibilitesini askıya almaya ittiği veya hükümeti, bunu büyük ölçüde destekleyerek bu durumu engellemek için müdahale etmeye zorladığı bir durumu ifade etmektedir.⁸² Bankalar, kısa veya uzun vadeli krediler açan işletmelerdir. Böyle yaparak mühim bir işi yerine getirmiş olurlar, i. e. reel ekonominin büyümesi ve genişlemesi için kredi yaratırlar. Kredi yaratma hizmeti, yine de bankacılık sisteminin kırılgan doğası üzerine kuruludur. Eğer depozitörler (mudiler) kitlesel olarak şüpheye düşer ve mevduatlarını geri çekmeye karar verirlerse, bankalar, varlıkları likit olmadığı için bu geri çekimleri karşılayamaz. Bir likidite krizi patlak verir.⁸³ Bankacılık krizinde mudilerin (mevduat sahiplerinin) beklentileri ve güven duyguları büyük önem

⁷⁸ **Ibid.**, s. 286

⁷⁹ Larry Elliot, “How Serious is Turkey's Lira Crisis and What are the Implications?”, The Guardian, 13 Aug. 2018, (Çevrimiçi) <https://www.theguardian.com/world/2018/aug/13/how-serious-is-turkeys-lira-crisis-and-what-are-the-implications>, Haziran 2019

⁸⁰ C. W. Calomaris, G. Gorton, “The Origin of Banking Panics: Models, Facts and Bank Regulation”, Volume Title: **Financial Markets and Financial Crises**, Volume Author/Editor: R. Glenn Hubbard, January 1991, ss. 109-111.

⁸¹ C. W. Calomaris, “Banking Crises Yesterday and Today, The Past Mirror: Notes, Surveys, Debates”, **Financial History Review**, 17(1), 3, 2010, s. 4

⁸² International Monetary Fund (IMF), “Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability”, **World Economic and Financial Surveys: Financial Crises, Causes and Indicators**, IMF World Economic Outlook May, 1998, s. 74

⁸³ Paul De Rauwe, “The Banking Crisis: Causes, Consequences and Remedies”, **Centre for European Policy Studies**, No: 178, Nov. 2008, s. 1

taşımaktadır; güven kaybedilmediği ya da kısa sürede geri kazanıldığında bankacılık krizi önlenebilmektedir.

Mendoza ve Terrones (2012) ve Schularick ve Taylor (2012) ve diğerleri, bankacılık krizlerinin kredi patlamalarını takip ettiğine dair bulgular sunmaktadır. Örneğin, Schularick ve Taylor (2012), gelişmiş ekonomilerde, yüksek oranda kredi genişlemesinin, gelecekteki bankacılık krizlerinin güçlü bir habercisi olduğunu göstermektedir.⁸⁴ ABD Mortgage Krizi'ne bakıldığında, kredi patlamalarının bankacılık krizleri üzerindeki etkisi gayet net olarak görülebilmektedir. Kredi bolluğunun tetiklediği konut balonunun patlaması, birçok önemli finansal aracı kuruluşu iflas ettirmiş, diğerleri kurtarma (*bail-out*) operasyonlarıyla batmanın eşiğinden dönmüştür. Öte yandan bankalarca verilen kredilerde daha büyük bir daralma, varlık fiyatlarında daha keskin düşüşler ve kamu borçlarında artışlar meydana gelmektedir.

Türkiye 2001 Bankacılık Krizi Hadisesi

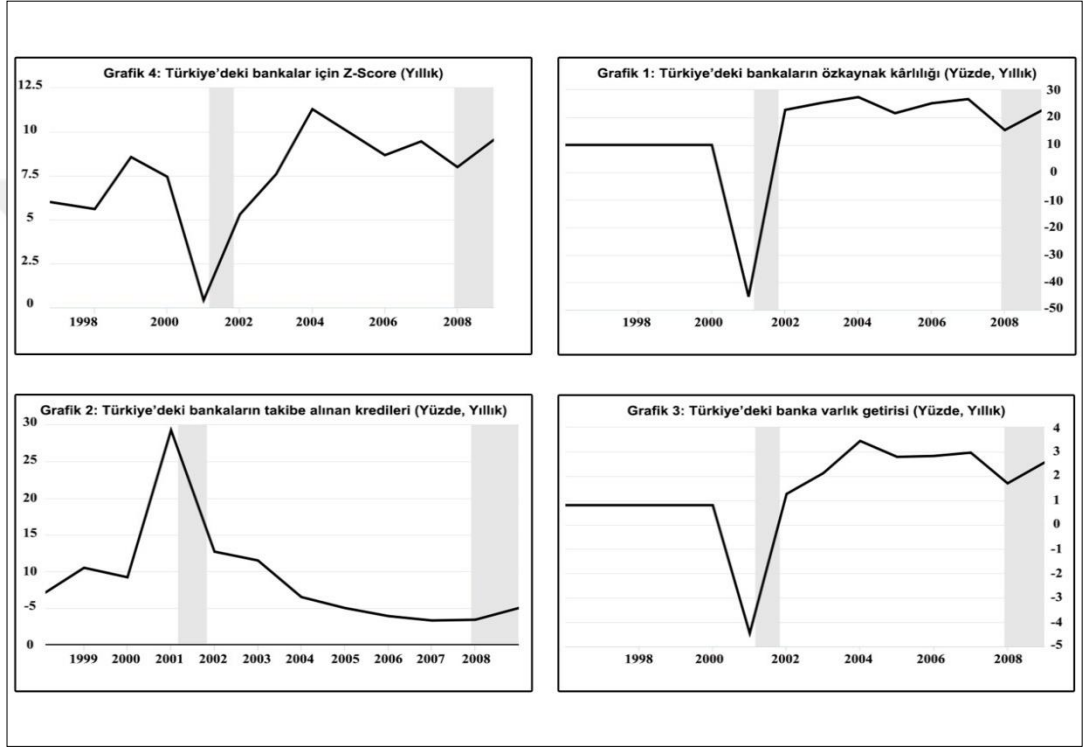
Bankacılık krizlerini, kısmen problemin doğası nedeniyle kısmen de ilgili veri yetersizliği sebebiyle ampirik olarak tanımlamak zordur. Banka mevduatları verilerine birçok ülkede kolayca ulaşılabilse de ve bankacılık krizlerini tanımlamada kullanılsa da son yıllarda yaşanan büyük bankacılık sorunları bankaların bilanço yükümlülüklerinden kaynaklanmamıştır. Dolayısıyla ne 1980'lerde ve 1990'lı yılların başında Finlandiya, Norveç ve İsveç gibi endüstriyel ülkelerde ne 1980'li yıllarda bankacılık problemlerinin olduğu İspanya gibi ülkelerde ne de bankacılık sorunlarının son yıllarda yaşandığı Japonya'da bankacılık krizleri mevduat kayıpları ve banka hücumları ile ilgilidir. Gelişme yolundaki ülkeler arasında mevduat kaybı ve banka hücumları daha yaygındır. e. g. 1980'li ve 1990'lı yıllarda Arjantin, Türkiye, Tayland, Uruguay, Filipinler ve Venezüela'da yaşanan bankacılık krizleri mevduat kaybı ve banka hücumları ile yakından ilişkilidir.⁸⁵ Türkiye'nin Şubat 2001 yılında yaşadığı kriz ise bariz bir bankacılık krizi olarak değerlendirilmektedir.

⁸⁴ Frederic Boissay, Fabrice Collard, Frank Smets, "Booms and Banking Crises", **Journal of Political Economy**, Volume 124, Number 2 April 2016, Monetary and Economic Department, February 2016, s. 7

⁸⁵ International Monetary Fund (IMF), "Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability", **World Economic and Financial Surveys: Financial Crises, Causes and Indicators**, IMF World Economic Outlook May, 1998, s. 76

Ulusal ve bölgesel etkileri olan 2001 krizinin bankaların belli hesapları ve derecelendirmeleri Şekil 1.11’de gösterilmektedir. Şekilde gölgelendirilmiş alanlar ise, Türkiye’nin yaşadığı resesyona işaret etmektedir.

Şekil 1.11: Türkiye 2001 Bankacılık Krizi Sonrası Bankaların Temel Göstergelerindeki Hareketlenmeler



Kaynak: FRED; World Bank, US Bureau of Economic Analysis

Türk bankaları için finansal risklere ve iflaslara dayanıklılığını ölçen Altman^{*} Z-Score’a bakıldığında 2001 yılının hemen başında 7,5’ten yaklaşık 0 noktasına kadar çekilmiştir. Bu durum finansal başarısızlığın açık bir göstergesi olmaktadır. Bankaların özkaynak kârlılığı ile varlık getirisi de 2001 yılının başlarında büyük düşüşler gerçekleştiren iki önemli göstergedir.

^{*} Altman (1968) ilk çalışmasında halka açık ve imalat endüstrisinde faaliyet gösteren, 33 tanesi finansal açıdan başarılı ve 33 tanesi iflas başvuru sürecinde olan toplam 66 işletmeyi örneklem olarak almıştır. Literatürde yer alan 22 rasyoyu likidite, karlılık, kaldıraç, borç ödeme gücü ve faaliyet etkinliği olarak 5 ana grupta sınıflandırarak en uygun 5 temel rasyoyla fonksiyon değişkenlerini oluşturmuştur. Her bir değişken için hesaplanan diskriminant katsayısıyla ilgili değişkenleri ağırlıklandırmış elde edilen değerlerin toplamını işletmenin Z-Skor değeri olarak kabul etmiştir. $Z > 2,99$ ise finansal başarılı, $1,8 < Z < 2,99$ ise gri bölge, $Z < 1,8$ ise finansal başarısız

Bankalar için *non-performing loan* denilen takibe alınmış sorunlu kredi oranı ise 2001 yılının ilk çeyreğinde ciddi yükselişler gerçekleştirmiştir. Şekil 1.11'in gösterdiği dikkat çekici bir başka nokta ise, bankacılık sektöründe yaşanan çöküntüyle patlak veren bankacılık krizinin şiddetli bir resesyona yol açmış olmasıdır. Türk ekonomisi sabit fiyatlarla 2000 yılının son çeyreğinde % -0,3, 2001 yılının birinci ve ikinci çeyreğindeyse sırasıyla % -4,5 ve % -5,15 oranında büyümüştür. Ekonomi üçüncü çeyrekte % 2,3 pozitif büyüye de bu oran dördüncü çeyrekte % -3,65 olarak gerçekleşmiştir. Sayısız resesyonlar yaşayan Türk ekonomisinin 1954 yılında yaşadığı borç krizi sonrası deneyimlediği resesyon hariç tutulursa, 2001 yılı bankacılık krizinin neden olduğu resesyon, yaşanan en şiddetli resesyon olarak tarihe geçmiştir. Dolayısıyla Türkiye'nin yaşadığı en büyük resesyona, onun deneyimlediği bankacılık krizi sebebiyet vermiştir.

1.3.4.2.3. Borç Krizleri

Literatür, harici borçlanma bağlamında bir borç krizi tanımına çok az ilgi göstermiştir. Bunun yerine birçok çalışma genellikle kesin temerrüt halinin yabancı borç anlaşmaları için en uygun kredi olayı olarak kabul etmektedir. Çalışmaların büyük bir kısmı temerrüt riskinin belirleyicileri üzerine yoğunlaşmaktadır.⁸⁶ Bir ülkenin kamu kesimi açıklarının borçla finansmanının sürdürülemez hale geldiği durumlarda **iç borç krizleri** oluşmaktadır. **Dış borç krizi** ise, ister kamu kesiminin ister özel kesimin olsun, dış borçları ödeyememe durumudur.⁸⁷ **Yabancı borç krizi**, bir ülkenin kamu ya da özel borç olsun olmasın yabancı borçlarını ödeyememesi durumudur.⁸⁸ Rogoff ve Reinhart ise borç krizlerini, yalnızca dışsal ve içsel borç olarak iki boyutta incelemektedir. Dışsal borç krizi, dışsal borç yükümlülüklerin gereğince kesin temerrüde düşmeyi (Arjantin 2001 yılında en yüksek temerrüt rekorunu elinde tutmaktadır), borçların reddini (1867'de Meksika'da olduğu gibi, Maximillian tarafından ihraç edilen 100 milyon peso'nun üzerindeki borç Juarez

⁸⁶ Andrea Pescatori, Amadou N. R. Sy, "Debt Crises and the Development of International Capital Markets", **IMF Working Paper**:WP/04/44, 2004, s. 4

⁸⁷ Gülsüm Gürkan Yay, **Para ve Finans-Teori ve Politika**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, Kasım 2012, s. 447

⁸⁸ International Monetary Fund (IMF), "Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability", **World Economic and Financial Surveys: Financial Crises, Causes and Indicators**, IMF World Economic Outlook May, 1998, s. 75

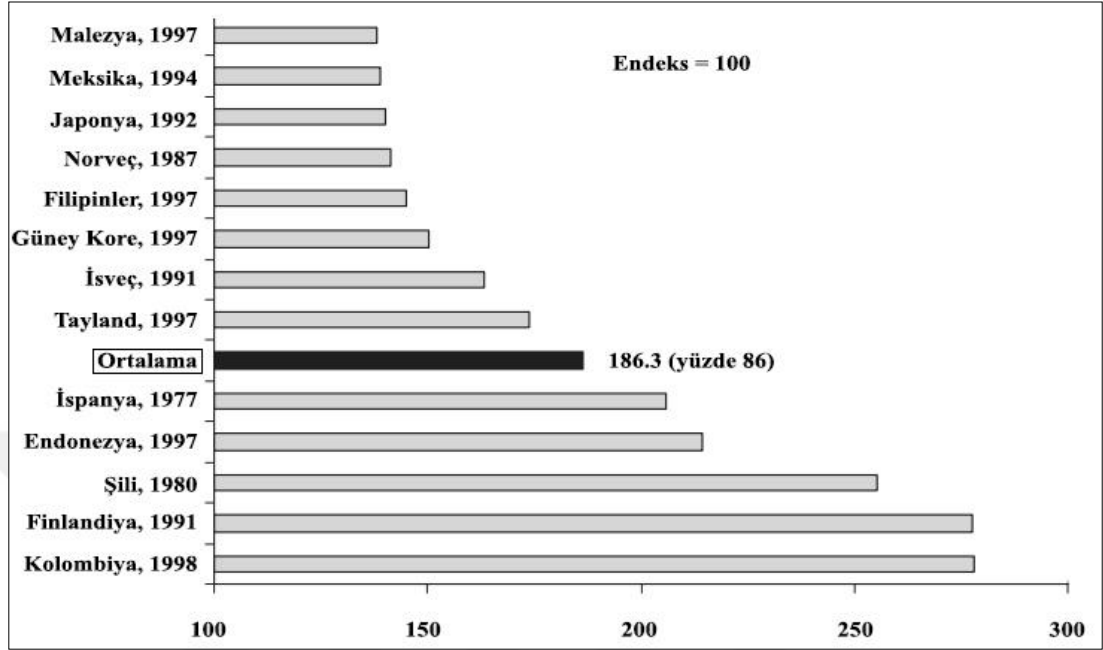
hükümeti tarafından reddedilmiştir) ya da borcun, borç verene orijinal sözleşmedekinden daha az elverişli şartlarda yapılandırılması durumlarını içermektedir.⁸⁹ Dışsal borç krizinde kamu temerrüdü büyük bir rol oynamaktadır. Kamunun temerrüde düşmesi, vade ile ilgili bir durumdur. Anaparanın veyahut da faiz ödemesinin gerekli tarihte ödenmemesi kamunun temerrüde düşmesi için yeterli görünmektedir. İçsel borç, yukarıda dışsal borç için verilen tanımla benzeşmektedir. Ek olarak içsel borç krizleri, banka mevduatlarının dondurulmasını veya bu gibi mevduatların zorla dolardan ulusal paraya dönüştürülmesi durumlarını kapsamaktadır.⁹⁰ Reinhart ve Rogoff'un belirttiğine göre içsel borç yükü genellikle ülkelerin yurtdışından kaynak bulması daha da zorlaştığından, dışsal temerrüdün ardından meydana gelmektedir. Ancak bu noktada, içsel borcun, dışsal borcun bir uzantısı ya da astı olarak düşünmemek gerekmektedir. İçsel borç, dışsal borç gibi borç krizlerine neden olan etkenlerden biridir.

Reinhart ve Rogoff, 2009 yılındaki çalışmasında borç krizi ile bankacılık krizleri arasında dikkat çekici bir bağlantı olduğunu ileri sürmüşlerdir. Aşağıda verilen şekilde, belli başlı yaşanan bankacılık krizleri sonrası ülkelere göre borç yükündeki artış miktarları gösterilmektedir.

⁸⁹ Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, "This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises", **Annals of Economics and Finance**, 15(2):1065-1188, National Bureau of Economic Research, 2008, s. 82

⁹⁰ **Ibid**, s. 81

Şekil 1.12: Bankacılık Krizleri ve Borç Yükü



Kaynak: Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, "The Aftermath of Financial Crises", *American Economic Review*, *American Economic Association*, vol. 99(2), pages 466-72, May 2009, s. 471.

Şekil 1.12’de, bankacılık krizini takiben üç yıl içerisindeki kamu borç yükünde meydana gelen artışlar gösterilmektedir. Kamu maliyesindeki bozulmalar, ortalama % 86’lık borç yükü artışı ile dikkat çekicidir.⁹¹ Yazarların, keskin çıktı düşüşlerinin kompleks yapısından dolayı, borç yükünün hâsılaya oranından ziyade yalnızca artışlara odaklandıklarını belirtmek gerekmektedir. Reinhart ve Rogoff’un (2008b) dikkat çektikleri gibi, kamu borç yükündeki artış, vergi hasılatındaki sert düşüşler ve çoğunlukla resesyonla mücadele amacıyla hükümet harcamalarındaki dalgalanmalar tarafından belirlenmektedir. Banka kurtarmaları (*bail-out*) maliyetlerinin, bazı durumlarda, mali kriz sonrası borç yüküne kısmen küçük etkileri bulunmaktadır.⁹² Yazarlar, borç patlamalarının ana nedeninin, banka kurtarmaları ve yeniden sermayelendirme işlemlerinin yaygın olarak belirtilen maliyetleri olmadığını belirtmektedirler.

⁹¹ Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, “The Aftermath of Financial Crises”, *International Aspects of Financial Market Imperfections*, *American Economic Review: Papers&Proceedings* 99:2, 2009, s. 471

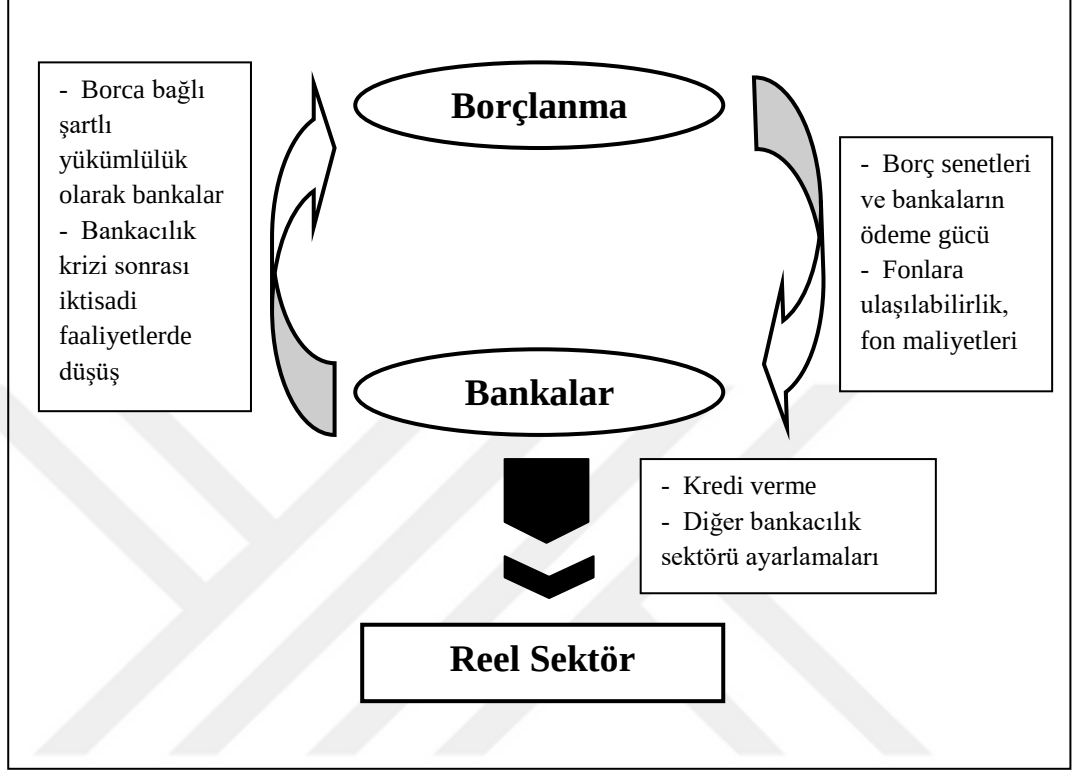
⁹² *Ibid.*

İçsel ve dış borç krizi ayrımının dışında işletme borç krizi, hane halkı borç krizi ve kamu borç krizi diğer borç krizleri arasındadır. Tarihsel perspektif göz önüne alındığında kamu borçlarının en genel nedenlerinden biri olarak karşımıza devletlerin yaptığı aşırı savaş borçlanmaları çıkmaktadır. Günümüzde karşılaşılan borç krizi nedenlerinin başında ise özellikle finansal krizlerin neden olduğu resesyonlar gelmektedir. Öte yandan banka kurtarmaları kamusal borç krizlerinin tetikleyicisi olabilmektedir. Bu oran yukarıda da gösterildiği gibi % 86 civarındadır.

Finansal krizleri birbirinden ayırmanın birtakım zorlukları bulunmaktadır. Bunlardan ilki doğası gereği akışkanlığı ve bulaşıcılığı, ikincisi sıklıkla tekerrür edişi ve diğer finansal krizlerle eşanlı olabilmesidir. Sık sık tekerrür eden borç krizlerinin başında kamu borç krizleri gelmektedir. Kamu borç krizleri sık karşılaşılan iktisadi krizler arasındadır. Reinhart ve Rogoff'un The "Aftermath of Financial Crises" adlı çalışmasında ilk aşamalarında bu krizlerin, çoğunlukla savaşlar gibi olgularla ve emtia fiyatlarındaki dalgalanmalarla ilişkili olduğu görülmektedir. Çok sonraları, borç krizleri gittikçe bankacılık sektörü ile bağlantılı hale gelmiştir. Bankacılık sektörü, borç krizlerinin temel lokomotifine durumuna gelmiştir. Bu bağlamda bankacılık krizleri genellikle ya borç krizleri öncesinde gerçekleşmekte ya da borç krizlerine denk gelmektedir.⁹³ Aşağıdaki şekilde bankacılık krizlerinin borç krizleri ile birlikte reel sektör krizleri arasındaki ilişki gösterilmektedir.

⁹³ Ricardo Correa, Horacio Sapriza, "Sovereign Debt Crises", **International Finance Discussion Papers 1104, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.)**, revised 21 May 2014, s. 3

Şekil 1.13: Borç, Banka ve Reel Sektör Krizleri Arasındaki İlişki



Kaynak: RicardoCorrea, HoracioSapriza, "SovereignDebtCrises", **International Finance DiscussionPapers 1104, Board of Governors of the Federal ReserveSystem (U.S.)**, revised 21 May 2014, s. 34

Şekil 1.13'te anlatılmak istenen bankacılık sektöründe baş gösteren problemlerin, borçlanma koşulları üzerinde yarattığı etkidir. Bu tesirin gerçekleştiği iki kanal bulunmaktadır. Birincisi, daha kapsamlı bir bankacılık "güvenlik ağı", borçlanma ile ilgili bankacılık başarısızlığına bağlı şartlı yükümlülükleri arttırmaktadır. Bir bankacılık krizinde, hükümet, kendi borç ödeme kabiliyetini de etkileyecek, banka borçlarının büyük bir bölümünü üstlenmektedir. İkinci olarak, banka şoklarının borçlanmaya geçişi dolaylı olarak gerçekleşmektedir. Bir ülkedeki temel finansal aracı olarak bankalardaki problemler bütün makro iktisadi şartlara etkide bulunmakta ve akabinde borçlanma için gerekli mali pozisyonda bozulmalara neden olmaktadır. Öte yandan bu geçiş tersten de, borçlanma problemlerinden bankacılık sorunlarına, doğru gerçekleşebilmektedir. Borçlanma konusunda sıkıntıları bulunan veya belli bir süre içerisinde ani ve şiddetli bir şekilde patlak

veren borçlanma darboğazı, bankaları paralize ederek temel fonksiyonlarından, kredi verme ve mevduat toplama işlevlerinden alıkoymaktadır. Bankacılık sektörünün fon talep edenler ile arz edenler arasındaki kanalın tıkanması, yatırımlar ve doğal olarak büsbütün bir ekonomi ve reel sektör üzerinde negatif etkilerde bulunması kaçınılmaz olmaktadır.

1970’li yılların ilk yarısında revize edilen Bretton Woods sistemi ve 1980’de imzalanan Washington mutabakatı ile daha önce artan savaş harcamaları ya da varlık fiyatlarındaki dalgalanmalara bağlı olarak gerçekleşen finansal krizler, başka bir evreye girmiş ve daha sık yaşanır olmuştur. 1970’li yıllar boyunca para krizlerinin altında seyreden bankacılık krizleri, 1980’den sonra hızlı bir artışla para krizlerinin üzerine çıkmıştır. 1990’lı yıllar ise kısmen borç krizleri ile beraber para ve banka krizlerinin “altın çağı”nı yaşadığı yıllar olmuştur. Bunun temel sebebi olarak SSCB ve Varşova Paktı ülkelerinin çözülüşü ve oluşan istikrarsız ortam olarak görülebilir.

1.3.4.2.4. Sistemik Krizler

Sistemik kriz denince ilk akla gelen “sistemik risk” olgusu olmakta, finansal denetim hususu sistemik krizlerin merkezinde durmaktadır. Finansal piyasalardaki risk algısı ve boyutları, belirsizlik, ahlaki risk, asimetrik bilgi göz önüne alındığında, sistemik krizlerin piyasalar içerisindeki yeri daha net anlaşılmaktadır. Örneğin, ABD ve diğer gelişmiş ekonomilerde bir dizi finansal denetim, kamuyu finansal piyasalardaki sistematik risk veya sistemik krizin tehlikelerinden korumanın bir yolu olarak yaygın kabul gören bir olgudur.⁹⁴ Amerikan Merkez Bankası’nın risk derecelendirmesi için 4 faktör ileri sürülmektedir: 1. Yöneticiler tarafından sağlanan gözetimin kalitesi. 2. Belirgin risklerin barındırdığı faaliyetler için yeterli sınır ve politikalar. 3. İzleme sistemleri ve risk ölçümlerinin kalitesi ve 4. Çalışanların bir kısmı üzerindeki dolandırıcılık ve resmi olmayan faaliyetlerin önlenmesi için gerekli içsel kontrollerin yeterliliği.⁹⁵ Sistematik riskler, sistemik finansal krizlerin

⁹⁴ David Marshall, “Understanding the Asian Crisis: Systemic Risk as Coordination Failure”, Federal Reserve Bank of Chicago, **Economic Perspectives**, Vol. 22, 3rd, No. 3, September 1998, s. 13

⁹⁵ Stanley G. Eakins, Frederic S. Mishkin, **Financial Markets and Institutions**, 7th Edition, Pearson Education India, 2012, s. 435

devindirici gücü olarak para atağı gibi finansal krizleri tetikleyebilmektedir. Sistemik finansal krizler, piyasaların etkin bir şekilde işlemlerini sekteye uğratan ve reel ekonomiye olumsuz etkide bulunabilen şiddetli ve muhtemel finansal piyasa bozulmalarıdır. Bir sistemik kriz, para krizini kapsayabilir, ancak para krizinin ciddi ulusal ödemeler dengesi sistemindeki bozulmalarını içermesi şart değildir. Dolayısıyla para krizleri, sistemik finansal krizle aynı şey olmamaktadır.⁹⁶ Ancak tüm sistemik krizler aynı özelliği göstermektedir. Sistemik kriz aşamaları arasındaki benzerlikler çarpıcıdır. Bu aşamalar etrafında dönen anlatılar bile karşılıklı ve güçlü benzerlikler taşımaktadırlar. Sistemik finansal krizlerin en önemli ortak karakteristiği finansal spektrumun karanlık bir köşesinde başlaması ve stokların (özellikle borç stoklarının) kilit rol oynamasıdır.⁹⁷

Sistemik kriz, finansal piyasa mekanizmasının zaafa düşmesine işaret etmektedir. Finansal piyasaların etkin işleyememesi, onun, kredi tahsisi, varlık değerlendirilmesi ve ödemeler gibi hayati fonksiyonlarını yerine getirememesi gibi olgulara işaret etmektedir. Ancak ne tür bir mekanizmanın böyle bir zaafa sonuçlanabileceği hususunda iktisatçılar fikir birliği içerisinde değildir. İleri sürülen cevaplar; irrasyonel borç yığılması, hükümet tarafından yanlış fiyatlandırılmış mevduat sigortası, taraflar arasındaki kompleks ilişkiler, satıcıların ticaret konusunda isteksizlikleri, likiditenin sağlanması bahsinde merkez bankası başarısızlıkları, finansal sektör dışı öngörülemeyen ters şoklar ve mevduat kaçışlarından oluşmaktadır.⁹⁸ Sistemik krizin semptomları söz konusu olduğunda iki özellik göze çarpmaktadır: sektör dışı ters şoklar ve bankadan kaçışın yol açtığı hızlı mevduat kayıpları. Sistemik finansal krizlerin bir parçası, kur krizleri ve ulusal paranın maruz kaldığı devalüasyonların bazı ülkelerde, özellikle Türkiye’de, en önemli nedenlerinden biri cari işlemler açığıdır. Böyle bir krizin sistemik bir finansal krize yol açmasını engellemek üzere, ülkenin cari işlemler dengesinin global sermaye

⁹⁶ International Monetary Fund (IMF), “Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability”, **World Economic and Financial Surveys: Financial Crises, Causes and Indicators**, IMF World Economic Outlook May, 1998, s. 75

⁹⁷ Guillermo A. Calvo, **Easy to Explain, Hard to Prognosticate: Discussion Notes on Systemic Sudden Stops**, Centro de Estudios Espinosa Yglesias, A.C., Columbia University, Corpus ID: 15301153, 30th June 2009, s. 1

⁹⁸ Marshall, **Op. Cit.**, s. 13.

akışlarındaki geniş çaplı, beklenmedik ve özellikle ani kesilmelere dayanıklı hale getirilmesi gerekmektedir. Sistemik finansal krizin reel etkileri çoğunlukla bu tür finansal önlemlere, özellikle likit borç enstrümanları çıkarabilme kabiliyetine bağlıdır. Örneğin, 1998 Rusya krizinde, gelişme yolundaki piyasalar, tüm kredi piyasalarına olan erişimini bütünüyle kaybetmiş ve kredi akışı yalnızca ABD'ye doğru olmuştur.⁹⁹ Bu durum, finansal krizlerin birkaç ana nedenleri arasında yer alan “kaliteye kaçış” olgusunun en bariz göstergesidir. Finansal kriz durumunda iktisadi birimler, gelişme yolunda olandan gelişmiş, daha sağlam ve güvenceli piyasalara kaçmakta, bu da finansal krizin gelişme yolundaki ülkelerde yarattığı tahribatın şiddetini artırmaktadır.

⁹⁹ Calvo, **Op. Cit.**, s. 6.

İKİNCİBÖLÜM

2008-2012 FİNANS KRİZİNİN GELİŞME YOLUNDAKİ ÜLKELERE ETKİSİ

Soros, erken kriz süreci içerisinde yazdığı *“The New Paradigm for Financial Markets”* adlı kitabında, finansal piyasaların sürekli denge-duruma eğilim gösterdiği varsayımının yanlış olduğunu ileri sürmektedir. Gölge Bankacılığın finansal krizlerdeki rolüne dikkat çeken Krugman, *“The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008”* çalışmasında Greenspan zamanında meydana gelen diğer finansal balonları hatırlatmakta ve konut balonunun aslında 2005 yılından sönmölenmeye başladığını iddia etmektedir. Kaufman ve Bliss, edisyonunu yaptıkları *“Financial Institutions and Markets 2007-2008: The Year of Crisis”* genel başlıklı incelemede krizin İngiltere özelinde Avrupai yansımaları incelenmiş ve modern finansal araçların sorgulaması yapılmıştır. Stiglitz ve Griffith-Jones ve Ocampo’nun editörlüğü ve yazarlığını yaptığı *“Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis”* çalışmasında 2008 krizi ve sonuçları, krize verilen reaksiyonlar ile finans piyasalarının denetlenmesi konusu ele alınmıştır. Fikret Čaušević, *“The Global Crisis of 2008 and Keynes’s General Theory”* araştırmasında 2008 depresyonu sonrası genel Keynesyen teori ile post Keynesyen teorinin kriz sonrası durumunu sorgulamış ve artan etkisine ışık tutmuştur. Wilfried Ver Eecke, 2. global kriz sonrasında, finansal krizlerin doğasına yönelik yeni felsefik açıklamalara yer verdiği *“Ethical Reflections on the Financial Crisis 2007/2008: Making Use of Smith, Musgrave and Rajan”* incelemesinde Adam Smith’ten başlayarak yeni ekonomide etik beklentiler konusunu ve Reinhart ve Rogoff ile Rajan ve Reich’in yeni nesil finansal krizler üzerine yorumlarını ele almıştır. Dullien, Kotte, Márquez ve Priewe’ün edisyonunu yaptığı *“The Financial and Economic Crisis of 2007-2008 and Developing Countries”* kolektif çalışmasında IMF gibi global finans kuruluşlarının, gelişme yolundaki ölkelerin, finansal krizden daha az etkilenip daha çabuk toparlandıkları yönündeki çıkarsamalarının hatalı olduğunu ifade etmekte ve birçok gelişme yolundaki ölkede, finansal krizin dolaylı etkilerinin sonuçları, gelişmiş ölkelerdeki dolaysız etkiler kadar şiddetli olduğunu ileri sürmektedir. Claessens ve Kose, 2010 tarihli *Journal of Asian Economics*’in *“The*

Financial Crisis of 2008–2009: Origins, Issues, and Prospects” başlıklı giriş kısmında 2008 finans krizinin muhtemel neden ve sonuçlarının yanında seküritizasyon ve finansal entegrasyon gibi mali gelişmelerin reel sektöre yönelik muhtemel etkileri hususunda sınırlı bilgi durumuna ışık tutmuştur. Somanathan ve Nageswaran, ***“The Role of Derivatives in the Global Financial Crisis of 2008”*** başlıklı incelemesinde geleneksel ve geleneksel olmayan seküritizasyon araçlarının finansal krizdeki merkez rolünü incelemiş, teminatlı borç yükümlülükleri (CDOs) ile varlığa dayalı eşikaltı* mortgage kredilerinin analizini yapmıştır. Helleiner, ***“Understanding the 2007–2008 Global Financial Crisis: Lessons for Scholars of International Political Economy”***de global iktisatçıların kriz öncesi seküritizasyon piyasalarındaki risklere dikkat çekmelerine rağmen hala krizin nedenlerini bütünsel olarak açıklayamadıklarına vurgu yapmakta, global politik ekonomi iktisatçıların, krizin makro iktisadi kökenlerini teşhis etmede oldukça başarısız olduklarını ifade etmektedir. Örnberg, Nikkinen ve Äijö, 50 hisse senedi piyasasından elde ettiği verilerle ***“Stock Market Correlations during the Financial Crisis of 2008–2009: Evidence from 50 Equity Markets”*** isimli makalesinde 2008 krizinin global menkul kıymetler borsaları arası bağımlılığa etki derecesini araştırmıştır. Wisman, ***“Wage Stagnation, Rising Inequality and the Financial Crisis of 2008”*** makalesinde 2008 krizinin merkezine “bırakınız yapsınlar”** anlayışından kaynaklı denetim eksikliğinin konulmasını eleştirmekte, düşük ücretler ve artan eşitsizliğin rolüne vurgu yapmaktadır. Murphy, 2008 krizinin temel nedenlerini sorguladığı ***“An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions”*** adlı araştırmasında gerçekliği olmayan varsayımlara dayalı teorik modellemelerin, denetimsiz kredi temerrüdü swap piyasalarında hatalı fiyatlandırma sorunsalına neden olduğunu iddia etmekte ve banka kurtarmalara*** alternatif çözüm önerileri sunmaktadır. Harrison ve Sepúlveda, ***“Learning from Developing Country Experience: Growth and Economic Thought Before and After the 2008–2009 Crisis”*** başlıklı sempozyum makalesinde gelişmiş ekonomilerin, kriz öncesi ve sonrası gelişme yolundaki ekonomilerden çıkaracakları derslere değinmektedir. Meliciani ve Tchorek, ***“Internationalization Strategy,***

*Subprime.

**Laissez-faire.

***Bail-out.

Financial Constraints and Assets (In)tangibility. A Study of Euro Area Countries After the 2008 Crisis” çalışmasında Avrupa’daki işletmelerin verilerinden yararlanarak dört büyük Avrupa ülkesinin finansal krize hassasiyetlerini incelemiştir. Maddi olmayan duran varlıkların, global işletmelerin satış kaybını önlediği, çalışmada ulaşılan sonuçlar arasında olmuştur. Blanchard, Das ve Faruquee, ***“The Initial Impact of the Crisis on Emerging Market Countries”*** başlıklı incelemesinde *cross-country* tekniğini kullanarak global ticaret ve finansal şokların krizin bulaşıcılığına etkisini incelemiş ve global ticaretteki daralma ile finansal akımlardaki keskin düşüşün krizin gelişmiş ekonomilerden gelişme yolundaki ülkelere bulaşıcılığı üzerindeki etkisine dikkat çekmiştir.

Çoğunlukla gelişmiş ülke ekonomilerinin sorumlu olduğu genel iktisadi krizlerin 20. yüzyılda en yaygını, mali krizlerin ikinci son ve şiddetli halkası, 2008 Global Finans Krizi, kredi hacmindeki büyümeye bağlı olarak gelişen bir kriz olup şiddeti bakımından gelişme yolundaki ülkeler nezdinde gelişmiş ülkelere aşığı kalır yanı yoktur: keskin iktisadi daralma, yüksek enflasyon ve işsizlik, iç ve dış piyasalarda meydana gelen çalkalanmalar. Ancak 1990’lı yıllardan sonra gelişmiş ülkeler, finansal krizlerin sorumlusu olma ipini iyiden iyiye göğüslemektedir. Artık finansal krizlerin kökeninde 1990’lı yılların kötü yönetilen, borç içerisindeki gelişme yolundaki ülkeleri yoktur.¹

2.1. Gelişme Yolundaki Ülkelerin Özellikleri

Gelişme yolundaki ülkeler belli başlı iktisadi özelliklere sahiptir. Düşük tasarruf eğilimi, yetersiz sermaye birikimi ile birlikte milli gelir azlığı bu özelliklerden bazılarıdır. Milli gelirleri düşük gelişme yolundaki ülkelerde, kişi başı milli gelir seviyesi de düşük seyretmektedir. Milli gelir denklemine göre gelirden iki sızıntı bulunmaktadır: tüketim ve tasarruf. Özellikle bu ülkelerde düşük gelir seviyesine rağmen yaygın olan gösteriş tüketimi vb. nedenlerle, yükselen marjinal tüketim eğilimi sonucu, marjinal tasarruf eğilimi sıfıra oldukça yakındır. Yatırımları besleyecek kaynak olan tasarruf, hem gelir seviyesi düşüklüğü hem de yüksek marjinal tüketim eğilimi nedeniyle yetersiz

¹ Yudhistira Bintang, “The Effects of Financial Crises on Developing Countries”, **Asian Journal of Political Economy**, University of Malaysia, MPRA Paper No. 91883, July 2018, s. 49

kalarak sermaye birikimi oluşumunun önünü tıkamaktadır.² Yetersiz sermaye birikiminin doğal sonucu düşük üretim kapasitesi karşısında yüksek seyreden marjinal tüketim meyli, arzı talep karşısında yetersiz kılarak, arzın talebi karşılayacağı reel büyüme oranları yakalanana dek, uzun dönemli enflasyon olgusunu ortaya çıkarır; arzın talep karşısındaki miktarı, zaman içerisinde artan seyirde bir azalma gösterirse, enflasyon kronik ve aynı anlama gelmek üzere yapısal bir hal almış olur.

2.1.1.“Gelişme Yolundaki Ekonomi” Olmanın Ölçütü

Gelişme yolundaki ülkelerin, bu başlık altında ele alınması 20. yüzyılın son çeyreğinde başlamıştır. Daha önce “Gelişmemiş, az gelişmiş, sanayileşmemiş ya da ikinci veya üçüncü dünya ülkeleri” olarak isimlendirilmiştir. “Gelişme yolundaki ekonomi” tanımlaması ise 1970’li yılların sonlarına doğru birtakım üçüncü dünya ülkeleri üzerine yapılan çalışmaların nihai ürünü olarak dünya literatürüne girmiştir. 1981’de Antoine van Agtmael*, “gelişme yolundaki ülkeler” isimlendirmesini literatüre sokmuştur. Genellikle, gelişme yolundaki ekonomi, ne çok fazla zengin ne de çok fazla yoksul olan ve yabancı sermayeye kapalı olmayan ekonomi demektir.³ Bir zamanların üçüncü dünya ülkesi, yoksul ve ümitsiz ulusları ise bu yıllardan itibaren “*Advancing*”, “*Emerging*”, “*Standalone*” ve “*Frontier*” ülkeler olarak isimlendirilmiştir.

Ülkelerin sahip olduğu ekonomilere “gelişmiş” ya da “gelişme yolundaki ülkeler” niteliğini kazandıran en önemli ölçüt, o ülkedeki piyasa ekonomisinin etkinlik derecesidir; çünkü dünyada piyasa ekonomisinin tam anlamıyla işlediği “mükemmel” (*perfect*) piyasaya sahip herhangi bir ülke bulunmadığından, derecelendirme işlemi anlamlı görünmektedir. Her ülkede işlerlikte olan piyasa ekonomilerinin kusurları mevcuttur; ancak mevzubahis ekonomileri “gelişmiş” ve

² Binhan Elif Yılmaz, **Maliye: Kamu Harcamaları, Kamu Gelirleri, Kamu Borçları, Maliye Politikası**, İstanbul, Der Yayınları, 2015, s. 365

* Yazarı olduğu Foreign Policy’de onun için şu bilgiler yazmaktadır: Uluslararası Finans Örgütü’nde yken “Gelişme Yolundaki Piyasalar” terimini ortaya çıkaran Agtmael, kurucu üyesi, başkanı ve Gelişme Yolundaki Piyasa Yönetiminin baş yatırımcısıydı. “*The Emerging Markets Century*” kitabının yazarıdır.

³ The Economist, **Defining Emerging Markets: A Self-Fulfilling Prophecy**, Special Report, October 5th 2017, (Çevrimiçi) <https://www.economist.com/special-report/2017/10/05/defining-emerging-markets>, Temmuz 2019

“gelişme yolundaki ülkeler” kategorilerine tabi kılan şey, sahip oldukları piyasa ekonomilerinin “kusurlu” veya “daha az kusurlu” olmasıdır. Etkin rekabet koşullarına yakınsamasıyla ülkeler gelişmiş ve gelişme yolundaki ülkeler olarak değerlendirilmektedir. Bir ülke, ekonomisinin belli başlı sektörlerinde etkin rekabete ulaşmış veya en azından etkin rekabet ilkelerine yakınsamışsa gelişmiş ülke kategorisine dâhil edilmektedir.

Piyasaların iktisadi analizine göre ekonominin birçok sektöründeki etkin rekabet; mal ve hizmet arzında etkinlik ve yenilik ile rekabetçi teklifler arasında seçim yaparak tüketicilerin korunmasına ulaşmada en etkili araçtır.⁴ “Mükemmel” rekabetçi piyasa teorisi genellikle bir pazarın ne derece rekabetçi olduğunu ölçmek için bir kriter yaygın olarak kullanılabilmektedir. Mükemmel rekabet ilkelerine en yakın piyasalar, kent pazarları ve zirai piyasalardır. Örneğin bir yazara göre*, Amerika’da “fiyat kabullenen”, emtia fiyatları üzerinde etkide bulunamayan, her ne kadar “özdeş” olmasa da aynı türde benzer ürünler üreten, piyasaya giriş maliyeti yüksek olmasına rağmen kredi ve devlet programları ile bu maliyetlerin hafifletildiği 2 milyonun üzerinde çiftlik işletilmektedir. Ancak piyasa giriş çıkış maliyeti, diğer etkenlere nazaran hayati bir önem taşımaktadır. Her ne kadar zirai piyasalar mükemmel rekabetçi piyasa teorisine yakınsasa da devletin müdahalesi, kredi imkânları ve sübvansiyonlar, rekabetin bizzat kendisine tezat olması hasebiyle, mevcut durumu engelleyen bir unsur olmaktadır. Bu sektörler, devlet müdahalesi olmadan ayakta duramamakta, yüksek maliyetler nedeniyle piyasaya girememektedir. Bu durum en iyi şekilde Delorme’un Kanada tarımı üzerine yaptığı çalışmasında görülmektedir. Ona göre, tam rekabette tüm sektörlerde rekabet** “mükemmel” seviyededir. Ancak zirai ürün ithalatına konulan tarifelerin kalkması yerli ürünlere olan talepte düşüşe neden olmaktadır.⁵

⁴ William H. Melody, “Liberalizing Telecommunication Markets: A Framework for Assessment”, **Policy Primer Papers no: 3**, ICT Governance for Poverty Reduction, August 2006, s. 2

* Ben Le Fort

** Tam rekabet piyasasının özellikleri olan atomisite, homojenite, esnek fiyat, rasyonel ve mobilite şartları en fazla, halk pazarları ve zirai piyasalarda görülmektedir.

⁵ François Delorme, Dominique van der Mensbrugghe, “Assessing the Role of Scale Economies and Imperfect Competition in the Context of Agricultural Trade Liberalisation: A Canadian Case Study”, **OECD Economic Studies** 13, 205-36, 13th Jan. 1990, s.220

Ülkeler çapında ele alındığında bir ülkenin gelişmiş ülke olmasının “p r iktisadi  l tleri” *atomisite, homojenite, esnek fiyat, rasyonallite ve mobilite* ilkelerine yakınsayan bir ekonomiye sahip olup olmaması ile ölçülmektedir. “Politik iktisadi ölçütler” ise ülkelerin iktisadi durumu ile politik üstyapısını dikkate alan göstergelere odaklanmaktadır. En önemli gösterge, ülkelerin zenginlik ve fakirlik gibi problemlerini ele almakta ve “Neden bazı ülkeler yoksul bazı ülkeler zengindir?” sorusunun cevabını aramaktadır. “Yetersiz kaynaklar, muazzam ihtiyaçlar” paradigmasının günümüzün birçok iktisadi meselesini açıklamakta yetersiz kalması, “Neden bazı ülkeler gelişmiş bazı ülkeler hala gelişmektedir?” sorusunu diğ r ölçütlerin önüne almaktadır.

Gelişme yolunda olan bir ülkenin neden gelişmemiş olduğuna dair soruya Kurumsal İktisadın cevabı; hem iktisadi duraklamanın hem de bu duraklamanın nedeni olan sömürücü-dışlayıcı kurumların bir arada olmasıdır. Yine Kurumsal İktisada göre duraklamanın nedeni olan dışlayıcı kurumlar değişime tabi tutulmadan gelişmemiş ülkenin kısır gelişmeden kurtulması mümkün görünmemektedir. Gelişme yolundaki ülkenin bu fasit dairenin dışına çıkabilmesi toplam üretim girdisi üretkenliğinin (*total factor productivity*) artırılmasına bağlı olmaktadır. Toplam  retim girdileri üretkenliği, emeğin ve sermayeden elde edilen verimden oluşmaktadır. Emek ve sermaye girdilerinin üretkenliğini artırmanın yolu, Wolla’ya göre kurumsal evrim ve ticaretten geçmektedir. Wolla için “kurumlar”, işletmeler ve insanlar için teşvik yaratan oyun kurallarıdır. Öte yandan insanlar yaptığı çalışmalar ya da işler nedeniyle maddi olarak  d llendirilmez veya üretimlerinden doğan faydalar onlardan gasp edilir ya da hiç edilirse üretme isteği azalacaktır. Bu nedenle birçok iktisatçı; mülkiyet hakları,  zg r ve açık piyasalar ve hukuk kuralları gibi kurumların mal ve hizmet üretmeleri için kişilere en iyi teşvik ve fırsatları sağlayacağını ileri sürmektedir.⁶ Acemoğlu ve Robinson bu noktada gelişmemişliğin  l tleri olarak coğrafya, kültür, cehalet ve kurum hipotezlerini ele almakta ve kurum hipotezinin en makul ölçüt olduğunu ileri sürmektedirler. Onlara göre

⁶ Scott A. Wolla, “Why Are Some Countries Rich and Others Poor?”, **Page One Economics**, Federal Reserve Bank of Saint Louis Economic Research, September 2017, (evrimii) <https://research.stlouisfed.org/publications/page1-econ/2017/09/01/why-are-some-countries-rich-and-others-poor/>, Temmuz 2019

sömürücü kurumsal yapıya dayalı büyüme gerçekleştiren ülkeler gelişme yolundaki ülkelerdir. Bir süre gelişme yolundaki ekonomi kategorisine girebilseler de bu durum geçicidir. Acemoğlu ve Robinson'a göre SSCB'nin (Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği) izlediği büyüme modeli böyle bir model olup kısa ömürlüdür; muhafaza edilmiş, donmuş teknolojik birikime dayalı hızlı büyüme gerçekleştiren SSCB, bu tür büyüme modeli ile daha fazla ileri gidilemeyeceğinin en büyük örneğidir.⁷ Acemoğlu ve Robinson, SSCB'nin dışlayıcı kurumsal temele dayanan iktisadi bir yapıya sahip olduğu için ikinci dünya savaşının sonrasında yaşadığı iktisadi atılımın geçici olduğuna inanmaktadır.

2.1.2. “Gelişme Yolundaki Ekonomi” Tanımlamasındaki Güçlükler

Hangi ülkenin gelişmiş ülke hangi ülkenin gelişme yolundaki ülke olduğu sorusuna önsel olarak cevap vermek gittikçe zorlaşmaktadır. Geçmişte bu iki grubu birbirinden ayırmak için sıklıkla tartışılan işsizlik, sermaye akımlarına olan hassasiyet, borçluluk oranı, finansal piyasaların genişliği gibi kriterler önemini gittikçe kaybetmektedir. Örneğin, bazı gelişme yolundaki ülkeler, birtakım gelişmiş ülkelerden çok daha iyi niteliklere sahip olup borçluluk durumunu kontrol altına almada en gelişmiş ülkelerden daha kabiliyetlidir.⁸ Ülkelerin borçluluk oranlarında bu durum görülmektedir: Bir gelişme yolundaki ülke olarak Türkiye'nin toplam borcunun gayri safi milli hâsılasına oranı % 30 civarındayken gelişmiş ve endüstrileşmiş ülke olarak Fransa'da bu oran % 98, Belçika'da % 102, ABD'de % 107, İtalya'da % 135, ve an itibarıyla Japonya'da % 269'dur. Fert başına düşen milli gelir seviyesinde* de benzer bir korelasyon bulunmaktadır: 63 bin dolarlık fert başına düşen milli gelir ile Katar; 55 bin dolarla ABD, 49 bin dolarla Japonya, 48 bin dolarla Almanya, 46 bin dolarla Belçika ya da 43 bin dolarla Fransa gibi gelişmiş ve endüstrileşmiş ülkelerin üzerinde yer almaktadır.** Bu durum diğer enflasyon, işsizlik oranı, sermaye akımı gibi makro iktisadi göstergelere kadar

⁷ Daron Acemoğlu, James A. Robinson, **Ulusların Düşüşü: Güç, Zenginlik ve Yoksulluğun Kökenleri**, Çev.: Faruk Raim Velioğlu, 15. Baskı, İstanbul, Doğan Kitap, Haziran 2016, s. 120

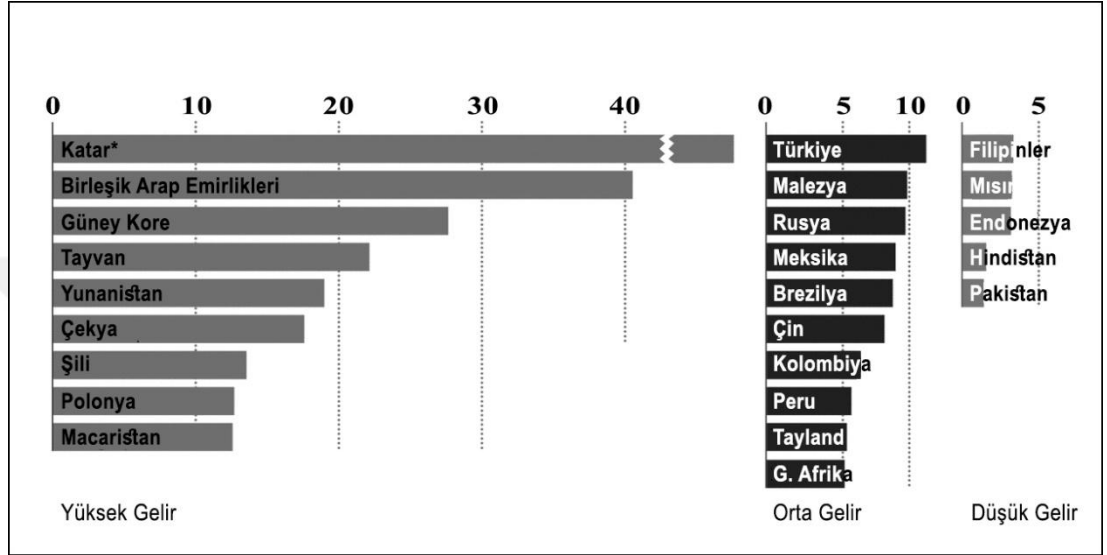
⁸ Philippe Ithurbide, Mickael Bellaiche, “How to Differentiate Emerging Countries? New Approaches for Classification and Typology”, **Cross Asset Investment Strategy**, Discussion Paper, DP-39, 2019, s. 13

*2018 verileridir. (Çevrimiçi): **Trading Economics**, <https://tradingeconomics.com/>

** 2019 verileridir. Cari fiyatlarla (Dolar). (Çevrimiçi): **IMF Database**, <https://www.imf.org/>

götürülebilmektedir. Aşağıda sunulan şekil 2.1, ülkeleri, fert başına düşen milli gelir göstergesine göre sınıflandırmanın zorluğuna işaret etmektedir.

Şekil 2.1: Gelişme Yolundaki Piyasalar
(Cari Fiyatlarla Fert Başına Düşen Milli Gelir, Bin \$)



Kaynak: The Economist, World Bank, Morgan Stanley Capital International Members of the **MSCI EM Index**, GNI per capita (Atlas Method), 2017, (Çevrimiçi)
<https://www.economist.com/special-report/2017/10/05/defining-emerging-markets>, Eylül 2019

Şekil 2.1’de *Morgan Stanley Capital International*’in kategorize ettiği gelişme yolundaki ülke ekonomilerinin fert başına milli gelir seviyelerinde görüldüğü üzere, gelişmişlik seviyesi olarak milli gelir göstergesinin kullanılması, gelişmiş ve gelişme yolundaki ülkeleri sınıflandırmadaki zorluğa işaret etmektedir. Çok sayıda insan, kategorinin, tamamen farklı gelişme aşamalarındaki Tayvan ve Pakistan gibi ekonomileri bir araya topladığından, ayırım gözetmeyen bir çuval haline geldiğinden şikâyet etmektedir.⁹ Örneğin, Pakistan ve Tayvan bir yana, Rusya gibi devasa bir ekonomiye sahip ülke, kısmen mütevazı bir ekonomiye sahip Türkiye’nin altında bulunmakta, Katar ve Birleşik Arap Emirlikleri gibi ülkeler de Güney Kore’nin üzerinde yer almaktadır. Ancak ne Türkiye, Rusya’dan ne de Katar ve BAE gibi ülkeler Güney Kore’den daha gelişmiş bir ekonomiye sahiptir.

⁹ The Economist, **Defining Emerging Markets: A Self-Fulfilling Prophecy**, Special Report, October 5th 2017, (Çevrimiçi) <https://www.economist.com/special-report/2017/10/05/defining-emerging-markets>, Eylül 2019

Yine de “durum” yerine “süreç”i öne alan dinamik bir tanıma ulaşmanın olanağı bulunmaktadır. Gelişme yolundaki bir ülke, sermaye piyasalarında etkinlik ve şeffaflığın yanı sıra onu daha güvenilir ve daha güçlü kılacak iktisadi performans seviyelerine taşıyacak bir iktisat programı başlatmış ülke olarak da kabul edilebilmektedir. Gelişmiş ülkeleri ayırmak için kullanılan göstergeler, bir sürecin nihai sonucu olduğu için aynı problem bu ülkelerde ortaya çıkmaz. Problem, geçiş süreci yaşamakta olan gelişme yolundaki ekonomileri sınıflandırırken baş göstermektedir. “Gelişme yolunda olmak” dinamik bir terim olup devam etmekte olan bir süreci ifade etmekten ziyade “gelişmiş olmak” tamamlanmış bir sürece işaret etmektedir. “Gelişme yolundaki” ülkeleri sınıflandırmadaki zorluk büyük ölçüde doğası gereği sahip oldukları süreç merkezli nitelikten kaynaklanmaktadır.

2.2. Kriz Öncesinde Gelişme Yolundaki Ülkelerin Durumu

2006 yılına gelindiğinde global finans kuruluşlarının odak noktası 1996 ile 2001 yılları arasında yaşanan ve gelişme yolundaki bazı ülkelere ortaya çıkan bankacılık krizlerinin sönümlenen etkileri olmuştur. Yine kriz öncesinde Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından yayınlanan Finansal İstikrar ve Genel Görünüm raporları krizin ayak sesleri hakkında ipuçları vermiştir. Öte yandan 2000’li yılların hemen başında patlak veren bankacılık krizleri sonrası gelişme yolundaki piyasalarda alınan finansal önlemler -ki bu ülkelerin başında yine aynı tarihte bir bankacılık krizi atlatan Türkiye gelmektedir- yapılan iktisadi reformlar bankacılık krizinden çıkışı hızlandırmış ve gelişme yolundaki ülkelere, ileriye dönük finansal bir kriz beklentisini gündemden düşürse de kredi genişlemesine yönelik endişeleri canlı tutmuştur. 2000’li yılların başından itibaren gelişme yolundaki ekonomilerde bankacılık sistemi, iktisadi iyileşme ve reformların sonucu olarak iyiden iyiye güçlenmiştir. Ancak finansal istikrara olan tehditler, bazı ülkelere aşırı kredi genişlemesi ve artan konut fiyatları nedeniyle yükseliş göstermiştir. Büyük bankalar tarafından yabancı sermaye akışlarına yapılan büyük ölçekli aracılık, kredi genişlemesine katkı sağlarken sistemik bir riske kaynaklık etmiştir.¹⁰ 2008 krizine dek gelişme yolundaki birçok ülkede finansal sistemlerini kuvvetlendirmeye yönelik

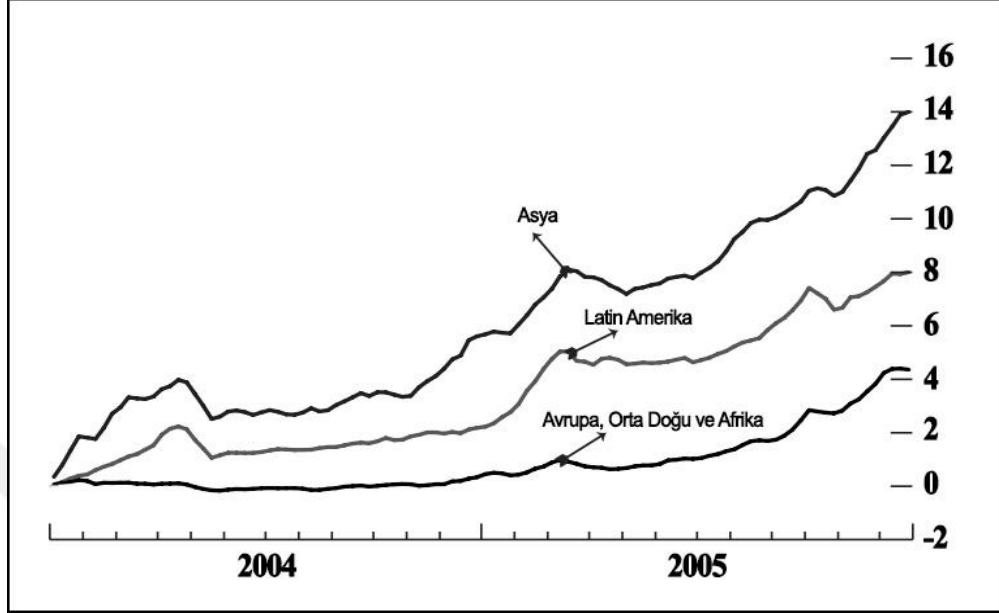
¹⁰ International Monetary Fund (IMF), “Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues”, **World Economic and Financial Surveys**, April 2006, s. 6

abalar, iktisadi reformlar ve mali denetimler bulunsa da bütün bu çabalar, gelişme yolundaki ülkelerin “hızlı büyüme güdüsü” tarafından gölgede bırakılmıştır. Gelişme yolundaki ülkelerde meydana gelen aşırı kredi genişlemesinden büyük oranda bu ülkelerin hızlı büyüme amaçları sorumlu olmaktadır. Bu durum, finansal yapıdaki istikrara risk unsuru oluşturmuştur. Ancak bu risklerdeki artış, ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Asya’da Çin ve Hindistan’ın hızlı büyüme oranları dışında devlet sahipliğindeki bankaların verdiği geri dönüş ihtimali düşük kredi oranlarında yaşanan artış ve verilen kredileri yönetmedeki zayıflığın yanında şeffaf olmama durumu, gelişme yolundaki Avrupa ekonomilerindeki yabancı bankaların sahip olduğu yüksek pazar payı, Orta Doğu ve Afrika’da finansal sistemin petrol fiyatlarına karşı olan yüksek hassasiyeti, bu ülkelerdeki artan varlık fiyatları ve kredi genişlemesi, finansal kriz riskini artıran etmenlerin başında gelmekteydi. Öte yandan ABD’de şişen konut balonuna paralel olarak gelişme yolundaki ülke piyasalarında meydana gelen küçük balonlar, gelişmiş ekonomilerden gelişme yolundaki ülkelere akmakta olan toksik varlık ve yabancı sermaye akımları gibi gelişme yolundaki ülkeleri finansal bir krize karşı kırılgan hale getiren belli başlı gelişmeler olmuştur.

2.2.1. Gelişme Yolundaki lkelerde “Küçük Balonlar”

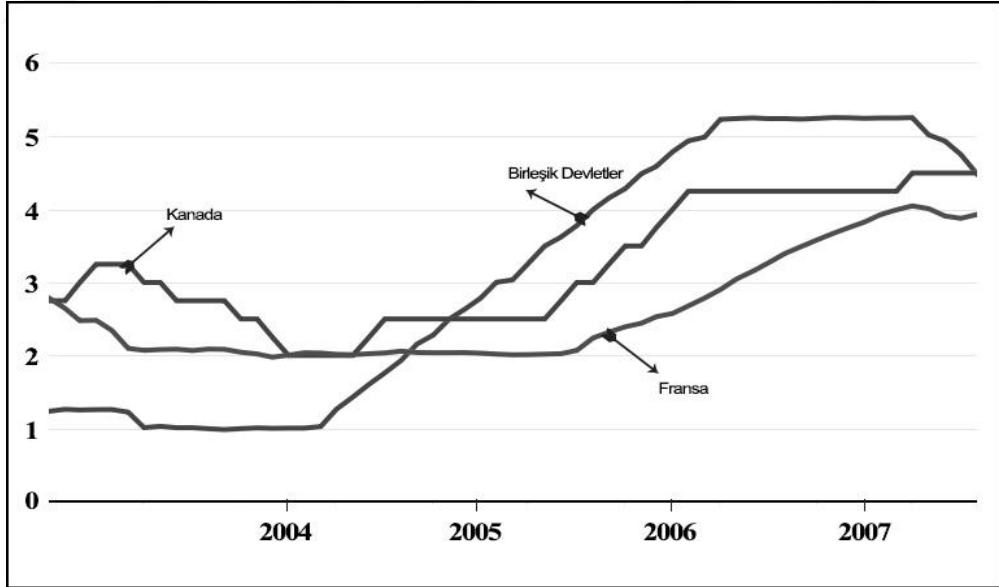
2005 yılından sonra ortaya çıkan Amerikan konut balonu, gelişme yolundaki ülkelerde küçük balonlara neden olmuştur.şekil 2.2, gelişmiş ekonomilerdeki iktisat politikaları hakkında da önemli ipuçları vermektedir. şekle bakıldığında Asya Krizi ve 2000 yılında baş gösteren bankacılık krizleri sonrasında gelişme yolundaki ekonomilerin finans sektörüne yaptıkları takviyeler ile gerçekleştirilen iktisadi reformların nihai sonuçları görülmektedir. 2004 yılının sonunda 2005 yılının başında gelişme yolundaki ülkelerin hisse senedi piyasalarına yapılan yabancı yatırımların ardındaki neden, özellikle ABD’de kademeli olarak artırılan faiz oranlarıdır. şekil 2.3 ise belli başlı gelişmiş ülkedeki faiz oranı hareketlerini göstermektedir.

Şekil 2.2: Gelişme Yolundaki Piyasa Hisse Senetlerine Yapılan Yatırımlar (Milyar \$)



Kaynak: Emerging Portfolio Fund Research (EPFR), <http://www.epfr.com/>

Şekil 2.3: Birkaç Gelişmiş Piyasanın Faiz Oranları Seyri (%)



Kaynak: Federal Reserve Bank St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/>

Şekil 2.2 ve 2.3'ü göz önüne alındığında 2004 yılının sonu 2005 yılının başında gelişme yolundaki ülke tahvil ve hisse senetlerine yapılan yatırımlardaki artışlar anlamlı görünmektedir.

Gelişmiş ülkelerde, özellikle ABD’de, oluşan konut balonunun ortaya çıkması nedeniyle, 2004 yılının sonlarına doğru kademeli bir şekilde faiz oranlarının artırılmış olması, aynı tarihlerde gelişme yolunda olan borsalardaki fiyat artışlarını açıklamaktadır. Çünkü faiz oranları ile borsada işlem gören hisse senedi ve tahvil fiyatları arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Gelişmiş ülkelerde (ABD, Kanada ve Fransa) kademeli olarak artırılan faiz oranları ile birlikte iktisadi yapının daha kırılğan hale gelmesi, bu ülkelerdeki yatırımcıyı, faiz oranları nispeten daha yüksek ve kısmen daha sağlam bir finansal yapıya sahip gelişme yolundaki ülke ekonomilerine yönlendirmiştir. Şekil 2.2 ile 2.3 arasındaki benzerliğin sebebi bu gerçeğe dayanmaktadır. Gelişme yolundaki finansal piyasalara yönelen yabancı yatırımcı, bu ülkelerde küçük balonların oluşmasında kilit rol üstlenmiş, nükleer ve toksik atık olarak tanımlanan, riskli varlıklar olarak değerlendirilen ve genellikle yüksek belirsizlik, kayda değer kredi, piyasa ve/veya likidite riskine sahip finansal enstrümanları bu ülkelere taşımıştır.

ABD’de artırılan faiz oranları ile yaşanan likidite sıkıntısı ve konut balonunun gittikçe ortaya çıkması, gelişme yolundaki ülke borsalarındaki şişmenin temel nedeni olarak görünmektedir. Gelişme yolundaki ülkelere yönelik bu kayma, gelişme yolundaki ekonomileri dış sermaye yatırımlarına bağımlı hale getirmiş, cari açığı yabancı sermaye girişleri ile finanse etme alışkanlığını kuvvetlendirmiş, 2008’de zirve noktasına ulaşacak krizin yıkıcı etkilerini artırmıştır. Öte yandan gelişme yolundaki ülkelerin kamu borçlarına olan talebin artmasına birkaç faktör katkıda bulunmuştur. 2006 yılından önce geçen 5 yılda birçok gelişme yolundaki ülke, makro iktisadi temellerde göz kamaştırıcı ilerlemeler sağlamış, yapısal reformlar gerçekleştirmiş, bazı gelişme yolundaki ülkeler ise artan emtia fiyatlarından bolca faydalanmıştır. Düşük getiriye sahip gelişmiş ülke varlıkları ile beraber yüksek kalite ve performans sergileyen gelişme yolundaki ülke varlıkları, gelişmiş ülke yatırımcılarının gelişme yolundaki ülke varlıklarına olan yatırımlarında ciddi artışlara yol açmıştır.¹¹ ABD’deki konut balonuna paralel olarak gelişme yolundaki ülke piyasalarında meydana gelen küçük balonların arkasındaki temel

¹¹ International Monetary Fund (IMF), “Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues”, **World Economic and Financial Surveys**, April 2006, s. 85

neden global likidite bolluğunun yol açtığı yatırım açlığıdır. Bu yatırım açlığı gelişme yolundaki ülkelerin kriz cenderesi içerisine girmesinde kilit rol oynamıştır.

2.2.2. Krizin Gelişme Yolundaki Ülkelere Sızma Tarzları:

Toksik Varlık ve Yabancı Sermaye Akışı

2008 finans krizinin, bütün krizlerde olduğu gibi, gelişme yolundaki ülkelere sızmasında en bilindik yol, global ticaretle anlamını bulan *mobilité* ilkesidir. Daha önce de bahsedildiği üzere piyasa ekonomisinin pür iktisadi ölçütlerinden mobilité ilkesi ve global ticarete serbestiyet ve sermayenin mobilizasyonu krizin coğrafi geçişkenliğini kolaylaştırmıştır. Piyasa ekonomisinin bu niteliği, toksik varlık ve yabancı sermaye akışı kanalları yardımıyla krizin gelişme yolundaki ülkelere ihraç edilmesini mümkün kılan en güçlü unsurların başında gelmektedir.

2.2.2.1. Toksik Havuz ve Toksik Varlık

Talep düşüşünün yanında 2008 krizinin global boyut kazanmasında toksik varlıklar önemli bir rol oynamış, Çin, Hindistan ve Brezilya gibi ülkeler dışında finansal krizin reel sektörlere olan etkisini artırmış, ardından gayri safi milli hasıladaki daralmayı işsizlik oranlarındaki artış izlemiştir.¹² İktisatçıların finansal nükleer atık da dediği zehirli, kötü, çöp manasındaki toksik varlığın (*toxicasset*) krizin gelişme yolundaki ülkelere sızmasında da rolü büyük olmuştur.

Toksik varlık kavramı, karanlık havuz (*darkpool*) olarak da ifade edilen toksik havuz (*toxicpool*) terimiyle ele alınmaktadır. Toksik havuz; agresif yatırımcıların ya da daha pasif bir yaklaşıma sahip yatırımcıları istismar edebilecek, hızlı icra stratejilerine sahip yatırımcıların yuvası olarak tanımlanmaktadır.¹³ Karanlık havuzu mesken edinen “agresif yatırımcılar”ın “daha pasif yaklaşımlara sahip yatırımcılar”ı istismar aracı ise toksik varlıklar olmaktadır. Hızlı icra kabiliyetine sahip öfkeli tacirler, toksik varlıklar aracılığıyla çaylak yatırımcılardan menfaat sağlamaktadır. Toksik varlık ise, çok riskli olarak değerlendirilen ve

¹²Gülten Kazgan, **2008 Küresel Krizi: Nedenleri, Etik İlkeleri ve İktisat Eğitimi**. No. 2012/98. Türkiye Ekonomi Kurumu, Discussion Paper, 2012, s. 18.

¹³ Erik Banks, **Dictionary of Finance, Investment and Banking**, First Edition, Palgrave Macmillan, 2010, s. 515

genellikle yüksek belirsizlik, kayda değer kredi, piyasa ve/veya likidite riskine sahip finansal bir enstrümanı ifade etmektedir. Toksik varlık, bir komployla geliştirilebilir (e.g. riskli profil ile yapılandırılmış bir not) veyahut da yatırımcılara satılması zor ya da gözden düşmüş sentetik bir varlığın yan ürünü (e.g. artık, tamamlayıcı tahvil veya teminatlandırılmış borç ya da mortgage yükümlülüklerinin yabancı dilimi) olabilmektedir.¹⁴ Toksik varlığın diğer yaygın bir kullanımı kötü varlık'tır (*badasset*). Örneğin devletler, finansal kriz zamanlarında bankaların bilançolarındaki kötü varlıkları satın almaktadırlar. ABD'de 2008 krizinde, Lehman Brothers hariç tutulursa, birçok banka bu yola başvurmuştur. Bir kişi veya tüzel kişiliğin sahip olabildiği toksik varlığı toksik varlık yapan şey, fiyatında ve değerinde meydana gelen ani düşüşler ve bu düşüşlerin neden olduğu satılamama riskidir.

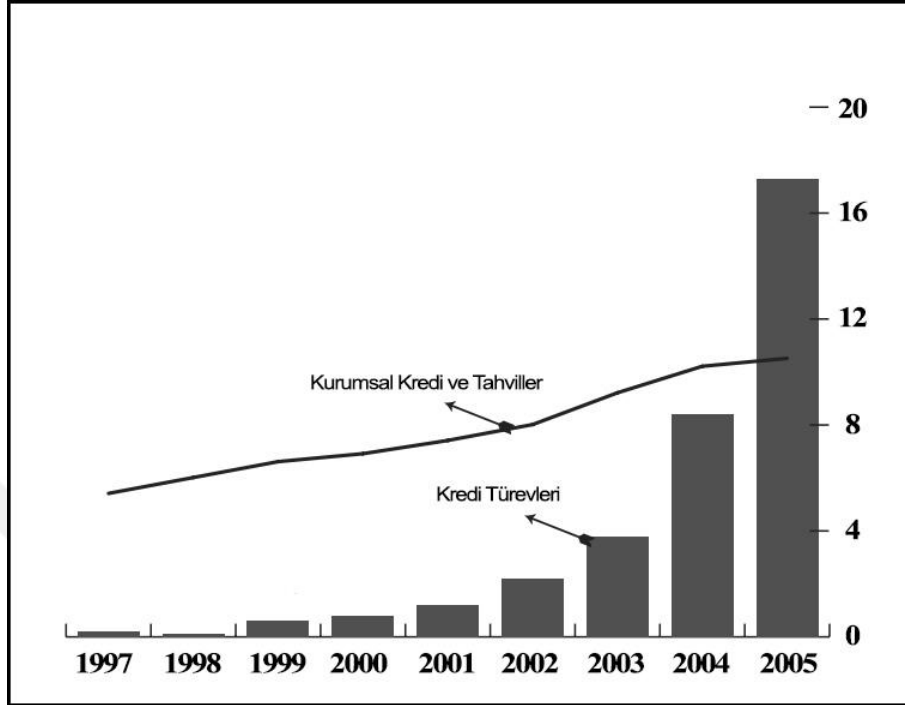
2.2.2.2. Likidite Bolluğu ve Özel Veri Dağıtım Standardı

Kredi türevleri piyasası; denetim konusunda bazı endişeleri artırsa da türev araçların sağladığı enformasyon, denetim ve piyasa gözetimi için çok kullanışlıdır. Hisse senedi piyasasında olduğu gibi, piyasanın ortak kredi riski görünümündeki şeffaflığın gelişmesiyle kredi türevleri, genel kredi şartları hususunda değerli enformasyon sağlamakta, kredinin marjinal fiyatını gittikçe daha fazla belirlemektedir. Kredi türev araçlarının gelişmesi ile gelen simetrik enformasyon yönündeki ilerlemeler, piyasa disiplini geliştirmede katkı sunmaktadır.¹⁵ Ancak 2007 Ağustos ayında patlak vererek 2008'de gelişme yolundaki ülkelere sirayet eden global finans krizi, türev araçların finansal denetim konusunda yanıltıcı olabileceğini göstermektedir. Çünkü 2008 global krizinin temel nedenleri arasında *asimetrik enformasyon, irrasyonel coşku, ters seçim ve ahlaki risk* gibi etkenler bulunmaktadır.

¹⁴ **Ibid.**

¹⁵ International Monetary Fund (IMF), "Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues", **Loc. Cit.**, April 2006.

Şekil 2.4: Dünyadaki Toplam Kredi ve Kredi Türev Araçları



Kaynak: International Monetary Fund (IMF), “Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues”, **World Economic and Financial Surveys**, April 2006, s. 52

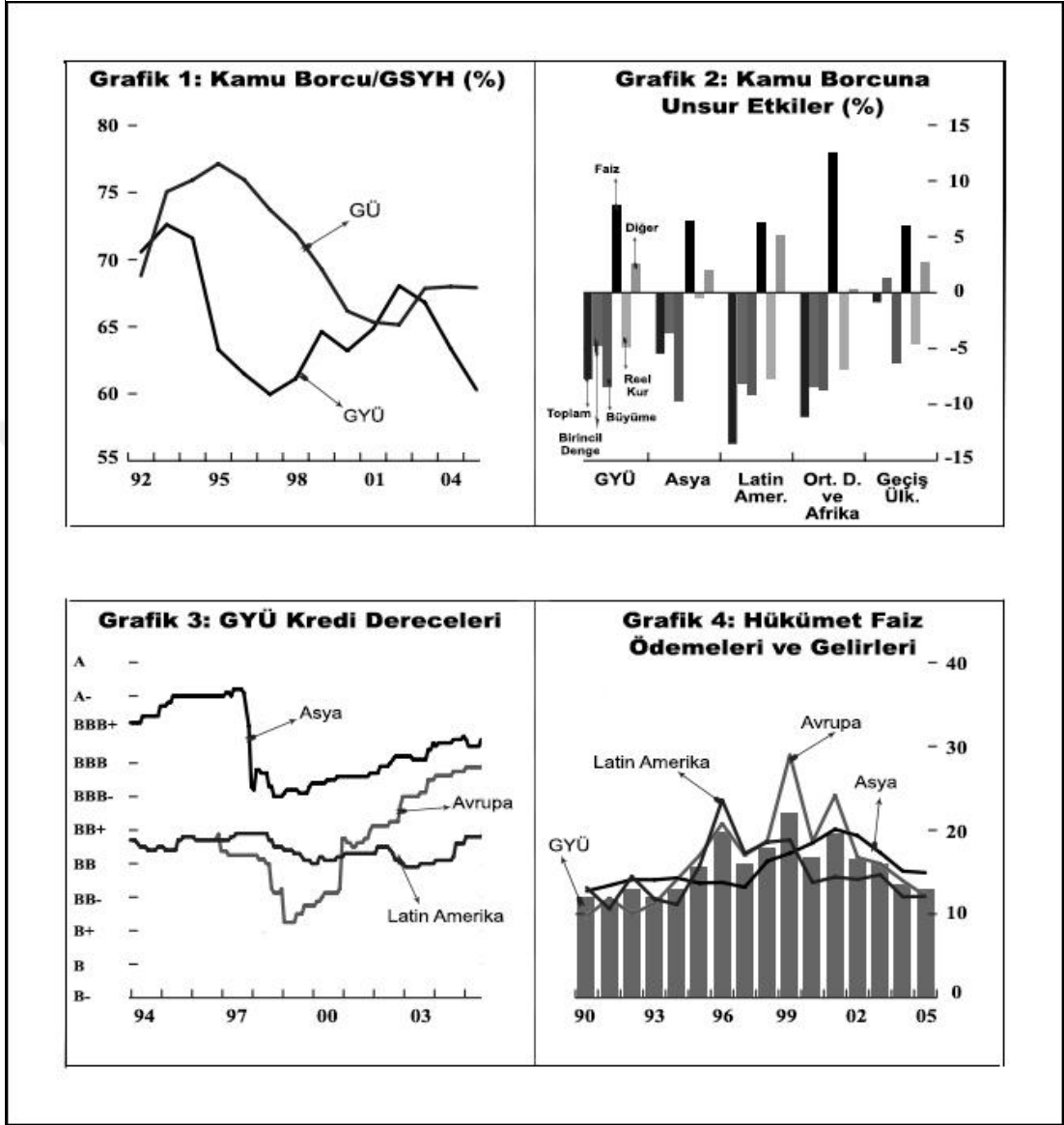
Gelişme yolundaki ülkelerin yaşadığı finansal güçlenmeyi tam manasıyla anlayabilmek için dünyadaki türev araçlarının ulaştığı noktayı kavramak gerekmektedir. Şekil 2.4, dünyadaki toplam kredi hacmi ile kredi türev araçlarının 1997 ile 2005 yılları arasındaki büyüklüğünü göstermektedir. 2004 ve 2005 yılında nispeten düşük faiz oranları ile likidite bolluğunun bir sonucu olarak kurumsal kredi ve tahviller ile diğer kredi türevlerinde dikkat çekici artışlar yaşanmıştır. Şekil 2.5'te ise gelişme yolundaki ülkelere ait kredi türev araçlarının belirleyicisi birtakım göstergeler sunulmaktadır. Şekil 2.5'in birinci grafiğinde 2005 yılına yaklaşırken düşüşe geçen kamu borç yükünü, ikinci grafik kamu borcunu etkileyen unsurları, üçüncü grafik gelişme yolundaki ülkelerin 1997 Asya krizinden sonra kademeli olarak toparlanan kredi derecelerini, dördüncü grafik ise 1999 yılından itibaren azalışa geçen faiz ödemelerini göstermektedir. Dört grafik de, özellikle 1997 Asya finans krizinden sonra gelişme yolundaki ülkelerin finansal sistemlerinde yapmış oldukları kuvvetlendirmeler ve iktisadi altyapılarında gerçekleştirmiş oldukları

reformlar ile global likidite bolluğunun bir sonucu olarak bütünsel bir iyileşmeye işaret etmektedir. Öte yandan Asya krizinden sonra birçok gelişme yolundaki ülkenin makro iktisadi performansında ciddi değişimler meydana gelmiştir. Bu önemli gelişmeler; daha esnek döviz kuru rejimlerini, artan anti-enflasyonist müdahaleleri, güçlenen kredibilitiyi, daha kuvvetli iktisadi, mali ve güçlü cari açık performansını ve rezervlerindeki döviz artışlarını kapsamaktadır.¹⁶

Gelişme yolundaki ülkelerin iktisadi ve finansal temellerinde yaşanan bu değişimlerin dışında daha önemli bir gelişme daha yaşanmıştır: Yabancı yatırımcılara uygulanan daha kolay ve düşük vergilendirmenin yanında, “tam zamanlı veri paylaşımı”. 2004 yılının sonu ile 2005 yılının başında gelişme yolundaki ülkelerin borsada işlem gören varlıklarına yönelik yabancı yatırımlardaki artışın nedenleri için; global çapta artan likidite bolluğu, gelişmiş ülkelerde yaşanan ve sezilen finansal balon olgusu ve nispeten düşük faiz oranlarının yanı sıra 97 Asya Krizinden sonra gelişme yolundaki ülkelerin finansal sistemlerinde yaptıkları reformlar ve bu reformların en önemlisi olarak, “tam zamanlı veri paylaşımı” ile “yabancı yatırımcılara uygulanan daha kolay ve mütevazı vergi oranları” ileri sürülebilmektedir.

¹⁶ **Ibid.**, s. 86

Şekil 2.5: Kriz Öncesi Gelişme Yolundaki Ülkeler: Finansal Bazı Göstergeler



Kaynak: International Monetary Fund (IMF), “Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues”, **World Economic and Financial Surveys**, April 2006, s. 87. Grafik 4, yüzdelik değişim oranlarıdır. GÜ: Gelişmiş Ülkeler. GYÜ: Gelişme Yolundaki Ülkeler

1996’da Uluslararası Para Fonu (IMF), Özel Veri Dağıtım Standartlarını (*Special Data Dissemination Standard, SDDS*) çıkarmıştır. *SDDS* ile iktisadi ve finansal verilerin kamuoyuna sunulmasında global sermaye piyasalarına erişimi olan veya bu erişime sahip olmak isteyen ülkelere rehberlik etmek amaçlanmaktadır. Bu erişimin önemli bir yönü de getirdiği maliyettir; dolayısıyla *SDDS*’e bağlı kalmanın, özellikle gelişme yolundaki piyasa katılımcıları açısından borçlanma maliyetlerini

düşürüp düşürmediği konusunu incelemek doğal bir olgu olarak değerlendirilmelidir.¹⁷“Veri paylaşımı”, gelişme yolundaki ülkeler için yabancı sermayeyi çeken, maliyetleri düşüren ve borsalarını şişiren önemli bir husustur. IMF’in 1996’da çıkardığı veri paylaşımı standardı ile gelişme yolundaki ülkelerin yabancı para cinsinden borçlanmalarını, *spread*’i (alım ve satım fiyatları arasındaki açığı) daraltarak, daha az maliyetle gerçekleştirmeleri amaçlanmıştır. John Cady, yaptığı bir incelemesinde gelişme yolundaki ülkelerdeki finansal veri paylaşımının dış borçlanma maliyetlerini azaltıp azalmadığı konusunu irdelemiştir. Uluslararası Finans Enstitüsü, *SDDS* uygulamalarının, bir kısım gelişme yolundaki ülke ekonomileri için Dolar Eurobond *spread*’inde 200-300 baz puanlık düşüşe neden olduğunu keşfetmiştir.¹⁸Bu bulgu, gelişme yolundaki ülkelerin 2008 krizi öncesinde sahip olduğu “küçük balonların” başka bir açıklaması olmaktadır. Global likidite bolluğu, düşük faiz oranları ve 1997 krizi sonrası almış oldukları iktisadi tedbirlerin dışında,*SDDS*, gelişme yolundaki ülkelerin 2008 krizi öncesi finansal piyasalarındaki şişkinliğin diğer bir aktörü olarak görülebilir. Yine de borçlanma koşulları ve makro iktisadi temeller, global sermaye piyasalarında borçlanmanın hâkim esasları olmayı sürdürmektedir.

2.3. Krizin Patlak Vermesi ve Gelişme Yolundaki Ülkeler

*NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations)** diye adlandırılan yeni ekonomi yüksek teknoloji hisse senedi krizi sonrası faiz oranları ortalamanın altına çekilmiş, dünyada likidite bolluğu yaşanmış ve globalleşmenin geldiği seviye ile 2008 krizine kapı aralanmıştır. 2008 krizinin patlak vermesi, çoktandır büyümekte olan konut balonuna tepki olarak Amerikan Merkez Bankasının almış olduğu faiz artışı kararı neticesinde gerçekleşmiştir. Amerikan Merkez Bankasının bu kararı ve dönemin Amerikan Merkez Bankası başkanı Alan Greenspan’ın politikaları bazı iktisatçılar tarafından eleştiriye tabi tutulmuştur. Örneğin Milton Friedman’a göre Greenspan’ın iktisadi müdahaleleri baş aşağı duruyordu: Greenspan, ekonomi düşüşe geçtiğinde faiz

¹⁷ John Cady, “Does SDDS Subscription Reduce Borrowing Costs for Emerging Market Economies?”, *IMF Working Paper, WP/04/58*, IMF Staff Papers, 52(3), April 2004, s. 3

¹⁸ **Ibid.**

* ABD Yeni Ekonomi Yüksek Teknoloji Hisseleri Borsası

artırma, yükselişe geçtiğindeyse faiz azaltma yoluna gidiyordu.¹⁹ Friedman'ın, bahsettiği ekonominin inişe geçmesi“soğuması”, yükselişe geçmesi “ısınması” olarak değerlendirildiğinde ileri sürdükleri yerli yerine oturmaktadır. Monetarist iktisat anlayışına göre, faizler ekonomi soğuma (yavaşlama) sinyali verdiğinde düşürülmeli, ısınma (hızlanma) sinyali verdiğinde artırılmalıdır. Alan Greenspan'ın çoktandır ısınmakta olan ekonomi için faiz artırımı kararında geç kalması, konut piyasasında finansal bir balonun şişmesine neden olmuş, patladığında ise bütün dünyaya yayılmıştır.

2004 yılından beri şişmekte olan konut balonuna müdahalede geç kalınması sürekli tartışma konusu olmuştur. 2008 krizi denge tartışmaları çerçevesinde değerlendirildiğinde bu tartışmalar anlam kazanmaktadır. 2008 yılında iktisadi sistemin ulaşmış olduğu aşama, yeni bir dengenin tesis edilmesini gerekli kılmıştır. Hisse senetleri piyasası, faiz artışına, kısa vadede çöküşle cevap verse de, uzun dönemde eski dengesinden daha fazla bir artışla karşılık göstermiştir. Örneğin 1999 krizi esnasında NASDAQ hisselerinin neredeyse tamamı % 30 düşüş yaşasa da, birçok *dot-com* (noktakom) hissesi, % 80 veya % 90 oranında değer kaybetse de *Dow Jones* sanayi endeksi 10 bin-11 bin seviyesinde istikrar kazanmayı başarmıştır.²⁰ *Dow Jones* Borsası endüstri endeksi ile NASDAQ teknoloji endeksinin ve ABD'deki konut fiyatlarının günümüzde ulaştığı seviyenin, krize neden oldukları 2006-2007 yılındaki seviyenin çok üzerinde olması, krizlerin “yeni ve daha yüksek bir aşamada yeni bir denge” yarattığı yönündeki tezi desteklemektedir.*Yaratılan yeni dengenin gelişme yolundaki ülkelere maliyeti ağır olmuştur. Ağustos 2008'e gelindiğinde “zehirli” atıklar gelişme yolundaki ülkelere yabancı yatırımlar aracılığıyla sirayet etmiş ve finansal krizin “global” bir mesele olmasında kilit rol oynamıştır. Kriz sonrasında gelişme yolundaki ülkelerin temel karakteri olarak yüksek büyüme oranlarını aşağı çekmiş, bazılarında resesyonu tetiklemiş, neticede işsizlik, ithalat ve ihracatta daralma, enflasyon ve cari açığa neden olmuştur.

¹⁹ Bob Woodward, **Maestro: FED, Greenspan ve Amerikan Ekonomisi**, Çev: Canan Feyyat, Birinci Basım, İstanbul Scala Yayıncılık, Kasım 2003, s. 138

²⁰ **Ibid**, s. 262, 263 ve 271.

***Dow Jones endüstri endeksi**, Mayıs 2007 seviyesi, 13,164.62; Şubat 2020 seviyesi, 29,398.08. **Nasdaq teknoloji hisseleri endeksi**, Ekim 2007 seviyesi, 2,799.31; Şubat 2020 seviyesi, 9,508.684. **Amerika Birleşik Devletleri konut fiyatları endeksi**, Mayıs 2007 seviyesi, 181,605; Aralık 2019 seviyesi, 213,789.

2.3.1. Kriz Sürecinde Gelişme Yolundaki Ülkelerin Durumu

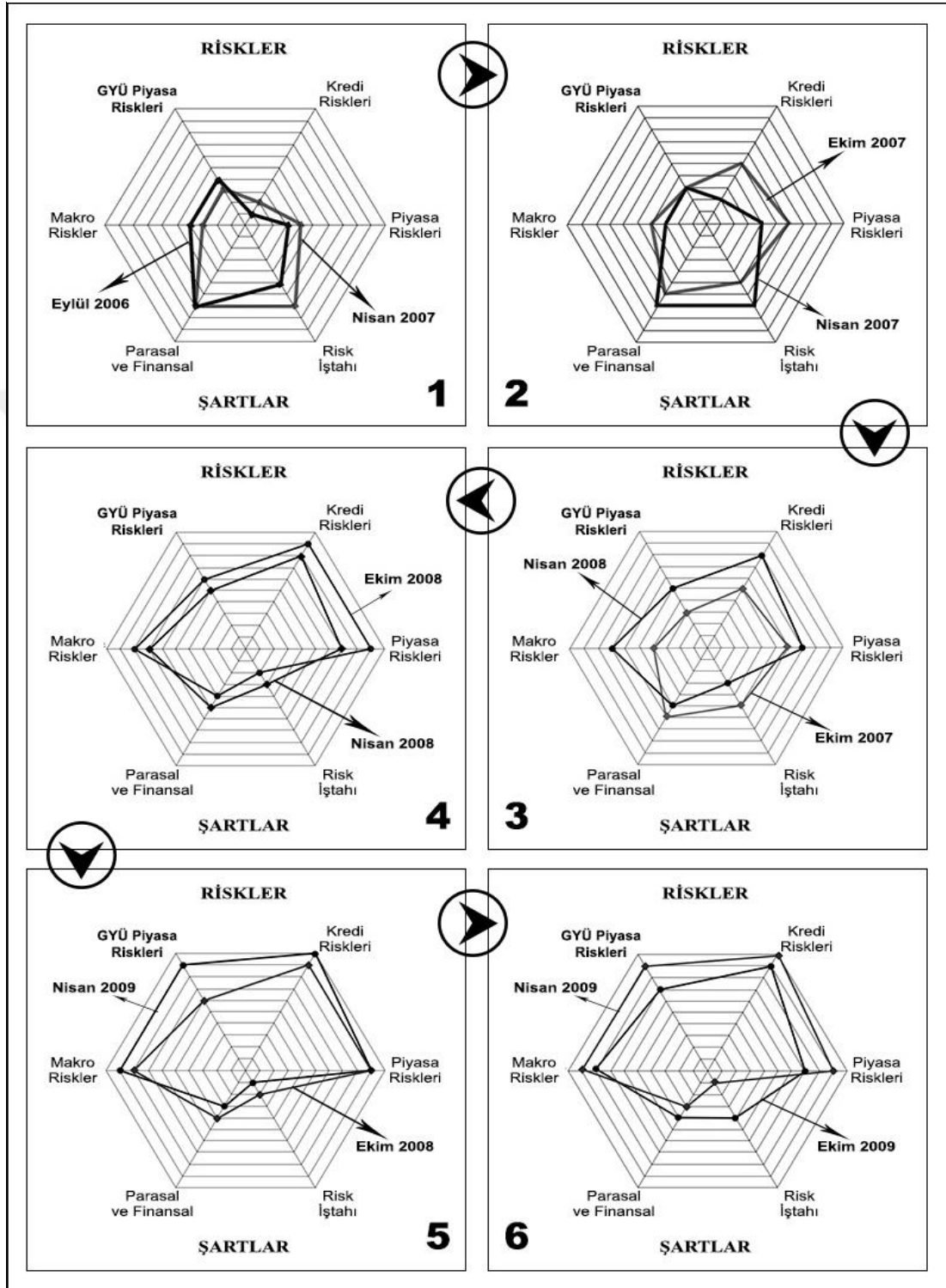
IMF'in 2007 yılının Nisan ayında yayınlamış olduğu finansal istikrar raporu birkaç ay sonra patlayacak finans balonunun habercisi niteliğindedir. IMF bu raporda gelişme yolundaki ülkelere sık sık atıfta bulunduğu 2006'nın Eylül ayı raporuna da değinmektedir. Bu raporda, 2006 Eylül ayı *GFSR*'dan (Global Finansal İstikrar Raporu) Nisan 2007 tarihine dek temel finansal risk ve şartlar değiştiği için bazı piyasalar alarm veriyor,²¹denmektedir. Alarm veren piyasaların başını gelişme yolundaki ülkeler çekmektedir. IMF, raporunda, bazı piyasaların alarm vermesini yatırımcıların artan risk iştahına bağlarken, "risk iştahı", gelişme yolundaki ülke piyasalarına akan yabancı sermaye hacmindeki aşırı artıştan kaynaklanmıştır. 2004 yılının sonu ile 2005 yılının başında yükselişe geçen, gelişme yolundaki ülkelerin hisse senedi piyasalarına yönelik yabancı sermaye akımı, 2007 yılında alarm verecek seviyeye ulaşmıştır. 2005'in başından beri alarm vermekte olan "risk iştahı"nın yanında "gelişme yolundaki ülke piyasa riskleri", "kredi riskleri", "makro riskler", "piyasa riskleri" ve "parasal ve finansal şartlar"ın Eylül 2006'dan Ekim 2009 tarihine dek olan serüveninin haritası Şekil 2.6'da gösterilmektedir.

2.3.2. Gelişme Yolundaki Ülkelerin 2008 Krizi Haritası

Eylül 2006 tarihinden sonra gelişme yolundaki ülkelerdeki finansal yapılar bozulma belirtisi göstermiştir. 2007 yılının başlarında gelişme yolundaki ülkeler için finansal göstergeler iyiden iyiye bozulmaya başlamıştır. 2007 yılından sonraki finansal istikrar raporlarında gelişme yolundaki ülkelerin yaşadığı kötüye gidişler irdelenmiştir. Bu tarihten itibaren, 2004'ten 2006 yılına kadar gelişme yolundaki ülkelerin mali yapılarına dair iyi yönden yapılan çıkarsamalar bir kenara bırakılmaktadır. 2008 yılının son çeyreğinde, 1997 Asya krizinden sonra gelişme yolundaki ülkelerin finansal sistemlerine dair yaptıkları takviyelerin krizin yarattığı tahribatı engelleyemediği görülmüştür. Kriz sürecinde gelişme yolundaki ülkeler özelinde finansal piyasaların yaşadığı dalgalanmaları gösteren aşağıdaki şekil, alt bölümlerde açıklanmaktadır.

²¹ International Monetary Fund (IMF), "Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues", **World Economic and Financial Surveys**, April 2007, s. X

Şekil 2.6: Gelişme Yolundaki Ülkeler Özelinde Global Finansal İstikrarın Serüveni Haritası



Kaynak: "IMF Global Financial Stability Reports", **World Economic and Financial Surveys:** April 2007, s. 2; October 2007, s. 2; April 2008, s. 2; October 2008, s. 2; April 2009, s. 3; October 2009, s. 2. Uluslararası Para Fonu'nun yayınlamış olduğu altı adet global finansal istikrar raporlarındaki "Global Finansal İstikrar Haritası" düzenlenerek hazırlanmıştır. GYÜ: Gelişme yolundaki ülkeler.

Şekil 2.6, Eylül 2006 ve Nisan 2007 yıllarında global finansal istikrarın analojisi ile başlayıp Nisan 2009 ve Ekim 2009 yılındaki finansal durumun karşılaştırılması ile son bulmaktadır. Şekil 2.6'nın önemi, reel sektör ile olan ilişkisi bir yana, finansal krizin hareket tarzı hakkında özetleyici bilgiler veriyor olmasıdır. Şekildeki oklar takip edilerek 6 harita incelendiğinde ilk bozulmaların haritaların alt bölümü, “risk iştahı” ve “parasal ve finansal şartlar” kısmında gerçekleşerek zamanla “kredi riski”, “piyasa riskleri”, “makro iktisadi riskler” ve “gelişme yolundaki ülke piyasalarında riskler”e doğru hareket etmektedir. **1 numaralı küçük harita**, Eylül 2006’dan Nisan 2007 yılına kadar olan zaman diliminde bazı önemli global iktisadi ve finansal değişimleri göstermektedir.

1 numaralı küçük haritanın en soldaki ekseni, yakın dönem “makro iktisadi riskler”de bir miktar azalmaya işaret etmektedir. IMF’in Nisan 2007 Dünya İktisadi Görünümü raporu 2007 yılı için sağlıklı bir global büyüme ve enflasyonda düşüşü öngörmektedir. 2007 yılı Nisan ayı itibariyle global dengesizliklerin düzensiz bir şekilde ayarlanması potansiyeli mevcut ancak ABD’nin mali açığı daralmakta, bölgeler arası büyüme farklılıkları azalmaktadır çünkü Avrupa Birliği ve gelişme yolundaki ülkelerde iç piyasa talebi toparlanmakta ve bazı Asya para birimleri artan oranda esneklik göstermektedir.²² IMF’in Nisan 2007 tarihli raporunda 2007 yılında global çapta makro iktisadi risklerdeki azalmanın sebebi olarak; ABD’de gerileyen mali açık, Avrupa Birliği ve gelişme yolundaki ülke piyasalarında talep artışları ve 1997’deki finansal krizden sonra Asya ülkelerinin mali yapılarında gerçekleştirdikleri monetarist reformların bir sonucu olarak para birimlerinde artan esneklik ya da daha esnek döviz kuru rejimine geçiş gösterilmiştir.

2.3.2.1. Yüksek “Risk İştahı” Süreci

Varlık fiyatlarında meydana gelen hareketlenmeler ile yatırımcı riskinde meydana gelen değişimler arasında güçlü bir ilişki bulunmakla beraber yatırımcı risk iştahında meydana gelen dalgalanmalar global makro iktisadi göstergeleri etkilemektedir. Yatırımcılar daha yüksek bir risk iştahına sahip olduğunda güvenli varlıkları daha az çekici bulmakta, riskli varlıklara yönelmekte daha istekli

²² Ibid., s. 2

olmaktadır. Bu durum iktisadi bir genişleme ile sonuçlanmaktadır. Ancak yatırımcılar riskli varlıkları yatırım yapmaktan kaçınıp daha güvenli fakat daha az kârlı varlıklara yöneldiğinde iktisadi daralma kaçınılmaz olmaktadır.²³ İkinci durum, risk iştahındaki düşüşün bir işareti, ikincisi ise risk iştahındaki artışın bir göstergesi olarak kabul edilmektedir.

Nisan 2007 tarihi, 1 numaralı küçük haritada da görüleceği üzere yüksek “risk iştahı” ile “parasal ve finansal koşullar”ın bir neticesi olarak Amerikan konut piyasasındaki bozulmaların görülmeye başlandığı bir tarihtir. Konut yatırımlarına dair risk iştahındaki artış, gelişmiş ülkelerin yanı sıra gelişme yolundaki ülkelerde de gözlenmektedir. Bu durumdan, gelişmiş ülkelere gelişme yolundaki ülke hisse senedi piyasalarına yönelik 2005 yılından sonra artan sermaye akımları sorumlu olmaktadır. 2005, 2006 ve 2007 yıllarındaki “parasal ve finansal koşullar” ile “risk iştahı”nı besleyen etkenlerin başında, aynı şekilde gelişme yolundaki ülke piyasalarına yönelik yabancı sermaye akımları gelmekte ve Amerika’da şişmekte olan konut balonunun gelişme yolundaki ülkelerdeki “küçük balonlarla” eş anlı büyüyor olduğu hipotezini desteklemektedir. Öte yandan 1 numaralı küçük haritada gelişme yolundaki ülkelerdeki finansal riskleri ifade eden “GYÜ Riskleri”ne doğru olan bir çizgilerli çıkıntı, hali hazırda global çapta boy gösteren “parasal ve finansal koşullar” ve “risk iştahı”ndaki çıkıntı ile paralellik göstermektedir. “GYÜ riskleri” ile “parasal ve finansal şartlar” ve “risk iştahı”nın ayrı segmentlere ayrılmış olması, bu segmentler arasına sınır koymamakta, aralarındaki yakın ilişkiyi ortadan kaldırmamaktadır.²⁴

2.3.2.2. “Kredi ve Likidite Riski” Süreci

Şekil 2.6’nın 2 numaralı küçük haritası da ilk bakışta “kredi riski” ile “piyasa riskleri”ndeki hızlı artış göze çarpmaktadır. Bu iki segmentteki riskleri, krizin en büyük tehlikesi, yani likidite riski olarak değerlendirmek gerekmektedir. Piyasa kayıpları ve temerrüde düşen kredilerin hacmindeki artış, finansal piyasa ve

²³ Carolin Pflueger, Emil Siriwardane, Adi Sunderam, “A Measure of Risk Appetite for the Macroeconomy”, **National Bureau of Economic Research**, No. w24529, 2018, s. 1.

²⁴International Monetary Fund (IMF), “Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues”, **World Economic and Financial Surveys**, April 2007, s. 2

likidite riski olarak açıklanmaktadır. Likidite riski, gelişme yolundaki ülkelere yabancı sermaye akışındaki daralma riskini artıracak, oluşan küçük balonları patlatacak ve krizin yıkıcı etkilerini artıracak temel etkenlerin başında gelmektedir. Global likidite riskindeki daralmanın bir sonucu olarak yabancı sermaye çıkışlarındaki artış, gelişme yolundaki ülkelerdeki ekonomi otoritelerini zora sokmaktadır. Likidite hacmindeki daralmanın etkileri, 3 numaralı küçük haritadaki “GYÜ piyasa riskleri” eksenine doğru olan iki çizgilik çıkıntıyla ifade edilmektedir.

Temerrüde düşen krediler ve finansal piyasalarda büyük çaplı belirsizlikler nedeniyle global kredi ve likidite riski ciddi artışlar gösterirken, 2007 yılının Ekim ayında “GYÜ piyasa riskleri”, Nisan 2007’deki istikrarlı dengesini korusa da Nisan 2008 tarihinde bu dengenin kırılganlık kazandığı bilinmektedir. Bu denge, olumlu iktisadi arka planla beraber borç yükü riskleri ile hızlı kredi artışı ve global piyasalardan sermaye akışına olan güvende yükselişin birbirini telafi ettiği hassas bir dengedir.²⁵Bu konjonktür, özel sektörüyle beraber gelişme yolundaki ülkeleri dalgalanmalara karşı savunmasız bırakmakta, ileri bir tarihte gelişme yolundaki ülke piyasalarındaki olası riskleri artırmaktadır.

2.3.2.3. “GYÜ Piyasa Riskleri” Süreci

Gelişme yolundaki ülkelerin sahip olduğu hızlı büyüme oranları global çapta yatırımcılar için yüksek getiri ifade etse de döviz kuru riski, sermaye birikimi yetersizliği, likidite eksikliği, ticaret kısıtlamaları, iflas ihtimallerinin yüksek olması ve politik riskler gibi etkenler gelişme yolundaki ülkelerde görülebilmektedir. 2008 finans krizi gelişme yolundaki ülke piyasalarının sahip olduğu bu risklerin artmasına sebep olmuştur.

Şekil 2.6’daki **3 numaralı küçük harita**, 2008 Nisan ayı itibarıyla “GYÜ piyasa riskleri” ile “makro iktisadi riskler”deki artışın hacmini göstermektedir. Artış gösteren bir diğer risk ise global çapta yaşanan kredi riskidir. “Parasal ve finansal şartlar” durumu ile “risk istahı”ndaki daralmayı, “piyasa” ve “likidite riski”ndeki artış takip etmektedir. Haritadaki hemen hemen bütün unsurlar, finansal istikrarda

²⁵ International Monetary Fund (IMF), “Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues”, **World Economic and Financial Surveys**, October 2007, s. 4

bozulmaya işaret etmektedir. En ciddi bozulma ise “kredi riski” ve “makro iktisadi riskler”de gerçekleşmektedir.²⁶ Diğer bütün unsurlardaki kötüleşmenin arkasında, iktisadi işlemlerdeki yavaşlama ve güvensizliğin bir ifadesi olarak makro iktisadi risklerde meydana gelen hızlı yükseliş yatmaktadır. Öte yandan kredi daralması ve global likidite sıkıntısının büyüme oranlarında azalmaya neden olduğu göz önüne alındığında, likidite ve kredi riskinin makro iktisadi riskleri beslediği gerçeği fark edilmektedir. IMF’in 2008 Nisan tarihli raporu, global çapta 2008 Nisan ayı itibariyle artışa geçen makro iktisadi risklerin büyük bir bölümünün Amerikan ekonomisi üzerinde yoğunlaştığını söylemektedir.

Global çapta gerileme yaşayan diğer iki unsur, “Parasal ve finansal şartlar” ve “risk iştahı” olarak görünmektedir. Yatırımcı “risk iştahı”, kısmen iktisadi genel görünümdeki büyük belirsizlikler nedeniyle, kısmen de finansal sistemi genel anlamda kaldıracı azaltmaya zorlayan piyasaların düzensiz bir şekilde uyarlanması ve banka bilançolarını daha ileri sıkılaştırmalarla tehdit eden bazı fon piyasalarında meydana gelen çöküş ve yapılandırılmış finansman ürünlerinde yaşanan güven kaybı nedeniyle bir düşüş yaşamaktadır.²⁷ Risk iştahındaki düşüş, gelişme yolundaki ülkelerin global sermaye piyasalarından yabancı para birimi türünden daha maliyetli borçlanmasına neden olan en kuvvetli unsurlardan biri olacaktır.

Geçmişte yaşanan finansal krizlerin aksine gelişme yolundaki piyasalar; kuvvetli temeller, ihtiyatlı makro iktisadi politikalar ve son yıllarda -özellikle 1997 Asya ve 1999-2000-2001 bankacılık krizleri sonrasında- inşa etmiş olduğu finansal kuvvetlendirmeler nedeniyle, dayanıklı kalmayı sürdürse de gelişme yolundaki piyasalara dair endişeler giderek artmıştır, çünkü yaşanan piyasa kargaşası, bazı gelişme yolundaki ülkelerde kırılganlıkları artırmaktadır: Özellikle iç piyasadaki hızlı kredi genişlemesini devam ettirmek için aşırı derecede yabancı banka kredilerine ve geniş çaplı fonlamaya bel bağlayan Avrupa’daki bazı gelişme yolundaki ülkeler için bu kırılganlıklar her zamankinden daha fazla artmıştır.²⁸ Gelişme yolundaki ülkelerin en önemli iktisadi kırılganlığı piyasalarda sık sık gerçekleşen dalgalanmalardır. Bu

²⁶ International Monetary Fund (IMF), “Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues”, **World Economic and Financial Surveys**, April 2008, s. 1

²⁷ **Ibid.**, s. 4

²⁸ **Ibid.**

dalgalanmalar büyük oranda politik istikrarsızlık, dış piyasalarda yaşanan fiyat hareketleri ve doğal afetlerin sebep olduğu arz ve talep şoklarından kaynaklanmaktadır.²⁹ 2008 krizinin döviz kuru dalgalanmaları ve piyasa performansı konusunda yatırımcıların risk algısına etkisinin yanı sıra gelişme yolundaki ülkelerin sahip olduğu bu iktisadi kırılganlıklar, gelişme yolundaki ülkelerde yaşanan iktisadi tahribatın armasında tol oynamıştır.

Gelişme yolundaki piyasaların global finansal krizle olan bağıını, global piyasalarda yabancı para birimi üzerinden borçlanma yükünün kamu sektöründen özel sektöre kayması oluşturmuştur. Gelişme yolundaki ülkeleri global krize bağlayacak kanal, borçlanma yükündeki bu sektörel kayma ile inşa edilmiştir. Yine bu tarihte gelişme yolundaki ülkelerin, tarihsel olarak düşük seviyede seyretmiş olmasına rağmen, borçlanma riskleri özellikle finansal temellerdeki bozulmalar nedeniyle daha geniş çapta artış göstermiştir.³⁰ Borç yükündeki sektörel kayma ile birlikte global likidite hacmindeki daralma, gelişme yolundaki ülke piyasalarındaki risk algısını artırmıştır.

2.3.2.4. Global “Makro iktisadi Risk” Süreci

Makro iktisadi riskler; azalan toplam talep ve kar marjları gibi nedenlerle genel olarak zayıf yatırım performansına sebep olabilecek iktisadi soğumayı ifade etmektedir. Stephen G. Cecchetti 2008 yılındaki çalışmasında konut balonlarının makro iktisadi riskler üzerinde etkide bulunduğunu ileri sürmektedir.³¹ Konut balonunun patlaması ile meydana gelen 2008 krizi, global makro iktisadi riskler üzerinde etkilerde bulunmuştur. Şekil 2.6’da **4 numaralı küçük haritadaki** neredeyse bütün finansal göstergelerde bozulmalar mevcuttur. Risk iştahı daralmaya devam etmekte, makro iktisadi, kredi, piyasa ve global likidite hacmi ile gelişme

²⁹Corporate Finance Institute, “What are Emerging Markets?”, **Emerging Markets: Countries That are Transitioning from The "Developing" Phase to the "Developed" Phase**, (Çevrimiçi) <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/economics/emerging-markets/>, 26 Ekim 2020

³⁰International Monetary Fund (IMF), “Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues”, **Loc. Cit.**, April 2008.

³¹ Stephen G. Cecchetti, "Measuring The Macroeconomic Risks Posed by Asset Price Booms", **Asset Prices and Monetary Policy**, University of Chicago Press, 2008, s. 32.

yolundaki ülke piyasalarındaki riskler yükselmektedir.³²Global çapta parasal ve finansal koşullardaki durum ile risk iştahı daralmıştır; makro iktisadi, piyasa, kredi ve likidite riskleri artarken gelişme yolundaki ülkelerin son yıllarda finansal temellerine yapmış oldukları takviyeler aşınmış, mali sistemleri topyekûn bozulmanın eşiğine gelmiştir.

Nisan 2008’den Ekim 2008 tarihine dek ciddi bozulmalar yaşayan “makro iktisadi riskler”in başında global büyüme oranlarındaki yavaşlama gelmiştir. Global büyüme oranlarını aşağı çeken temel etken iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlama olarak öne çıkmıştır. Öte yandan “risk iştahı” ve “parasal ve finansal şartlar” ekseninde daralma görülmüş, bu da global büyüme hızı üzerinde doğrudan baskı oluşturmıştır. Bu baskılar, gelişmiş ülke ekonomilerinin büyüme hızında yavaşlama ve gelişme yolundaki ülke ekonomilerinin genişleme hızında düşüş olarak yansımıştır. Pflueger, Siriwardane ve Sunderam 2018 tarihli çalışmasında risk iştahı göstergesinin, bir makro iktisadi gösterge olan çıktı seviyelerinde yaşanan dalgalanmalar konusunda merkezi role sahip olduğunu söylemektedir. Risk iştahı düşük seyrettiğinde iktisadi performans da yavaşlamaktadır.³³ Dolayısıyla global risk iştahındaki daralma, global makro iktisadi riskleri artıran etkenlerin başında gelmektedir.

Diğer makro iktisadi göstergelerden biri de enflasyon göstergesidir. Finansal balonların oluştuğu iktisadi şartlarda, enflasyon olgusunun büyüme oranları üzerindeki etkisi, normal zamanlarda olduğundan daha yüksek olduğu bilinmektedir. Ekim 2008 itibariyle global enflasyon risklerinde değişimler meydana gelmiştir. Global enflasyon riski, 2008 yılın ortasından itibaren emtia fiyatlarındaki keskin düşüşlerin ardından ılımlı hale gelmiştir, ancak enflasyon beklentilerindeki dalgalanmalar, bilhassa gelişme yolundaki ülkelerdeki düşük büyüme oranları ikliminde, para otoritelerine zorluklar çıkarmakta ve potansiyel finansal istikrar endişelerine cevap vermede onlara engel teşkil etmektedir.³⁴ Dolayısıyla global çapta daralma yaşayan “risk iştahı” ile “parasal ve finansal şartlar”daki sıkılaştırmanın

³² International Monetary Fund (IMF), “Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues”, **World Economic and Financial Surveys**, October 2008, ss. 2-3

³³ Carolin Pflueger, Emil Siriwardane, Adi Sunderam, “A Measure of Risk Appetite for the Macroeconomy”, **National Bureau of Economic Research**, No. w24529, 2018, s. 32.

³⁴ International Monetary Fund (IMF), Global Financial Stability Report, **Op. Cit.**, ss. 3-4

tetiklediği düşük emtia fiyatları, global büyümenin düşük seviyelerde seyretmesine yol açabilmektedir. Bütün bu olumsuzluklar, global çapta bir likidite sıkıntısının ve sistemik kriz ihtimalinin habercisi olmuştur. Bu ihtimali azaltmak amacıyla, soğumayı büyümeye tercih edecek iktisat politikaları devreye sokulmuş ve makro iktisadi göstergelerdeki gerilemeler beslenmiştir. Buna rağmen finansal kuruluşlara sıçrayacak sistemik bir kriz riski ihtimalinin hala kuvvetli olduğu, merkez bankalarınca alınan tüm önlemlere rağmen sistemik, piyasa ve likidite risklerinin artmaya devam ettiği IMF'in Ekim 2008 tarihli finansal istikrar haritası raporundan anlaşılmaktadır.

Gelişme yolundaki piyasa riskindeki önceki denge-durum korunamamıştır; global finansal düşük kaldıraç oranları, gelişme yolundaki ülke varlıklarına yönelik düşük risk iştahı ve artan kırılganlıklar nedeniyle gelişme yolundaki ülkelerde mevcut riskler bir bütün olarak artmıştır. Gelişme yolundaki ülkelerde vadesi dolmuş kredi ile kamu ve özel sektör borçluluğunda yaşanacak temerrüt olasılığı arttıkça hisse senedi ve işletme tahvilleri, aşağı yönlü hareketini devam ettirmiştir.³⁵ Öte yandan enflasyon beklentilerindeki dalgalanma ile gelişmiş ülkelerin büyüme oranlarındaki yavaşlama, gelişme yolundaki ülkelerin iktisadi faaliyetlerindeki duraklama, kısır kredi döngüsünü besleyen, temerrüt risklerini azdıran gelişmeler arasındadır. Bütün bu gelişmelerin ışığında global istikrarda bozulmanın eşiğine gelindiği sonucu çıkarılabilse de IMF'e göre bu durumdan kurtulmak için hala ihtimaller mevcut olmuştur: *Büyük çapta rezerv tamponlar, birçok gelişme yolundaki ülkedeki uygun harici denge ve sağlam politikalar global gerilimi düşürebilir.*³⁶ Fakat ABD'deki konut balonunun geldiği aşama ile gelişme yolundaki ülke ekonomilerinde oluşan küçük balonların varlığı, krizden geri dönüş ihtimallerini azaltan etkenler arasında yer almaktadır.

³⁵ **Ibid.**, s. 5 ve s. 10

³⁶ **Ibid.**

2.3.2.5. Global Finansal Bozulmanın Eşiği

Şekil 2.6'nın 5 numaralı küçük haritası, bir bütün olarak global finansal bozulmanın eşiğini ifade etmektedir: Haritadaki unsurların hemen hepsi, Ekim 2008'den beri gelişme yolundaki piyasalardaki risklerin en çok arttığı, topyekûn bir finansal istikrar bozulmasına işaret etmektedir.³⁷ Nisan 2009 yılına ait 5 numaralı haritada risk ve şartlara ait unsurlar, finansal istikrar artışına yönelik bir değişimin aksine risk iştahından gelişme yolundaki piyasa risklerine kadar bütün göstergeler, finansal istikrarı sarsıcı dönüşümler geçirmiştir. Kötüleşmenin yaşandığı unsurlardan en önemlisi, global büyüme trendini de kapsayan makro iktisadi riskler göstergesidir; 5 numaralı haritada makro iktisadi risklerin artmış olduğu görülmektedir.

Makro iktisadi risklerdeki artışın büyük bir bölümünden global ticaret hacmindeki daralma, gelişme yolundaki ülkeleri olumsuz yönden etkileyecek global ticaret hacmindeki daralmadan ise ticaret finansmanının kısılması sorumlu görünmektedir. Özel sektör finansman kurumlarından kamu sektörüne risk transferi gerçekleştiren bir dizi resmi önlem, kamu bilançosu ve kamu kredileri üzerindeki baskıyı artırmaktadır.³⁸ Özel sektörden kamu sektörüne doğru kaydırılan borç yükü ise iktisadi güvende düşüş olarak topluma yansımıştır. İktisadi güvende yaşanan bu düşüş, kredi riskini şiddetlendirecek bir etkide bulunmuştur.

Kamu sektörü, temerrütlerin domino etkisinin finansal sistemi felç etmesine engel olmak için genellikle özel sektör borçlarını üstlenmektedir.³⁹ Öte yandan 2008 krizinin ekonomi üzerindeki etkilerini hafifletmek için özel sektör borç yükü kamu sektörü tarafından sahiplenilirken bütün özel sektör işletmelerinin bu politikaya dahil edilmesi imkansız görünmektedir. Dolayısıyla üzerinden borç yükü alınarak rahatlatılan özel sektörün bazı parçalarında canlanma yaşanırken devletin müdahale etmediği noktalarda ise can çekişmenin kuvvetlenmesi beklenen bir gelişmedir.

³⁷ International Monetary Fund (IMF), "Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues", **World Economic and Financial Surveys**, April 2009, s. 2

³⁸ **Ibid.**, s. 3

³⁹ Federal Reserve Bank of San Francisco, **Private Credit and Public Debt in Financial Crises**, Economic Research Publications, Economic Letter, March 10, 2014, (Çevrimiçi) <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2014/march/private-credit-public-debt-financial-crisis/>, 27 Ekim 2020

Klasik iktisadi düşüncenin bir varsayımı olarak, finansal krizin eşliğinde, kamu yararı özel faydaya tercih edilmekte, özel finansman kuruluşlarının yarattığı yıkımın kamu sektörü tarafından onarılmasının uzun vadede bütün topluma fayda getireceği düşünülmektedir. Kriz sonrasında özel kredi işletmelerinin kamu tarafından iflastan kurtarılması bu düşüncenin bir yansıması olarak görülebilir.

2.4. Kriz Sonrasında Gelişme Yolundaki Ülkelerin Durumu

2008 krizinin ardından büyük sıkıntılar yaşanmış, milyonlarca Amerikalı mortgage hacizleri nedeniyle evlerini kaybetmiş ve 2010 yılının yazıyla beraber işsizlik oranı neredeyse % 10'a kadar yükselmiştir.⁴⁰ Ağustos 2008'e gelindiğinde “zehirli” atıklar gelişme yolundaki ülkelere yabancı yatırımlar aracılığıyla sirayet etmiş ve finansal krizin “global” bir mesele olmasında kilit rol oynamıştır. Kriz sonrasında gelişme yolundaki ülkelerin temel karakteri olan yüksek büyüme oranları düşüş yaşamış, bazı durumlarda resesyonu tetikleyecek ve sonucunda işsizlik, ithalat ve ihracatta daralma, enflasyon ve cari açığa artışa neden olacak bir süreç girilmiştir. 2005 yılından itibaren gelişme yolundaki ülkelere yönelik yabancı sermaye akımlarındaki artış, 2008 yılıyla beraber hızlı bir çöküşe evrilmiştir. Yabancı sermaye akımlarındaki geri çekilme, gelişme yolundaki ülkelerin çıktı seviyelerinde keskin bir düşüşe neden olmuştur. Yabancı sermaye kaçışları ile çıktı seviyelerindeki düşüşü; makro iktisadi atmosfer, risk iştahı, parasal ve finansal şartlar, piyasa ve likidite riski ile kredi riskinde önemli iyileşmeler takip etmiştir. Krizin etkisiyle bir yandan çöküş yaşanırken diğer yandan kriz öncesinde kademeli olarak kötüleşen finansal göstergelerde toparlanmalar gözlenmiştir. Global çapta finansal göstergelerde yaşanan iyileşmelerin gelişmiş piyasaların yanı sıra gelişme yolundaki piyasalar içinde olumlu yansımaları olmuştur.

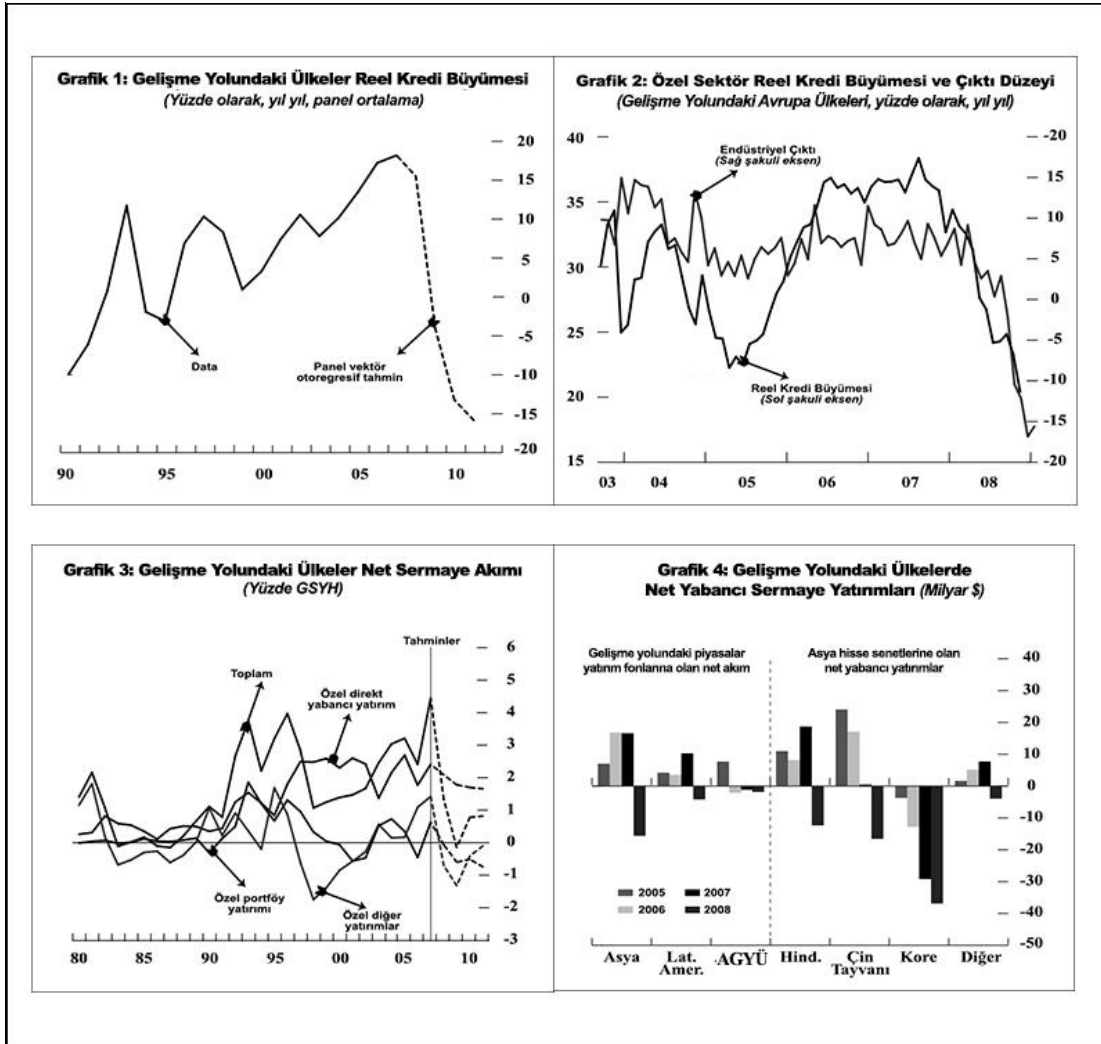
2.4.1. Finansal Göstergelerdeki Bozulmalar

Kökeni ABD olan 2008 global finans krizinin gelişme yolundaki ülkeler ayağında tahribatı şiddetlendiren etken olarak karşımıza gelişme yolundaki ülkelerin

⁴⁰ John Cassidy, “The Real Cost of the 2008 Financial Crisis”, The New Yorker, Sep 10th 2018, (Çevrimiçi) <https://www.newyorker.com/magazine/2018/09/17/the-real-cost-of-the-2008-financial-crisis>, Ekim 2019

finans piyasalarındaki küçük balonlar çıkmaktadır. Küçük balonlar, 2005 yılından sonra global likidite hacmindeki genişleme ve gelişmiş ülkelerde artan finansal risklere bağlı olarak gelişme yolundaki ülke piyasalarına akan yabancı sermaye akımlarının bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Şekil 2.7’de global kredi genişleme ve daralması ile likidite bolluğu ve darlığının doğal bir sonucu olarak gelişme yolundaki ülke piyasalarına yönelik yabancı sermaye giriş ve çıkışları ile birlikte gelişme yolundaki ülkelerdeki kredi ve özel sektör kredi büyümesi, gelişme yolundaki ülkelere yönelik net sermaye akımı ve gelişme yolundaki ülkelerde net yabancı sermaye yatırımları gösterilmektedir. Şekil 2.7’nin dört grafiği de finansal göstergelerdeki bozulmalara ışık tutmaktadır.

Şekil 2.7: Gelişme Yolundaki Ülkelerde Kriz Sonrası Bazı Finansal Göstergeler



Kaynak: International Monetary Fund (IMF), **Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues**, World Economic and Financial Surveys, April 2009, s. 9, 11, 17
AGYÜ: Avrupa'daki Gelişme Yolundaki Ülkeler

Alt bölümlerde 2008 krizinin gelişme yolundaki ülkelerin finansal yapılarında meydana gelen bozulmaları ifade eden şekil 2.7'nin açıklaması yapılmaktadır.

2.4.1.1. Sermaye Akımlarında Geri Çekilme

Blanchard, Das ve Faruquee, 2010 tarihli çalışmasında 2008 krizinin ilk etkilerini global ticaretle beraber sermaye akımları üzerinde hissettirdiğini ileri sürmektedir. Ayrıca sermaye akımlarında meydana gelen şokun, finansal krizin gelişmiş ülkelere gelişme yolundaki ülkelere bulaşmasındaki etkisine dikkati çekmektedirler.⁴¹ Gelişme yolundaki ülkelere yönelik yabancı sermaye akımları 2008 yılının hemen başında kesintiye uğramıştır. Banka ve portföy çıkışlarını dengeleyemediği için gelişme yolundaki ülkelere yönelik sermaye akımlarında geri çekilme yaşanmıştır.⁴² Şekil 2.7'nin Grafik 3'üne bakıldığında 2005 yılının sonları ile 2006 yılının başlarında gelişme yolundaki ülke hisse senedi piyasalarına yönelik artışa geçen yabancı sermaye akımları, 2007 yılında %4,5 ile zirve noktasına ulaşsa da 2007 yılından sonrasına dair IMF tarafından yapılan ekonometrik tahminler, gelişmiş piyasalardaki kredi krizinin, sınır ötesi borçlanmanın sekteye uğraması ve bazı ana bankaların gelişme yolundaki piyasa iştiraklerinin finansmanını kısıtlamaya başlaması nedeniyle, yaklaşan yıllarda bankalar tarafından belirgin bir sermaye çıkışına neden olacağını göstermektedir. Tahminler, bankalar tarafından gerçekleştirilen sermaye çıkışlarının, son zamanlarda sınır ötesi sermaye girişlerinin sürdürülemez seviyelere ulaştığı birçok gelişme yolundaki Avrupa ülkesi GSYH'sinin % 5'ine ulaşabileceğini göstermiştir. Bu büyüklükteki bankalar tarafından gerçekleştirilen sermaye çıkışları, 1980'lerin başında Latin Amerika borç krizi ve yine 1997-1998'deki Asya finans krizi esnasında bazı ülkelere de görülmektedir.⁴³ Sermaye akımlarının süratle gelişme yolundaki ülkeleri terk etmesi, kriz yılından 2-3 yıl önce oluşmaya başlayan küçük balonlarla yakından ilişkili görünmektedir. Aynı zamanda sermaye akımlarındaki geri çekilmeler gelişme yolundaki piyasalarda oluşan küçük balonların tehlikeli boyutlara ulaşmasını

⁴¹ Olivier J. Blanchard; Mitali Das; Hamid Faruquee, "The Initial Impact of the Crisis on Emerging Market Countries", **Brookings Papers on Economic Activity**, Spring 2010, s. 277

⁴² International Monetary Fund (IMF), "Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues", **World Economic and Financial Surveys**, April 2009, s. 9

⁴³ **Ibid.**

engelleyen, küçük balonların ABD'deki gibi devasa balonlar halini almasını önleyen bir gelişme olarak görünmektedir.

Şekil 2.7'deki Grafik 4'ün sol odacığı, yabancı sermaye akımlarının neden olduğu gelişme yolundaki ülkelerin hisse senedi piyasalarda yaşanan 2005'ten 2008'e kadarki yıl yıl şişme ve sönümlenmeleri göstermektedir. Gelişme yolundaki piyasalar, 2008 yılının sonunda geniş çapta portföy çıkışlarına sahne olmuştur. Kaldıraçlı yatırımcıların ellerinde tuttıkları varlıklardan kurtulma çabaları, gelişme yolundaki piyasa fonlarındaki daha ileri geri ödeme riskine ve devlet garantili birincil piyasa bonolarından kaçışlara bakıldığında sermaye çıkışlarının ileriki yıllarda devam etmesi öngörülmüştür.⁴⁴ Grafik 4, 2008 yılında gelişme yolundaki bütün ülkelerde sermaye çıkışlarının yaşandığını göstermektedir. 2008 yılında gelişme yolundaki Asya, Latin Amerika ve Avrupa ülkelerinin yatırım fonlarına olan net sermaye akımında ciddi azalmalar meydana gelmektedir. 2008 yılında en ciddi sermaye çıkışını, 2005-2006-2007 yıllarında en yüksek sermaye akımına sahne olan gelişme yolundaki Asya piyasaları yaşamıştır. 2007 yılındaki yabancı sermaye girişi ile 2008 yılındaki sermaye çıkışı neredeyse aynı miktardadır (20 milyar dolar). Latin Amerika ve Avrupa'daki gelişme yolundaki piyasaların, Asya'dakilere oranla daha yavaş bir sermaye çıkışına maruz kalması, Asya piyasalarında oluşan küçük balonların diğer ülkelerin sahip olduğu küçük balonlardan daha büyük olduğuna işaret etmektedir. Grafik 4'ün sağ odacığı ise doğrudan yabancı yatırımların, gelişme yolundaki Asya ülkelerindeki hareketlerini göstermektedir. Bu yıllarda gelişme yolundaki piyasaların sahip olduğu doğrudan yabancı yatırım hacminde; yatırım işletmelerinin iştahındaki azalma, iktisapları finanse etmek için mevcut kredilerin yetersizliği ve gelişme yolundaki piyasaların büyüme ümitlerindeki konjonktürel bozulmaya bağlı olarak belirgin bir şekilde daralması beklenmektedir.⁴⁵ Sağ odacık, 2008 yılında doğrudan yabancı yatırımlardaki daralmanın neredeyse bütün ülkelerde cereyan ettiğini göstermektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar, gelişme yolundaki piyasaların yatırım fonlarına olan sermaye akımlarından farklılıklar göstermektedir. Yatırım fonlarına yönelik "En hızlı akışa sahne olan ülke en hızlı kaçışa maruz kalır"

⁴⁴ Ibid.

⁴⁵ Ibid.

ilkesi, doğrudan yabancı yatırımlar için geçerli olmamaktadır. Örneğin, 2005 yılından beri sermaye çıkışına sahne olan Güney Kore, yine 2008 yılında en hızlı ve en hacimli sermaye çıkışına maruz kalmaktadır. IMF'in Nisan 2009 tarihli finansal istikrar raporunun, 2009 yılı boyunca gelişme yolundaki piyasalardan sermaye kaçışının devam edeceği ve 2010 ile 2011 yıllarında toparlanma ümitlerinin zayıf olacağı öngörüsünde bulunduğunu belirtmek gerekmektedir.

En büyük 15 gelişme yolundaki ülkeden toplam sermaye çıkışı, 2015 yılının Mart ayının sonuna doğru son üççeyrek için 600 milyar dolara yaklaşırken 2008 krizinin devam ettiği 2009'un Mart ayının sonuna doğru bu miktar 545 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.⁴⁶ Bu durum, iktisadi krizlerin yeni ve daha ileri bir denge tayin eden özelliğine vurgu yapmaktadır. 2008 krizinin patlak verdiği tarihteki denge durumu ile 2009'dan sonra oluşan iktisadi denge arasındaki fark, 2008 ile 2015 yılları arasında meydana gelen sermaye çıkışlarındaki farkı açıklayabilmektedir. 2008 krizinin patlak verdiği denge-durum'da meydana gelen 545 milyar dolarlık sermaye kaçışı gelişme yolundaki ülkeleri krizin kapsamına almaya yeterliyken 2015'teki 600 milyar dolarlık sermaye çıkışı, 2008 krizi sonrası oluşan global yeni iktisadi denge-durum'un bir neticesi olarak yalnızca birkaç gelişme yolundaki ülkenin büyüme oranlarında hafif çaplı dalgalanmaya neden olmuştur. Öte yandan Temmuz 2009'dan Haziran 2014'e kadar, gelişme yolundaki 15 piyasaya, net 2,2 trilyon dolar sermaye akımının gerçekleştiğini⁴⁷ belirtmek gerekmektedir.

2.4.1.2. Çıktı Seviyelerinde Azalma

Daha kırılgan iktisadi bir yapıya sahip gelişme yolundaki ülkeler, bilhassa yüksek cari açığı bulunanlar, çıktı seviyesinde azalmaya sebebiyet verecek iç piyasa talebinde daha keskin düşüşlere maruz kalmıştır. Pek çok durumda, dış ticarete dair kırılganlıkları bulunan ülkeler, kriz öncesi sermaye akımlarının şiddetlendirdiği yüksek iç piyasa talebine sahip ülkeler olmuştur. Bu ülkelere olan sermaye akımı

⁴⁶ James Kynge, "Emerging Market Capital Outflows Eclipse Financial Crisis Levels", Financial Times, 7th May, 2015, (Çevrimiçi) <https://www.ft.com/content/cd212164-f429-11e4-bd16-00144feab7de>, Ocak 2020

⁴⁷ Ibid.

aniden durduğunda, mevzubahis ülkelerdeki talep de sekteye uğramıştır.⁴⁸ Kriz sonrası gelişme yolundaki ülkelerin büyüme oranlarındaki yavaşlama ve yaşadıkları resesyondan, sermaye akımlarında yaşanan ani geri çekilmenin tetiklediği iç talepteki daralmanın sorumlu olduğu anlaşılmaktadır.

Kriz sonrası yabancı sermaye akımlarındaki geri çekilmenin iç piyasa talebi üzerinde yarattığı daralmanın en şiddetlisi, gelişme yolundaki ülkelerde meydana gelmiştir. Yabancı sermaye girişlerinin canlandırdığı iç piyasa talebi, sermaye çıkışları ile beraber daralmada momentum kazanarak çıktı seviyelerini baskılamıştır. Bu noktada çıktı seviyelerine etkide bulunan iç piyasa talebi ile global likidite seviyesi ve kredi genişlemesi arasında sıkı bir ilişkinin bulunduğu sonucu çıkarılabilmektedir. Aşağıda bu durumun genel geçer bir doğru olmadığı anlatılmaktadır.

Şekil 2.7'deki Grafik 2, reel kredi genişlemesi ve daralmasına bağlı olarak çıktı seviyesindeki artış ve azalışın seyrini göstermektedir: Özel sektöre açılan krediler hızlı bir şekilde azalırken bu durumun neden olduğu çıktı seviyesindeki düşme ile varlık kalitesindeki bozulma arasındaki kısır döngü şiddetlenmektedir.⁴⁹ Şekil 2.7'deki Grafik 2'de 2008 ve sonrası hariç tutulduğunda, önceki yıllarda (2003, 2004, 2005, 2006 ve 2007) çıktı seviyesi ile özel sektöre açılan kredi miktarı arasındaki paralelliğin ya zayıf ya da nötr olduğu anlaşılmaktadır. 2004 ve 2005 yılları arasındaki kredi daralmasına, çıktı seviyesi, daralma ile cevap vermemektedir. Öte yandan 2008 yılı hariç tutulursa, özel sektöre yönelik açılan kredi miktarındaki aşırı dalgalanmaya ve trend etkisine rağmen endüstriyel üretim; istikrarlı, büyük ölçüde trend etkisinden arındırılmış ve ortalamanın etrafında durağan bir seyir izlemektedir. 2005 yılından sonra artışa geçen kredi genişlemesi, 2007 yılının sonlarında zirve noktasına ulaşmaktadır. Grafik 2'de 2006 ile 2008 arası, özel sektöre tahsis edilmiş kredi hacminin endüstriyel çıktı seviyesinin üzerinde seyrettiği tek aralıktır. Özel sektöre tahsis edilen kredi miktarının endüstriyel çıktı seviyelerinin üzerinde seyretmesinin, Avrupa'daki gelişme yolundaki ülkelerde küçük balonlara

⁴⁸ Ricardo Llaudes, Ferhan Salman, Mali Chivakul, "The Impact of the Great Recession on Emerging Markets", **IMF Working Papers.**, Policy and Review Department, WP/10/237, October 2010, s. 13

⁴⁹ International Monetary Fund (IMF), "Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues", **World Economic and Financial Surveys**, April 2009, s. 11

neden olduğu sonucu çıkarılabilmektedir; bu durumda özel sektöre açılan kredilerin reel sektörün aksine finansal piyasalara aktığı anlaşılmaktadır. Verilen kredilerin reel sektör yerine daha çok finansal sektörlerde işlem görmesi, finansal balonları tetiklediği bilinmektedir.

2005-2008 tarihleri aynı zamanda gelişme yolundaki ülkelere yönelen yabancı sermaye akımının yüksek seviyelere ulaştığı ve birçok gelişme yolundaki piyasada küçük balonlara neden olduğu tarihlerdir. 2008 yılının sonları ise küçük balonların sönmeye başladığı evreyi ifade etmektedir. 2008 yılında endüstriyel çıktı seviyesinin kredi daralmasına verdiği şiddetli cevap, finansal balonların patladıktan sonra diğer sektörlerle sirayet ettiğinin, bir bütün olarak iktisadi sistemi etkisi altına aldığının en açık göstergesi olmaktadır.

2.4.2. Finansal Göstergelerde Düzelmeler

2009 yılının son çeyreği, global toparlanmanın ilk çeyreği olarak ele alınmaktadır.* Şekil 2.6'nın **6 numaralı küçük haritası**, negatif ve pozitif iklimi kapsayan bir görünüme sahiptir. 5 numaralı haritadaki göstergelerde meydana gelen değişimin yaşandığı konjonktürün 6 ay sonrasında birçok gelişme ortaya çıkmaktadır. IMF'in 2009 Ekim tarihli raporunda sistemik risk ihtimalinde azalmayı ifade eden bütün göstergelerde iyileşmeler yaşansa da bozulma riski hala varlığını sürdürmekte ve finansal gerilime dair göstergeler, finansal sistemin merkezinde ve bazı piyasa segmentlerinde yükselmeye devam ettiği ifade edilmektedir.6 numaralı haritada, Nisan 2009 ile karşılaştırıldığında bütün göstergelerdeki bozulmalar yerini Ekim 2009'da tüm göstergelerde iyileşmeye bırakmıştır.

2.4.2.1. Makro İktisadi Risklerde Düzelmeler

Hisse senedi ve emtia piyasaları, iş çevrimleri, işsizlik, enflasyon, faiz oranları, fiyatlar, ihracat/ithalat⁵⁰ ve global çapta büyüme oranları gibi temel büyüklükleri ifade eden makro iktisadi koşullara dair risklerdeki gerileme, 2009'un

*2010 yılının ilk çeyreğindeki güçlü toparlanma belirtileri IMF'in Nisan 2010 tarihli istikrar raporunda mevcuttur.

⁵⁰Global Risk Institute, Macroeconomic Risk, (Çevrimiçi)
<https://globalriskinstitute.org/research/macroeconomic-risk/>, 26 Ekim 2020.

son çeyreğinde yaşanan iyileşmelere işaret eden genel toparlanmalardan birini göstermektedir. Global büyüme oranlarındaki toparlanmanın başını gelişmiş ülkeler çekmiş, IMF bu iyi yönlü hareketin kısa zamanda gelişme yolundaki ülkelere de yansıtacağı görüşünü paylaşmıştır. Öte yandan 6 numaralı haritada bulunan diğer göstergelerde meydana gelen düzelmenin nedeni olarak makro iktisadi risklerdeki düzelme, global iktisadi duraklama ihtimalindeki azalma olarak gösterilmektedir. Global büyüme oranlarında yaşanan toparlanma, haritanın diğer kategorilerindeki iyileşmeleri desteklemiştir. Bu süreçte global ticarete dair beklentiler iyileşmiş ve global çapta başa baş giden enflasyon oranlarının tarihsel düşük seviyelerden kurtulması ile birlikte geniş çapta deflasyon korkuları giderilmiştir.⁵¹

Global çapta, hem gelişmiş hem de gelişme yolundaki piyasalarda iktisadi birçok göstergedeki toparlanmanın ayak sesleri Ekim 2009 tarihinde duyulmuştur. Makro iktisadi göstergelerin tekrar bozulması riskinin tam manasıyla ortadan kalkmamış olması, finansal riskler aşağı yönlü olsa da toparlanmanın yavaş olacağı beklentilerini güçlendirmiştir. IMF'in Ekim 2009 tarihli raporunda kaldıraç azaltma süreci hala devam ettiği için büyüme oranlarının gelişmiş ekonomilerde potansiyelin altında kalacağı tahmin edilmiştir.⁵² “Kaldıraç azaltma süreci” finansal işlemlerde bilinçli soğumayı ifade etmektedir. Finansal soğuma, toparlanmadaki hızı baskılayan en önemli unsurdur. Topyekûn büyümenin ilk aşaması finansal piyasalardaki hasarın onarılması ile mümkün olacağı bilinmektedir. Bu ön şart yerine getirilmeden tam manasıyla iyileşmenin gerçekleşmesi mümkün görülmemektedir. Öte yandan toparlanma hızını yavaşlatan belli başlı olgular da mevcuttur. IMF'in aynı raporunda kredi büyümesinde kesinti, banka ve seküritizasyon piyasasında onarım ve hepsinden önemlisi özel sektörden kamu sektörüne yapılan risk transferinin kamu bilançosunda yaratacağı bozulmalara dair endişelerin artıyor olması bu toparlanma hızını yavaşlatan gelişmeler arasında gösterilmiştir. Ayrıca özel sektör borcunun kamu tarafından üstlenilmesinin toplumda iktisadi güven kaybına neden olduğu bilinmektedir.

⁵¹International Monetary Fund (IMF), Global Financial Stability Report, **Op. Cit.**, s. 3

⁵² **Ibid.**

2.4.2.2. Risk İştahında Düzelmeler

Şekil 2.6'nın 6 numaralı küçük haritasının diğer kategorilerindeki düzelmelerin başında risk iştahındaki artış göze çarpmaktadır. Çoğu durumda finansal piyasalarda oluşan balonların temel yakıtı olarak değerlendirilen risk iştahı göstergesi, krize doğru yol alınırken risk iştahı seviyelerindeki artışın yanı sıra kriz öncesinde risk iştahındaki azalmaları da yakalamıştır.⁵³ Finansal kriz sonrası hem yerli hem de yabancı yatırımcıların risk iştahında meydana gelen keskin azalma, piyasalarda şiddetli yapısal değişimlere neden olmuştur.⁵⁴ Öte yandan Nisan 2009 tarihi, aynı tarihli IMF istikrar raporunda, risk iştahının en dip seviyesi olarak kabul edilmektedir.

2009 yılının Ekim ayında risk iştahında önemli değişimler meydana gelmiştir. Risk iştahı, Nisan 2009 tarihindeki depresif seviyesinden 3 çizgi uzaklaşarak artışa geçmiştir. Sistemik risk ihtimalindeki azalma ve iktisadi genel görünümdeki toparlanma daha riskli varlıklara olan talebi artırırken yatırımcı güvenindeki iyileşme ve diğer risklerdeki gerilemeler kırılگانlıkların onarılmasına yardımcı olmaktadır.⁵⁵ Riskli menkul kıymetlere olan talepteki artış, finansal toparlanmanın ilk işareti olarak kabul edilmektedir. Risk iştahı, yatırımcı güveni hakkında olumlu bilgiler verse de yatırımcı güveni, belli bir aşamadan sonra ekonomi için tehlikeli hale gelmiştir. Yatırımcı güveni riskli yatırımları aşırı seviyelere taşıdığı noktada finansal balonlar söz konusu olmuştur. Ayrıca risksiz menkul kıymetlere olan talebin hala güçlü ve bu varlıklara yönelen yatırımcı sayısının fazla olması, finansal krizden çıkmanın hayli zaman alacağını göstermektedir. Bu yönde “yatırımcı ihtiyatı”nın hala çok kuvvetli olması, risk iştahındaki artışı baskılayan en önemli etken olarak görünmektedir.

⁵³ International Monetary Fund (IMF), “Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues”, **World Economic and Financial Surveys**, April 2010, s. 44.

⁵⁴ Vivek Srivastava, “Risk Appetite: Pre and Post Crisis Effects Introduction”, **Institute for Financial Management and Research**, 4 March 2014, s. 7.

⁵⁵ International Monetary Fund (IMF), “Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues”, **World Economic and Financial Surveys**, April 2009, s. 4 ve s. 5.

2.4.2.3. Parasal ve Finansal Şartlarda Düzelmeler

IMF'in Global Finansal İstikrar Raporları, 2003'ten 2006'ya kadar geçen sürede kısmen ılımlı koşullara işaret ederek kriz öncesinde büyük dengesizliklerin oluşma potansiyelini ortaya koymuştur. Nispeten ılımlı parasal ve finansal şartlar ile tehlikeli derecedeki yüksek risk iştahı göz önünde bulundurulursa bu sinyal giderek güçlenmekteydi.⁵⁶ 2009 yılında ise bambaşka bir evreye girildiği anlaşılmaktadır. 2008 Nisan'ından sonra 6 aylık süre içerisinde düzelme gösteren ve "Risk İştahı" ile çok yakın ilişkisi bulunan göstergelerden bir diğeri "Parasal ve Finansal Şartlar" göstergesi olmuştur. "Parasal ve Finansal Koşullar"ın iyileşmesi ve parasal sıkılaştırmanın azaltılması risk iştahını artıran etkenlerin başında gelmiştir. Diğer yandan risk iştahında yaşanan artışlar, parasal ve finansal koşullarda düzelmelerin meydana geldiğine işaret etmektedir. 2009'un son çeyreğinde parasal ve finansal koşullar düzelmiş, politika faizi düşük seviyelere çekilmiş ve finansal varlıkların fiyatlarında iyileşmeler meydana gelmiştir. 2009'un son çeyreğinde merkez bankalarının belirlediği politika faizi, gelen daha güçlü iktisadi verilere rağmen dip seviyelerde tutulmuştur.⁵⁷ 2009 Ekim ve 2010 Nisan tarihlerindeki olumlu gelişmelerinden biri olarak parasal ve finansal şartlarda yaşanan gevşeme, iç piyasa talebinin ve büyümenin en güçlü unsurlarından olan likidite riskinde ciddi gerilemelerin habercisi olarak görünmektedir.

2.4.2.4. Piyasa ve Likidite Riski Şartlarında Düzelmeler

Piyasa ve likidite riskleri, finansal piyasalardaki dalgalanmaların önemli bir göstergesi sayılmaktadır. Piyasa ve likidite riski göstergesi, kriz dönemi boyunca finansal istikrardaki risk artışını takip etmiş, Lehman Brothers kredi işletmesinin iflasının sonrasında en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Pazar konumlandırmasına yönelik alt göstergeler, 2007 yılının ortasında, yüksek oranlı risk artışına da işaret etmiştir.⁵⁸ Piyasa ve likidite risklerinde yaşanan iki çizgilik düşüş, 2009 yılının Ekim ayında başlamıştır. Piyasa risklerinin merkezinde bulunan likidite riski, bu tarihte önemli bir gerileme yaşamakta ve bu gerileme, 2010 yılının ilk çeyreğinde bir

⁵⁶ International Monetary Fund (IMF), Global Financial Stability Report, **Loc. Cit.**, April 2010

⁵⁷ International Monetary Fund (IMF), Global Financial Stability Report, **Op. Cit.**, s. 4

⁵⁸ **Ibid.**, s. 44

çizgilik ilerlemeyle devam etmektedir. Piyasa ve likidite riskindeki düşüş, bütün bu gelişmelerin dışında finansal dalgalanmalarda azalışa, hisse senedi getirilerindeki artışa ve finansman maliyetlerindeki düşüşe işaret etmiş, bu üç unsurda yaşanan düzelmeler, bir bütün olarak piyasa ve likidite riskinin aşağı yönlü seyretmesine neden olduğu anlaşılmaktadır.

Zhiguo He, In Gu Khang ve Arvind Krishnamurthy, IMF'nin 2009 Nisan tarihli finansal istikrar raporuna işaret ederek bankacılık sektöründeki kaybın 1,6 trilyon doları aştığını söylemektedir.⁵⁹ 2009 yılının Ekim ayında ise iktisadi serbest düşüş ve sistemik karmaşa yatışıp piyasa kırılğanlıkları azalmaktayken, bankalar arası para piyasaları (*interbank*) ve özel toptan finansman piyasalarının bazı kanallarının tekrar açılmasıyla birlikte piyasa ve likidite risklerinde düşüş yaşanmıştır.⁶⁰ Bu gelişmeleri, bankacılık sektöründeki kısmi toparlanmaların izlediği anlaşılmaktadır.

Finansal kuruluşlar, likidite risklerindeki düşüşten, en çok faydalanan iktisadi kuruluşların başında gelmektedir; finansman için devlet garantisine ihtiyaç duymamakta ve yüksek oranlı güvencesiz borç finansmanına başvurabilmektedir. IMF'in Nisan 2010 tarihli istikrar raporunda, likidite risklerindeki azalmaya paralel olarak bankacılık sisteminde yaşanan toparlanmanın devam edeceği, küçük ve zayıf bankaların sermaye piyasalarına erişimindeki sıkıntıların bir bölümünün ortadan kalkacağı yönünde beklentiler mevcut olsa da likidite koşullarına dair düzelmeler 2010 yılının Ekim ayında duraksama yaşamıştır. Avrupa'daki kuvvetli politika cevabı, 2010 yılı Nisan ve Mayıs aylarında yaşanan ve piyasa ve likidite riskinde meydana gelen düzelmenin yavaşlamasına neden olmuştur.⁶¹ Ekim 2009'daki iki çizgi ve Nisan-Mayıs 2010'daki bir çizgilik likidite riskindeki düşüş, Ekim 2010 yılında mevcut durumunu korumaktadır. Ancak bankacılık sektöründeki büyük çapta

⁵⁹ Zhiguo He, In Gu Khang, Arvind Krishnamurthy, "Balance Sheet Adjustments during the 2008 Crisis", **IMF Economic Review** 58.1, 2010, s. 142

⁶⁰ International Monetary Fund (IMF), Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues, **World Economic and Financial Surveys**, October 2009, s. 4.

⁶¹ International Monetary Fund (IMF), "Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues", **World Economic and Financial Surveys**, October 2010, s. 3.

geri ödeme zorunlulukları göz önüne alındığında, geneli itibariyle aşağı yönlü ivme kazanmış olan riskler, yüksek seviyede seyretmeye devam etmiştir.⁶²

Şekil 2.6’da “Riskler” ve “Şartlar” kategorisinde bulunan diğer iktisadi ve mali göstergelerde meydana gelen değişimler, 2010 yılının son çeyreğinin global toparlanma beklentilerinin sekteye uğradığı bir tarih olduğuna işaret etmektedir. Bu bağlamda 2010 yılının son çeyreği, 2009 yılında başlayan finansal düzelmelerin global makro iktisadi bozulmaya dönüşebileceği ihtimalini taşımıştır.

2.4.2.5. Kredi Riski Şartlarında Düzelmeler

Global düzelmenin ilk kez gözlemlendiği Ekim 2009 tarihinde iyileşme gösteren göstergelerden bir diğeri, 2009’un Nisan ayında en yüksek seviyesine ulaşan “kredi riski” göstergesi olmuştur. Risk iştahındaki daralmanın boyutları analiz dışı tutulduğunda, kredi riski göstergesi diğer bütün bozulmaların zirvesine işaret etmektedir. 2008 krizinin neden olduğu yıkım ve finansal istikrarsızlığın bir ifadesi olarak diğer 5 iktisadi göstergenin hiçbirisi “kredi riskinin” ulaştığı bozulma evresine ulaşmamıştır. Öte yandan kredi riski, finansal kriz öncesinde çok düşük seviyelerden yükselişe geçmiş, kredi balonunun artan risklerinin sinyalini vermiş ve finansal sistemin çekirdeğinde gerilimler yaratmıştır.⁶³ Bu bağlamda, “kredi riski”ndeki bozulmalar, finansal krizin en önemli tetikleyici unsuru olmakta ve 2008 finansal krizi bir kredi krizi olarak kabul edilmektedir.

2009’un son çeyreğinde genel riskler yüksek seyretse de IMF’in yaptığı kredi risklerine dair olumsuz değerlendirmelerden vazgeçilmiştir. Çünkü kurumsal hisse senedi alış ve satış fiyatları arasındaki fark (*spread*) likidite primi ve sistemik risklerde yaşanan azalma nedeniyle daralma yaşamıştır. Makro iktisadi şartlar düzelmenin geçici işaretlerini vermekteyken kurumsal temerrüt risklerine dair beklentiler azalmıştır. Devletin bilanço desteğini yansıtan bankacılık piyasasındaki

⁶² **Ibid.**

⁶³ International Monetary Fund (IMF), Global Financial Stability Report, **Loc. Cit.**, April 2010.

istikrara dair riskler de gerilemiştir. Finansal tablolar tarafından tahsil edilen menkul kıymetlerin defter değeri incelenmiş, sermaye tamponları yükselmiştir.⁶⁴

Ekim 2009 tarihli istikrar haritası incelendiğinde, kredi riskinde yalnızca bir çizgilerle gerileme yaşandığı fark edilmektedir. Kredi riskinin Nisan 2010 ve Ekim 2010 tarihindeki hareketleri, makro iktisadi risklerle beraber en yavaş toparlanma gösteren ikinci eksenin, “risk eksenini” olduğuna işaret etmektedir. Kredi riski; büyüme, enflasyon, diğer iktisadi kırılmalıklar gibi makro iktisadi risklerle beraber en yavaş düzeltilmelerin yaşandığı gösterge olmuştur. Kredi riski, 2009’daki kısmi iyileşmeye rağmen yine de yüksek seviyelerde seyretmiştir. Bunun temel nedeni olarak yüksek seviyelere ulaşmış temerrüde düşen kredi hacmindeki genişleme ön plana çıkmıştır. Bu bağlamda 2009 yılının son çeyreğine gelindiğinde, kredi temerrüt havuzunun tam manasıyla temizlenememiş olduğu anlaşılmaktadır. 2010 yılının ilk çeyreğinde ise kredi riskinde bir çizgilerle gerileme daha yaşanmıştır. Kredi riskiyle beraber 2010 yılının ilk çeyreğinde bütün göstergelerde iyileşmeler görülmüştür. Finansal şartlardaki düzeltilmeler özel sektörün kredi risklerinde azalmaya da neden olmuştur. Bunun yanında global bankaların zararları, Ekim 2,8 trilyon dolardan 2,3 trilyon dolara düşmüştür. Bankacılık sistemi toplam sermaye ihtiyacını karşılamaya başlasa da sermaye yetersizliği hala bazı ülkelerin, bankacılık sisteminde varlığını korumuştur.⁶⁵

2010 yılının son çeyreği, daha önceki olumlu ve olumsuz gelişmelerin bir arada olduğu atmosferden farklılaşmaktadır. 2010’un Ekim ayında göstergelerin çoğu ya değişmeden kalmış ya da kötüleşmeler göstermiştir. Kredi riskinde 2010’un başı ve 2009’un sonunda meydana gelen tek çizgilerle düzeltilme 2010’un son çeyreğinde etkisini yitirmiştir. Bu bağlamda 2009 yılında genel kredi riskinde meydana gelen düzeltilmeler sektöre uğramıştır. Genel toparlanma kurumsal bilançoları kuvvetlendirmiş, hane halkı kaldırıcının bazı göstergelerini istikrara kavuşmuş ancak artan iktisadi belirsizlik ve düşük kaldırıcı oranları gibi nedenlerle temel bankacılık sistemleri, borç krizinin yayılmasının karşısında güven şoklarına karşı savunmasız ve

⁶⁴ International Monetary Fund (IMF), “Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues”, **World Economic and Financial Surveys**, October 2009, s. 3.

⁶⁵ **Ibid.**, s. 2

devlet desteğine şiddetli şekilde bağımlı kalmaya devam etmiştir.⁶⁶ Finansal düzelmelerin sekteye uğradığı ve bazı göstergelerde açık bozulmaların yaşandığı 2010'un Ekim ayında, olumsuz gelişmeler, gelişme yolundaki ülkelerdeki piyasa riskleri göstergesi hariç bütün göstergelerdeki (risk iştahı, parasal ve finansal koşullar, makro iktisadi, piyasa ve likidite ve kredi riski) iyileşmeleri tersine çevirmiştir.

2.4.2.6. Gelişme Yolundaki Ülke Piyasalarında Düzelmeler

2012-2010 tarihleri arasında, doğu Avrupa'dakiler hariç tutulursa, gelişme yolundaki ülkelerin sahip olduğu hızlı toparlanma seviyeleri, tam teşekküllü bir global çöküşü önleyen etkenlerin başında gelmiştir. Global resesyonun kalıcı etkisi, Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütünün kısmen daha zengin ülkeleri ile sınırlı olmuş, Doğu Avrupa dışındaki gelişmekte olan ülkelerin birçoğu, global krizin etkilerini oldukça hızlı bir şekilde atlatmıştır.⁶⁷

İlk toparlanma sinyallerinin alındığı 2009'un Ekim ayından, Ekim 2010 tarihine kadar gelişme yolundaki ülke piyasaları risk göstergesi sürekli düzelme sergilemiştir. Gelişme yolundaki ülke piyasaları risk göstergesi genel iktisadi bozulma ihtimalinin yeniden baş gösterdiği Nisan 2010 tarihinde bile bir çizgilik düzelme gerçekleştirmiştir. Gelişme yolundaki ülke piyasaları risk göstergesine bakılarak gelişmiş piyasalarda patlak veren krizin ne zaman gelişme yolundaki piyasalara sirayet ettiği anlaşılmaktadır (Nisan-Ekim 2008). Öte yandan gelişme yolundaki ülke piyasaları risk göstergesi, 2005 ile 2007 yılları arasında çok düşük bir risk algısı izlenimi uyandırmıştır. 2008 yılının sonlarına doğru, Lehman Brothers'ın çöküşüne dek bu risklerin farkına varılmamıştır. Bu durum, kısmen dayanıklı pozisyonda bulunan gelişme yolundaki piyasaları, finansal krizin sınır ötesi

⁶⁶ International Monetary Fund (IMF), "Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues", **World Economic and Financial Surveys**, October 2010, s. 18

⁶⁷ Carol Wise, Leslie Elliott Armijo, Saori N. Katada, "The Puzzle", **Unexpected Outcomes: How Emerging Economies Survived the Global Financial Crisis**, Washington, D.C., Brookings Institution Press, 2015, s. 1.

finansman kanallarına ve reel ekonomiye yayılması gerçeği ile tehdit etmeye başlamıştır.⁶⁸

2008 yılının başlarına dek gelişme yolundaki piyasaların 1997 Asya krizi ve 1999-2000-2001 yıllarında yaşanan bankacılık krizleri sonrası finansal sistemlerine yapmış oldukları takviyeler ve bütün iktisadi altyapıya yönelik gerçekleştirdikleri reformlar nedeniyle herhangi bir finansal krize karşı bağışıklık kazanmış oldukları düşünülmektedir. Ancak 2005 yılının son çeyreğinden itibaren gelişmiş piyasalardan gelişme yolundaki piyasalara doğru hızla artış gösteren yabancı sermaye akımları (hem doğrudan yabancı sermaye hem de portföy akışı) bu piyasalarda küçük finansal balonlara neden olmuştur. 2008 yılının sonlarına doğru, global krizin gelişme yolundaki piyasalara bulaşmasıyla bu balonlar, büyümeden sönmeye başlamıştır. 2009 yılı gelişme yolundaki ülkeler için yabancı sermaye akımlarının durma noktasına geldiği bir yıl olsa da 2010 yılından itibaren yabancı sermaye akımları tekrar canlanmaya başlamıştır. Ancak toparlanma ihtimallerinin söz konusu olduğu Ekim 2009 tarihinde, gelişme yolundaki piyasa riskleri bir bütün olarak azalma eğilimine girmiştir. Çünkü resmi otoritelerin aldığı kararlar, *tail risk**'ini azaltmış, portföy akımlarının kaldığı yerden devam etmesini sağlamış ve risk iştahının geri dönüşü, gelişme yolundaki piyasa varlıklarını desteklemiştir.⁶⁹ Şekil 2.6'da aktarılan 6 adet küçük haritada bu durum çok açık bir şekilde görülmektedir. Krizin ilk evrelerinde kasılma yaşayan risk iştahı, düzelmeye başlayan göstergelerin de ilki olmuştur. Diğer taraftan risk iştahındaki düzelme ile gelişme yolundaki ülke piyasalarına dair risklerin azalması paralellik göstermektedir. Risk iştahındaki artış, yatırımcıların daha fazla risk alarak gelişme yolundaki ülkelere yönelmesi anlamına gelse de sermaye akımlarındaki yükselme, bir başına global yatırımcıların risk alma isteği ile açıklanamamaktadır. Global sermaye akımlarındaki artışın diğer sebebi, gelişme yolundaki piyasaların sahip olduğu risklerde azalmaların gerçekleşmesidir.

⁶⁸ International Monetary Fund (IMF), Global Financial Stability Report, **Loc. Cit.**, April 2010

*Bir menkul kıymet ihalesinde, yapılan ortalama rekabetçi teklif ile kabul edilen en yüksek getiri (en düşük fiyat) arasındaki diferansiyeldir; uzun “*tail*” zayıf ihaleyi, kısa “*tail*” kuvvetli ihaleyi ifade etmektedir. Erik Banks, **Dictionary of Finance, Investment and Banking**, First Edition, Palgrave Macmillan, 2010, s. 503

⁶⁹ International Monetary Fund (IMF), Global Financial Stability Report, **Loc. Cit.**, October 2010

Daha fazla yatırımcının risk almaya başlaması ile risk iştahında yaşanan artış, parasal ve mali şartların gevşemesi ve global sermaye hareketlerindeki canlanmanın yanında gelişme yolundaki piyasalardaki risklerin azalması süreçleri birbirlerini beslemektedir. Bu gelişmelere rağmen, bilhassa Avrupa'daki dış finansmana bağımlı diğer gelişme yolundaki ülkeler, kırılganlıklarını korumuş, gelişme yolundaki piyasalardaki bankaların sınır ötesi finansmanının, gelişmiş piyasalardaki bankaların azalan kaldıraç oranlarına olan hassasiyeti yine de yüksek seyretmiştir. Özel sektörün finansman ve temerrüt riskleri, özellikle gelişme yolundaki Avrupa ülkeleri için kısmen yüksek seyretmekteyken Asya ve Latin Amerika'daki kaldıraçlı işletmeler için daha düşük seviyede tutulmuştur.⁷⁰ Gelişme yolundaki piyasalarda yaşanan düzelmelerin sektöre uğramasının nedenleri arasında, kriz öncesinde özel sektör borçluluk oranlarının geldiği yüksek seviye bulunmaktadır. İktisadi otoritelerin özel sektör borç yükünü kamu sektörüne kaydırma girişimleri ise iktisadi güven kaybı ile sonuçlanmıştır. Gelişme yolundaki ülkelerin iktisadi göstergelerinde düzelmeyi yavaşlatan diğer nedenler; gayrimenkullerin alım satım fiyatları arasındaki farkta yükselme, kredilendirme derecelerindeki düşüş, kalitesiz krediler, özel sektöre açılan kredi sayısındaki azalma ve 2008 krizinden sonra gelişme yolundaki piyasalarda çok sık rastlanan enflasyonist baskılar olarak sıralanmaktadır. Ayrıca bankacılık sistemleri baskı altında kaldığı ve piyasadaki işlev bozukluğu iktisadi düzelmeyi etkilediği sürece reel ve finansal sektörler arasındaki olumsuz geri bildirimlerin yeniden yoğunlaşması riski önemini korumuştur. Ekim 2009 tarihinde finansal sektörlerin bilançolarının onarımı acil bir öncelik olmaya devam etmiştir.⁷¹ 2009 yılında meydana gelen düzelmelerin büyük bir bölümü gelişme yolundaki ülkelere ziyade gelişmiş piyasalarda yoğunlaşmıştır. Bu tarihte gelişmiş piyasalardaki risk iştahının normal seviyelere ulaşması, geniş çaplı finansman piyasalarının yeniden açılması ve bankaların sermayelerini artırıyor olması gelişme yolundaki ülke piyasalarını, Nisan 2010 ve Ekim 2010 gibi daha ileri bir tarihte etkileyecek gelişmeler arasında sayılmaktadır.

⁷⁰ **Ibid.**, s. 3

⁷¹ **Ibid.**, s. 162

2009'un Ekim ayı IMF raporunda gelişme yolundaki piyasa risklerinde iki çizgilik düzelme, Nisan 2010 raporunda bir çizgilik düzelme olarak gerçekleşmiştir. Gelişme yolundaki ülkeler, finansal düzelmelerdeki istikrarı risk iştahındaki yükselmelere borçlu olmuştur. Global risk iştahındaki düzelmeyi, gelişme yolundaki piyasalarda büyümeye dair olumlu beklentiler ve para birimlerindeki toparlanma takip etmiştir. Risk iştahının, gelişme yolundaki piyasalara yönelmesinde, gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları ve varlık fiyatlarındaki iyileşmenin payı bulunsa da bu durum bazı sakıncaları beraberinde getirmiştir. Çünkü gelişme yolundaki ülkelerin varlıklarındaki hızlı toparlanma ve sermaye akımlarındaki artış, enflasyonist baskılar ve fiyat balonlarına dair endişeleri tekrar yükseltmiştir.⁷²

Kriz sonrasında gelişme yolundaki ülkelerin toparlanma hızında farklılıklar bulunmaktadır. Gelişme yolundaki Doğu Avrupa ülkeleri diğer gelişmekte olan ülkelere, örneğin Latin Amerika ve Asya'daki gelişme yolundaki ülkelere kıyasla daha yavaş bir toparlanma performansı sergilemiştir. Wise, Armijo, ve Katada bu durumun sebebi olarak bu ülkelerin ideolojik katılık yerine ideolojik esnekliği benimsemiş olmalarını ön plana çıkarmaktadır. "Politik pragmatizm, ideolojik katılığı mağlup etmiştir".⁷³ Diğer etkenler olarak karşımıza kriz öncesinde gelişme yolundaki ülkelerin sahip olduğu iktisadi temellerin sağlamlığı, finansal piyasalarına yönelik gerçekleştirmiş oldukları takviyeler, politik istikrarsızlık ve coğrafi uzaklık çıkmaktadır.

Nisan 2010 raporunda gelişme yolundaki piyasa risklerinin genel olarak azaldığından bahsedilmektedir. Aynı tarihli istikrar raporuna göre Avrupa'da patlak veren kamu borç yükü endişeleri, Euro bölgesi ile güçlü bağları bulunan gelişme yolundaki bazı Avrupa ülkelerini etkilemiştir. Ayrıca gelişme yolundaki piyasalar, geniş çaplı ve muhtemelen geçici sermaye akımlarını yönetmekte zorluk çekmiştir. Daha yüksek büyüme beklentileri ve kuvvetli iktisadi temeller, gelişmiş piyasalardan yeniden

⁷² International Monetary Fund (IMF), "Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues", **World Economic and Financial Surveys**, April 2010, s. 3

⁷³ Carol Wise, Leslie Elliott Armijo, Saori N. Katada, "The Puzzle", **Unexpected Outcomes: How Emerging Economies Survived the Global Financial Crisis**, Washington, D.C., Brookings Institution Press, 2015, s. 2.

bir varlık tahsisinin gerekliliğine işaret etmiştir.⁷⁴ Avrupa Birliği'nin dışında olmasına rağmen Birlik'le bağımlı iktisadi ilişkileri bulunan gelişme yolundaki birtakım Avrupa ülkesine yönelik sermaye akımlarındaki dalgalanmalar, kamu borç yükündeki azalmanın getirdiği olumlu atmosferi azaltmış, bu ülkelerdeki iktisadi toparlanmayı geciktirmiştir. Krizin hemen sonrasında yaşanan, kamunun özel sektör borçlarını üstlenmesinin bizzatı neticesi mahiyetindeki iktisadi güven eksikliği, kamu sektörünün üstlendiği özel sektör borç hacmindeki daralmanın etkisi ile eski seviyelerine doğru hareket etmiştir. İktisadi güvendeki iyileşmeyi besleyen diğer unsurların, büyüme oranlarına dair olumlu beklentiler ile 1997 Asya ve 1999-2000-2001 yıllarında yaşanan bankacılık krizleri sonrası gelişme yolundaki ülkelerin iktisadi temellerine yönelik gerçekleştirmiş oldukları takviyeler olduğu anlaşılmaktadır.

Dikkate değer bir diğer nokta ise gelişme yolundaki ülkelerin krizin merkez üslerine olan coğrafi yakınlığıdır. Merkez ve Doğu Avrupa ile Bağımsız Devletler Topluluğu, Euro bölgesine yapmış oldukları ihracata büyük oranda bağımlı oldukları için Euro bölgesindeki krizden en fazla etkilenen gelişme yolundaki ülkeler arasındayken Asya, Latin Amerika, Orta Doğu ve Afrika'daki gelişme yolundaki ülkeler, bu krizden nispeten daha az etkilenmiştir.⁷⁵ Avrupa Birliği ülkeleri ile olan ticaret ilişkisi nedeniyle Türkiye de bu krizden en fazla etkilenen gelişme yolundaki ülkeler arasında olmuştur. 2008 krizinin etkilerinin Avrupa üzerinden Türkiye'ye sirayet ettiği görüşü yaygın bir şekilde kabul edilmektedir.

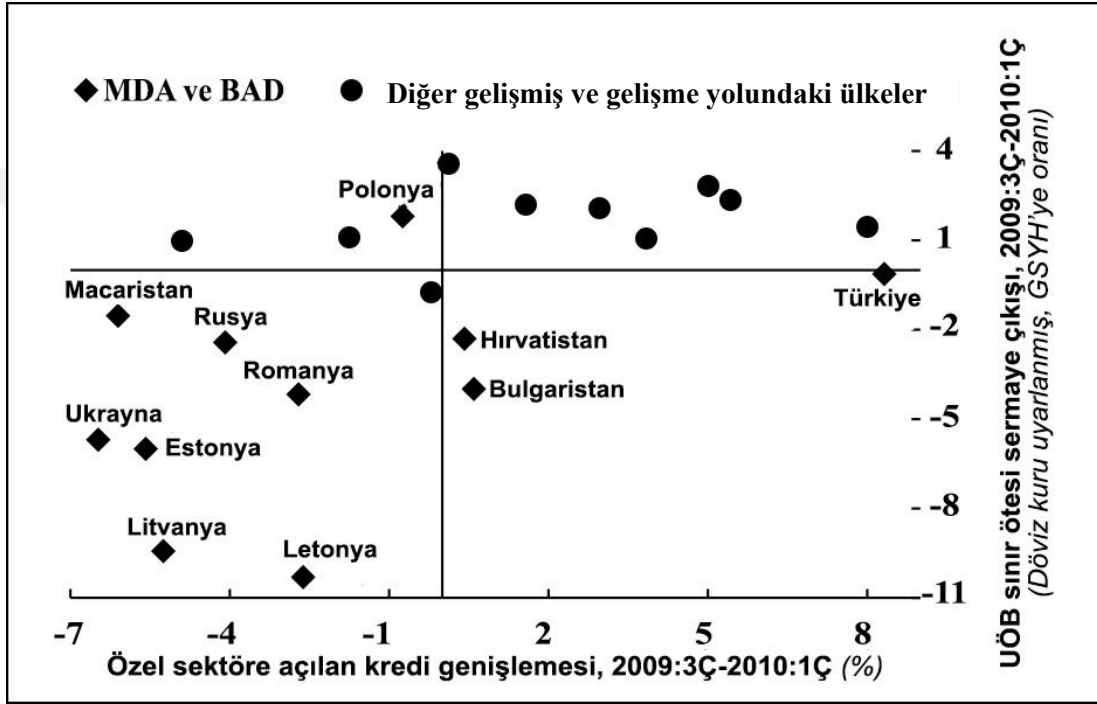
Avrupa'da, özellikle Merkez ve Doğu Avrupa'da, Sovyetler Birliği sonrası bağlantısızlar ile Türkiye gibi gelişme yolundaki diğer ülkelere, başka kıtalardaki gelişme yolundaki ülkelere nazaran, global toparlanmanın yaşandığı Nisan 2010 tarihinde, ciddi sermaye çıkışları yaşanmıştır. Bu çıkışların sebebi olarak IMF, Batı Avrupa bankalarının yukarıda sayılan bölge ülkelerini savunmasız bölgeler haline getirmesi gösterilmektedir. Bu durum; global bankacılık grupları arası sermaye akışlarının yanı sıra zayıf kredi talebi, finansman sınırlamaları, artan kamu borcu endişeleri ve sermaye yeterlilik oranlarını artırmaya yönelik baskıları içeren bir dizi

⁷⁴ International Monetary Fund (IMF), "Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues", **World Economic and Financial Surveys**, October 2010, s. 4

⁷⁵ **Ibid.**, s. 9

unsuru yansıtmaktadır.⁷⁶ Şekil 2.8, Merkez ve Doğu Avrupa'nın gelişme yolundaki ülkelerinde, Sovyetler Birliği sonrası bağlantısız devletler ve diğer gelişme yolundaki piyasalarda yaşanan sermaye çıkışları ile kriz sonrası özel sektör kredi genişlemesi gösterilmektedir.

Şekil 2.8: Kriz Sonrası Gelişme Yolundaki Ülkelerde Sınır Ötesi Sermaye Çıkışı ve Kredi Genişlemesi



Kaynak: International Monetary Fund (IMF), **Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues**, World Economic and Financial Surveys, October 2010, s. 4
UÖB: Uluslararası Ödemeler Bankası. MDA: Gelişme Yolundaki Merkez ve Doğu Avrupa Ülkeleri (Türkiye bu kategoridedir). BAD: Bağlantısız Devletler

Şekil 2.8'in sağdaki dikey eksenini, Uluslararası Ödemeler Bankası tarafından tespit edilen, gelişme yolundaki Merkez ve Doğu Avrupa ülkeleri, Sovyetler Birliği sonrası bağlantısız devletler ile diğer gelişmiş ve gelişme yolundaki ülkelerdeki sınır ötesi sermaye çıkışları yüzdesini; yatay eksen yine aynı ülkelerde özel kesime yönelik açılan kredi hacmindeki genişleme oranını ifade etmektedir. Şekil 2.8, kriz sonrası düzelme sürecinde, bazı gelişme yolundaki piyasaların 2009 yılının 3. çeyreği ve 2010'un 1. çeyreği arasında yaşadığı düzelme hızları hakkında bilgi

⁷⁶ Ibid., s. 19

vermektedir:Kredi genişlemesi, sınır ötesi sermaye çıkışlarına en fazla maruz kalan ülkelerde ya yavaşlamış ya da zayıf bir seviyede kalmıştır. Sermaye çıkışları, finansman hususunda iştirakleri ana bankalara daha fazla bağımlı olan ve kredi talebi bastırılmış ülkelerde daha fazla görülmektedir. Kamu bankasına ve/veya daha geniş çaplı kamusal piyasalara sahip Polonya, Rusya ve Türkiye gibi ülkelerde, son aylarda kredi büyümesinde toparlanma yaşanmıştır.⁷⁷ Sayılan ülkelerin coğrafi konumlarına bakıldığında, Merkez ve Batı Avrupa'ya en uzak ülkeler olduğu görülmektedir. Avrupa Birliği dışındaki gelişme yolundaki piyasalarda ise sınır ötesi sermaye çıkışları daha az, özel kesime açılan kredi hacmindeki genişleme daha fazla görülmektedir. Şekil 2.8'in işaret ettiği diğer önemli bir bilgi, sınır ötesi sermaye çıkışlarının, daha az kredi genişlemesi gerçekleştiren ülkelerde yoğunlaşmış olmasıdır. Şekil 2.8, kriz sonrası düzelme/toparlanma sürecinde, en kötü performans sergileyen, daha fazla sermaye çıkışı ve daha az kredi genişlemesi yaşayan ülkelerin Litvanya, Letonya ve Estonya gibi Baltık ülkeleri olduğunu göstermektedir. Sınır ötesi sermaye çıkışlarına en az maruz kalan ülke Polonya, kredi genişlemesinde en fazla yol alan ülke olarak Türkiye öne çıkmaktadır. Batı ve Merkez Avrupa'ya hareket edildikçe kredi şartlarındaki bozulmalar artmaktadır. Kredi şartlarındaki bozulmaların en az yaşandığı Avrupa ülkelerinin başında Polonya ile Türkiye gelmektedir. Türkiye'nin diğer bir özelliği, geniş çapta ulusal piyasalara ve kamu bankalarına sahip olmasıdır. Sahip olunan kamu bankası miktarı, özel kesime açılan kredi hacmindeki genişlemeyi beraberinde getirmiştir.

Diğer taraftan genel olarak gelişme yolundaki piyasalara yönelik kurumsal yatırımcı akışı, Asya ve Latin Amerika'da güçlü bir şekilde devam etmiştir. Ayrıca, global kredi krizinin başlangıcından bu yana gelişme yolundaki piyasa hisse senetlerine yönelik fonlara dair perakende akımlar, gelişmiş piyasa tahvillerine nazaran daha iyi bir performans sergilemekte ve gelişme yolundaki ülkelerin tahvil ve değerli kâğıtlarına yönelik perakende akışlar, keskin bir şekilde artmakta, Arakazanç Ticaret Teşviki* ile desteklenmiştir.⁷⁸ Avrupa dışında diğer gelişme yolundaki ve gelişmiş piyasaların Asya ve Latin Amerika ülkeleri olduğu, bu

⁷⁷ **Ibid.**

* *Carry Trade*

⁷⁸ **Ibid.**, s. 26

Ülkelerin Şekil 2.8'in üst kısmında biriken siyah dairelerle ifade edildiği görülmektedir. IMF'in Nisan 2010 tarihli finansal istikrar raporunda da vurgulandığı üzere, merkez piyasalardaki iktisadi faaliyetleri artırmayı amaçlayan para politikaları ve global likidite bolluğu, daha güçlü büyüme görünümü olan, para birimi değerli ve daha iyi varlık performansı sergileyen gelişme yolundaki piyasalara yönelik sermaye akışını teşvik etmiştir.⁷⁹

Gelişme yolundaki piyasaların sahip olduğu kırılganlıklar, kriz sonrasında büyüme oranlarında keskin düşüşe neden olmuştur. Chivakul'un et al. alışması, gelişme yolundaki ülkelerin rezerv varlıkları ile finansal kriz esnasında yaşanan büyüme oranlarındaki reel düşüş arasında belirgin, kuvvetli ve doğrusal olmayan ilişkinin ortaya konuğu ilk çalışma olarak kabul edilmektedir. Eylül 2008'de Lehman Brothers kredi işletmesinin iflas etmesi ile birlikte finansal kriz, gelişme yolundaki ekonomilere hızlı bir şekilde sirayet etmiştir. Yaşanan kriz neticesinde global büyüme oranları, kriz öncesi en yüksek seviyesinden 2009'daki en düşük seviyesine inmiş, % 6'lık düşüş yaşamıştır. Bu oran aynı zamanda savaş sonrası dönemde global büyüme oranlarındaki en büyük düşüş olarak kayıtlara geçmiştir. 2008'in 3. eyreği ile 2009'un 1. eyreği arasında gelişme yolundaki piyasalarda reel çıktı seviyesinde % 4 civarında düşüş gerçekleşmiştir. Özellikle en fazla çıktı daralması yaşayan gelişme yolundaki ülkeler, gelişme yolundaki Merkez ve Doğu Avrupa lkeleri olmuş,bu ülkeler dönem boyunca % 11oranında reel çıktı daralmasına maruz kalmıştır. ıktı daralmasına en az maruz kalan gelişme yolundaki ülkelerde ise bu oran % 1 civarındadır.⁸⁰Global krizin sirayet etmesi ile gelişme yolundaki Avrupa lkelerinin maruz kaldığı yıkımın boyutları Türkiye açısından önem teşkil etmektedir. Global finans krizinin Türkiye ile birlikte gelişme yolundaki Merkez ve Doğu Avrupa lkelerinde yarattığı tahribatın etkileri, çıktı seviyelerinde keskin daralma ve büyüme oranlarında dikkate değer yavaşlama şeklinde olmuştur.

⁷⁹ **Ibid.**, s. 28

⁸⁰ Mali Chivakul, Ricardo Llaudes, Ferhan Salman, "The Impact of the Great Recession on Emerging Markets", **IMF Working Paper**, IMF Strategy, Policy and Review Department, WP/10/237, October 2010, s. 3

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

2008-2012 FİNANS KRİZİNİN TÜRKİYE'YE ETKİSİ

Rawdanowicz, *“The 2008-09 Crisis in Turkey: Performance, Policy Response sand Challenges for Sustaining the Recovery”* çalışmasında 2008 krizinin Türkiye'ye etkilerini ve kriz sonrasında Türkiye'nin uygulamış olduğu dengeleyici politika örneklerini ele almaktadır. Özlen Hiç Birol, Türkiye'nin finansal krizden en kötü etkilenen ülkelerin başında geldiğini ifade ettiği *“The Effects of the Global Economic Crisis on Turkey's Economy and the Recent Tilt in her International Relation”* başlıklı makalesinde krizin dış borç stoku, cari açık, ihracat, doğrudan özel yatırımlar ve gayri safi milli hâsılada yarattığı tahribatın boyutlarını incelemektedir. Verick, *“The Great Recession of 2008-2009: Causes, Consequences and Policy Responses”* ismini taşıyan incelemesinde Türkiye'yi, iktisadi daralma ve işsizlik konusunda 2008 krizinden en kötü etkilenen gelişme yolundaki ülkeler arasında saymaktadır. Romer ve Romer, düşük dış borç yükü rasyosuna sahip ülkelerin finansal krize verdikleri cevapların kuvvetini karşılaştıran *“Fiscal Space and the Aftermath of Financial Crises: How It Matters and Why”* çalışmasında diğer gelişme yolundaki ülkelere kıyasla daha az gelişmiş olan Türkiye'nin, finansal krizle beraber çıktı seviyesinde yaşadığı düşüşün beklentilerin üzerinde gerçekleştiğini ileri sürmektedir. Dani Rodrik, yaşanan finansal kriz sonrası Türkiye'nin daha önce deneyimlediği krizler de dahil olmak üzere 2008 krizinden çıkardığı dersleri konu edindiği *“The Turkish Economy after the Global Financial Crisis”* başlıklı makalesinde mevcut stratejileri sorgulamakta, kriz öncesi duruma* dönülmesine de karşı çıkmaktadır.

1994 yılında Türk Lirasının % 35 oranında devalüasyona tabi tutulması neticesinde 5 Nisan günü içerisine girdiği kriz girdabı, 2001 yılında yaşadığı bankacılık krizleri ve bütün dünyayı etkisi altına alan 2008 krizinin etkisini şiddetli bir şekilde gösterdiği gösterge Türkiye'deki büyüme oranları olmuştur. Gelişme yolundaki piyasaların 2008 krizinden sonra yaşadığı benzer iktisadi bozulmaların birçoğuna, farklı yoğunluklarına rağmen, Türkiye ekonomisi de maruz kalmıştır.

*Status quo ante “Crisis”.

Ancak krizden kurtulması konusunda Türkiye'nin diğer gelişme yolundaki birçok ülkeye göre daha kolay bir performans sergilediği bilinmektedir.

Şekil 2.8'deki diğer gelişme yolundaki Avrupa ülkeleriyle kıyaslandığında içerisinde bulunduğu kısmi iyi durumu; özel sektöre açılan kredi hacmindeki genişlik ve global sermaye çıkışlarının çok yüksek seviyede seyretmemesi, Türkiye'nin kriz sonrası toparlanma hızında kriz öncesi olumlu ve avantajlı konumunu ifade etse de bunun dışında başka avantajları da bulunmaktadır. İlk avantaj olarak, istikrarsız veya güven vermeyen bir koalisyon hükümetinin kısa dönemini takiben iktidardaki güçlü tek partinin getirdiği istikrar ortamı kabul edilmektedir. İkincisi ise önceki koalisyon hükümetinin başlattığı IMF standby anlaşması ile uyumlu iktisadi yeniden yapılandırma önlemlerinin meyvelerini vermeye, pozitif sonuçlar göstermeye başlamasıdır. Üçüncüsü, dünyanın Güneydoğu Asya ülkelerinde ortaya çıkan 1997-1998 finans krizinden tam manasıyla kurtulmuş olmasıdır. Bütün bu gelişmeler nedeniyle doğrudan özel yatırım ve finansal akımlar önceden yükselmeye başlamıştır. Nitekim Türkiye hem doğrudan özel yatırımlar hem de doğrudan finansal yatırımlardan geniş çapta akımlar çekebilmiştir. Çünkü bu tarihlerde gelişme yolundaki ülkeler statüsüne ulaşmıştır.¹ Türkiye'yi daha sonra oldukça kırılgan bir ekonomi haline getirecek doğrudan özel yatırım ve finansal akımlarda artışın temel sebebi, 2001-2002 iktisadi yeniden yapılanma yıllarında iktisat otoritelerinin almış oldukları “düşük kur yüksek faiz” ekonomi modeli olarak görülmektedir. Türkiye'nin uzun yıllar uyguladığı ithal ikame sanayi stratejisini terk etmesinin bir sonucu olarak “düşük kur yüksek faiz” modeli, global sermaye akımlarında Türkiye'ye yönelik akışın temel itkisi kabul edilmektedir. Gelişmiş ekonomilerde mevcut belirsizliklerin yanı sıra 2005-2007 yılları arasında Türkiye'deki faiz oranlarının gelişmiş ülkelere daha yüksek tutulması, bu tarihlerde yabancı sermayenin Türkiye'ye yönelmesinde etkin rol oynamıştır. Öte yandan döviz kurunun düşük seviyelerde tutulması ithalatı özendirirken, ihracat üzerinde aksi yönde bir etki yaratacaktır.

¹ Özlen Hiç Birol, “The Effects of The Global Economic Crisis on Turkey's Economy and the Recent Tilt in Her International Relations”, **International Journal of Business and Management Studies**, Vol 3, No 2, 2011, s. 230

3.1. Kriz Öncesinde Türkiye Ekonomisinin Durumu

Türkiye; 1997 Asya finans krizi, 1998 Rusya krizi ve 1999-2000-2001 yıllarındaki bankacılık krizleri sonrası finansal piyasalarında takviye, iktisadi altyapılarında reformlar gerçekleştiren gelişme yolundaki ülkelerden biri sayılsa da yapısal problemler, yapılan reformları sınırlı bir çerçevede tutmuştur. Türkiye özelinde düşünüldüğünde yapısal sorunlar ülkeden ülkeye farklılıklar göstermektedir. Bazı ülkeler, aktif bankacılık denetimi ve yeterli miktarda döviz rezerviyle sağlıklı ve kuvvetli bankacılık sistemlerine sahipken diğerlerinin daha az döviz rezervleriyle daha kırılgan ve zayıf bankacılık sistemleri bulunmaktadır. Bu bağlamda 2008 krizi öncesinde ve 2008-2012 krizi boyunca, kırılgan ekonomiye sahip ülkeler Türkiye, Hindistan, Güney Afrika ve daha da önemlisi, Merkez ve Doğu Avrupa ülkeleri*; cari hesap açıkları büyük ve döviz bankalarına borcu daha fazla olan ülkelerdir. Örneğin, Polonya'da konut kredilerinin % 75'i yabancı para birimi türünden olmuştur.² Kriz öncesinde yaşadığı bankacılık krizleri sonrası finansal yapısında kuvvetlendirmelere giden Türkiye'nin ise sahip olduğu cari açık, kriz sürecinde ihracat sektöründeki daralma nedeniyle ağırlaşmış ve çıktı seviyesindeki daralmayı kötüleştirmiştir.

Etki derecelerinde farklılık gösterse de, 2008 finans krizi sürecinde, gelişme yolundaki ülkelerin 1997 Asya finans krizi ve 1999-2000-2001 bankacılık krizleri sonrası finansal sistemlerinde yapmış olduğu takviyelerin sanıldığı kadar güçlü ve dayanıklı olmadığı ve reel sektörde yaşanan krizi hafifletmediği anlaşılmaktadır. Ekim 2008 tarihine gelindiğinde, gelişme yolundaki ülkelerin, döviz kuru ve borsacılık sistemlerinin ötesinde, reel ekonomileri bozulmaya uğramış görünmektedir;³ özellikle Türkiye gibi gelişme yolundaki piyasalar, kriz sürecinde reel sektörde ciddi bozulmalara maruz kalmıştır. Kriz öncesinde Türkiye, daha önce yaşamış olduğu finansal krizler nedeniyle, diğer birçok gelişme yolundaki ülkenin yapmış olduğu gibi 1990'lı yıllarda tamamlanamayan iktisadi ve yapısal reformları

* *CEECs: Central and Eastern European Countries*. Bulgaristan, Çekya, Macaristan, Baltık ülkeleri, Romanya ve Polonya'yı kapsamaktadır.

² Yudhistira Bintang, *The Effects of Financial Crises on Developing Countries*, University Library of Munich, MPRA (Munich Personal RePEc Archive) Paper No. 91883, July 2018, s. 63

³ Bintang, *Op. Cit.*, s. 57

hayata geçirmek için, bankacılık sistemini temizlemiş, mahallî finansal piyasaları reforma tabi tutmak amacıyla finansal sistem gözetimini ve ihtiyati denetimi artırmıştır. Böylece Türkiye’de iktisadi büyüme, yatırımcı güveni ile beraber geri gelmiştir. 2003 ve 2007 yılları arasında gelişme yolundaki ülkeler, global büyümeye % 75, kendi büyümelerine ortalama % 7’lik bir katkı sağlarken Türkiye bu süreçte % 7,5’lik bir büyüme gerçekleştirmiştir. Diğer gelişme yolundaki ülkelerin ortalama büyüme oranları şu şekildedir: Çin % 10,5, Hindistan % 8,9, Güney Kore % 5,2, Tayland % 5, Polonya % 4,8 ve Brezilya ile Meksika % 3,4.⁴ Bu bilgilere göre Türkiye, global kriz öncesi en fazla büyüme ortalaması gösteren üçüncü birlik dışı gelişme yolundaki Avrupa ülkesi olmuştur. Diğer yüksek büyüme oranlarına sahip gelişme yolundaki ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de finansal denetim ve sıkışmanın, büyüme oranlarındaki trende bağlı olarak kriz öncesinde de güçlendirilmeye devam edildiği bilinmektedir.

3.1.1. Kriz Öncesinde Türkiye’ye Yönelik Sıcak Para Akımlarında Meydana Gelen Hareketlenmeler

Türkiye’de bankacılık denetimi ve finansal sistemin sıklaştırılmasına dair uygulamalar, 2006 yılına dek istikrarlı bir şekilde uygulansa da finansal güçlendirmeler, içsel takviyelerden oluşmakta ve dışsal etkiler karşısında savunmasız kalmaktadır. 2004 yılının sonu ve 2005’in başında gelişmiş piyasalarda yaşanan finansal gelişmeler sonrası sermaye akımlarının gelişme yolundaki piyasalara akmasının sonrasında meydana gelen küçük balonlar, yapılan finansal düzenlemelerin içsel müdahalelerle sınırlı olduğu, dışsal düzenlemeleri kapsamadığını göstermektedir. Türkiye Borsa İstanbul 100 endeksi, Ocak 2004 tarihinde 144 puanla işlem görürken, Şubat 2006 tarihinde rekor kırarak 495 puana kadar tırmanmıştır. Bu durum 2004 yılının sonunda gelişme yolundaki ülkelere yönelik artışa geçen yabancı sermaye akımı ile paralellik göstermektedir. Krizin hemen öncesinde Ekim 2007 tarihinde 555 puanda olan Borsa İstanbul 100 endeksi, Türkiye’nin global krizi hissettiği 2008’in son çeyreği ile 2009’un ilk çeyreğinde 250

⁴ Ibid., ss. 50-51

puanın altını görmüştür.⁵ Bu durum 2007 yılında hızla çekilmeye başlayan yabancı sermaye akımlarıyla paralellik göstermektedir. 2004-2006 yılında Türkiye'nin en fazla sermaye akımı çeken gelişme yolundaki ülkeler arasında olduğu, krizin hissedilmeye başladığı 2007 yılının sonlarında ise yabancı sermaye çıkışlarında artışların yaşandığı, bir önceki bölümde detaylı bir şekilde incelenmektedir.

Türkiye 1989 yılında aldığı kararla dış ticaretinde liberalizasyon girişimlerinde bulunmuş, liberal kambiyo rejimini benimseyerek sıcak para akımlarına açık hale gelmiştir. Türkiye sıcak para akımlarına açık hale gelmesinden sonra faiz oranlarını artırmak suretiyle Türk Lirası baskı altında tutulmuş ve biri 1994 yılında diğeri 1999-2000-2001 yıllarında olmak üzere ulusal ve bölgesel finans krizlerine maruz kalmıştır. 2005-2006 yıllarında ise global likidite bolluğu ve gelişmiş ülke piyasalarında yaşanan belirsizlikler nedeniyle büyük sermaye akımlarını çekmiştir; bu akımların, kriz öncesinde ülkeyi hızla terk etmesi ile Türkiye'nin kriz sonrası yaşadığı çıktı daralmasında etkisi olmuştur. Örneğin 2007 yılında yatırımcının kazançlılık oranının % 73'e oldukça yakın bir seviyede olmasına rağmen Türkiye'ye yalnızca 12 milyon dolarlık girişin gerçekleşmesi, sıcak paranın ülkeyi terk etmeye başladığını göstermektedir. 1992 yılından 2007 yılına kadar olan periyotta, global çapta iktisadi liberalizasyon politikalarının ve Türkiye'de bilhassa 2002 yılından sonra "düşük kur yüksek faiz" stratejisinin bir sonucu olarak ülkeye akan sıcak para hacminde ciddi artışlar yaşanmıştır. Bu konuda gelişmiş ülkelerdeki likidite bolluğunun yanında Türkiye'deki yüksek faiz oranı politikasının önemli etkileri olmuştur; ihracat gerçekleştirmek için ithalattaki artışı finanse eden Türkiye, büyük miktarda finansal fon akışı sağlamıştır. Fon akışını içeren ve enerji, çıktı ve yatırım malları ithalatında artışa neden olan bu politika, gayri safi milli hâsılanın kısmen yüksek seviyelere tırmanmasında rol oynamıştır. Eşanlı özelleştirme çabaları da hızlandırılmış ve doğrudan özel yatırım akımı ile özelleştirme girişimleri el ele gitmiştir.⁶ Artan sıcak para akımlarının yanında düşük kur yüksek faiz politikası, artan ithalat ile eşanlı gerçekleştirilen özelleştirme politikalarının, Türkiye ekonomisinin, ABD'de Ağustos 2007'de başlayıp 15 Eylül 2008'de 600 milyar

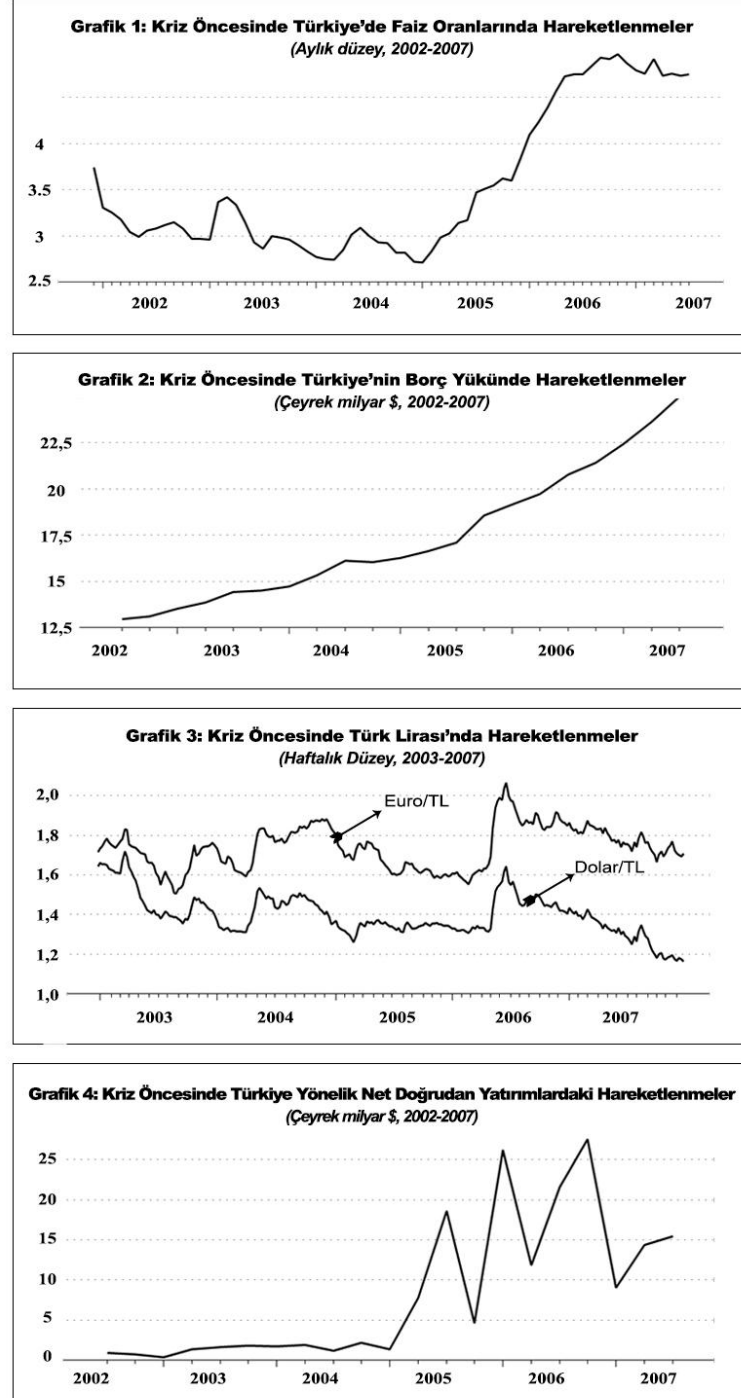
⁵ Turkey Stock Market (XU100)1988-2020 Data, **Trading Economics**, (Çevrimiçi) <https://tradingeconomics.com/turkey/stock-market>, 17 Ekim 2020

⁶ Hiç Birol, **Op. Cit.**, s. 230

dolarlık malvarlığıyla Lehman Brothers yatırım işletmesinin iflası ile bütün dünya ve gelişme yolundaki ülkelere sirayet eden finansal krize karşı oldukça kırılgan ve savunmasız kalmasında roller üstlendiği anlaşılmaktadır. Şekil 3.1'in dört grafiği bu kırılganlıklar hakkında bilgi vermektedir. Şekil 3.1 Grafik 1'de, Türkiye'de kriz öncesi yıllarda faiz oranları; Grafik 2'de Türkiye'nin kriz öncesi yıllarda toplam borç yükü; Grafik 3'te, Türkiye'de kriz öncesi yıllarda Türk Lirasının dolar ve Euro karşısındaki dalgalanmaları; Grafik 4'te, Türkiye'nin kriz öncesi yıllarda çekmiş olduğu doğrudan yabancı yatırım hacmi gösterilmektedir. Dört grafiğin de ortak özelliği, 2004'ün sonları ile 2007 arasında ciddi artış ve dalgalanmaların yaşanmış olmasıdır. Bu tarihler ayrıca Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye akımlarındaki hızlı artışın gerçekleştiği tarihler olmuştur.

Yukarıda açıklanan gelişmelerin sebep olduğu Türkiye ekonomisinin kriz öncesi kırılgan ve savunmasız durumu, onun iktisadi şoklara, özellikle 2008 krizine karşı hassasiyetini artıran en büyük etken olmuştur. Çünkü global kriz öncesinde Türkiye, ithalat sektörünü finanse etmek için doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve sıcak para akımları gibi global sermaye hareketlerine oldukça bağımlı hale gelmiştir. Portföy yatırımları, kredi ve finansal fon akışını devam ettirmek ve devlet bono ile hazine tahvillerini çekici kılmak için faiz oranı, dünya piyasalarında geçerli oranların çok üstüne çıkarılmıştır. Şekil 3.1 Grafik 1'de, Türkiye'de kriz öncesi faiz oranlarındaki artış bu noktada açıklayıcı olmaktadır. Bu artış, 2004-2006 yılları arasında Türkiye'nin neden en fazla yabancı sermaye çeken gelişme yolundaki ülkeler arasında olduğu konusunda anlam kazanmaktadır.

Şekil 3.1: Kriz Öncesinde Türkiye’de Kırılganlıkları Artıran Bazı Finansal Göstergeler



Kaynak: Central Bank of Turkey Republic [Kur ve faiz oranları için];
Turkey Ministry of Treasury and Finance [Borç yükü için]; Federal
Reserve Bank of St. Louis [Doğrudan net yatırımlar için]

(*): 3 aya kadar olan (Dolar türünden mevduatlar, Akım veri, %)

Şekil 3.1 Grafik 2’de, Türkiye’nin kriz öncesinde borç yükü hacminin seyri gösterilmektedir. Elde edilen döviz akımları ile finanse edilen yıllık dış borç ve faiz ödemeleri, ödemelerin yüksek miktarlarda gerçekleştirilmesi anlamına gelmektedir.⁷ Borç ödemelerini ve ithalatı finanse etmek üzere döviz akımlarını çekmek için artırılan faiz oranları aynı zamanda faiz ödemeleri ile borç yükü üzerinde baskı oluşturmaktadır. Artan borç ve faiz ödemeleri kriz öncesinde oldukça kırılgan hale gelen Türkiye ekonomisinde, kriz dünyaya ve gelişme yolundaki ülkeler ile Avrupa üzerinden Türkiye’ye sirayet ettiğinde yaratacağı tahribatı şiddetlendirmektedir. Şekil 3.1’deki Grafik 1, Grafik 2, Grafik 3 ve Grafik 4 kriz öncesinde Türkiye’deki makro iktisadi kırılganlıkların artışı konusunda ipuçları vermiştir.

3.1.2. Kriz Öncesinde Türk Lirası’nın Değerinde Meydana Gelen Hareketlenmeler

Şekil 3.1 Grafik 3’te, Türkiye’de kriz öncesi yıllarda Türk Lirası’nın Dolar ve Euro karşısındaki hareketlenmeleri gösterilmektedir. Kriz öncesi Türkiye’nin geçirmiş olduğu iktisadi dönüşümler ve artan makro iktisadi kırılganlıkları, uluslararası sermaye hareketlerinde artışa sebep olması bağlamında globalizasyonun bir sonucu olarak görülebilmektedir. Artan globalizasyon politikaları ile 1980’li yılların sonunda yabancı sermaye akımlarını çekmeye başlayan Türkiye, 2000’li yıllara gelindiğinde borçlarını ödemek, ithalatını finanse etmek ve cari açığı kapatmak için yabancı sermaye hareketlerine oldukça bağımlı bir hale gelmiştir.

Globalizasyon politikalarının Türk Lirası üzerinde de etkileri olmuştur. Şekil 3.1 Grafik 3’te, Türk Lirasının yabancı temel para birimleri, Euro ve Dolar karşısındaki değerinin, 2002 Güçlü Ekonomiye Geçiş ve İstikrar Programının “düşük kur yüksek faiz” stratejisinin doğal bir sonucu olarak, normal hatta normalin üzerinde bir seviyede seyrettiği görülmektedir. 2002’nin sonu ile 2007’nin ortalarında döviz kuru düşük seviyelerdedir ancak 2006 yılında Dolar ve Euro’daki hareketlenmeler dikkat çekmektedir. 2004’ün sonu ile 2005’in başında gelişme yolundaki ülkelere yönelik artan yabancı sermaye akımlarının 2007 yılıyla birlikte Türkiye’yi hızla terk etmeye başlaması, iç piyasada Türk Lirası hacmini yabancı para

⁷ Hiç Birol, **Op. Cit.**, s. 232

birimleri karşısında genişletmiş, Türk Lirası'nın artan emisyonu onun yabancı para birimleri karşısındaki değeri üzerinde baskı oluşturmuştur.

2006 yılının ilk çeyreği, global pazarlarda, özellikle gelişme yolundaki piyasalarda oluşan küçük balonların fark edildiği bir tarihtir; bu tarihte gelişme yolundaki ülkelerde kısmi depresif dalgalanmalar görülmektedir. Mayıs ayının başlarında, baz para birimi alanlarındaki parasal sıkılaştırma politikalarının bir sonucu olarak gelişme yolundaki piyasaların para birimlerinin yanı sıra hisse senedi fiyatlarında da dalgalanmalar meydana gelmiştir. Varlık fiyatlarındaki en keskin düşüş, yabancı yatırımcıların geniş çapta risklere maruz kaldığı ve 2005 yılının büyük kısmı ile 2006'nın başında yüksek kazançlar elde ettiği piyasalarda yaşanmıştır. Piyasaya sürülmüş gelişme yolundaki sermaye piyasası fonları, 2005'in başı ile 2006'nın Mayıs ayı ortasında 50 milyar dolardan fazla yatırım çektikten sonra, 2006'da Mayıs ayının ortası ile Haziran'ın sonu arasında 15,8 milyar dolar yatırım kaybı görmüştür. Bu kayıplar genellikle Türkiye, Güney Afrika ve Kolombiya gibi ülkelerde -Mayıs ortasından Haziran sonuna kadar- % 10'u aşan önemli miktarda kur yükselişini* tetiklemiştir.⁸ Bu finansal atmosferde yaşanan sermaye çıkışı, döviz kuru dalgalanması ile ulusal para biriminde meydana gelen değer yitimini açıklamaktadır.

Öte yandan sermaye çıkışındaki artış, kur dalgalanmasının yanında belirsizliklerdeki artış ve büyüme hızındaki yavaşlamanın bir sonucu olarak görülmektedir. Bir başına kur artışı, diğer faktörler analiz dışı tutulduğunda, sermaye akımlarındaki daralmadan ziyade özellikle portföy yatırımlarıyla vücut bulan yabancı sermaye girişlerini teşvik edecek bir gelişme olarak kabul edilmektedir. Bütün bu gelişmelere rağmen döviz kurundaki hareketlenmeleri, yabancı sermaye giriş veya çıkışının sebebinden ziyade bir sonucu olarak düşünülmektedir; yabancı sermaye girişi döviz kuru üzerinde aşağı yönlü bir baskı oluşturmakta ve *vice versa*. Sermaye girişi ve çıkışına bağlı olarak döviz kurundaki aşağı ve yukarı yönlü hareketlenmelere karşı iktisadi otoritelerin ilk müdahalesi, faiz oranlarını aşağı ve yukarı çekmek

*Türkiye, Dolar/TL; Nisan 2006: 1,33. Haziran 2006: 1,59. TL açısından değer kaybı %19,54. V: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası **Elektronik Veri Dağıtım Sistemi** Kur Hareketlenmeleri.

⁸ International Monetary Fund (IMF), "Financial Systems and Economic Cycles: World Economic Outlook (WEO)", **World Economic and Financial Surveys**, September 2006, s. 18

şeklindedir. Bu yönüyle faiz oranları aracı, döviz kurundaki güçlü dalgalanmaları önlemek ve iç piyasada oluşan enflasyonist baskıları hafifletmek için başvurulmuş ilk politik müdahale aracıdır. Bu politika müdahalesi, 2006'nın Ocak ve Haziran ayları arasında Türk Lirası'nın % 19'luk nominal efektif değer kaybına Türkiye merkez bankasının verdiği güçlü cevap ile en iyi şekilde örneklendirilmektedir.⁹ Ancak bu müdahalenin Ocak'tan ziyade Mayıs ayında başladığı ve vadesiz mevduatlar hariç Türk Lirası üzerinden açılan toplam mevduatlara uygulanan faiz oranlarının Mayıs ayındaki % 14,96 seviyesinden Haziran'da % 15,93 ve Temmuz ayında ise % 17,33 seviyesine çekildiği görülmektedir.¹⁰ Bu müdahale Türk Lirası'nın Dolar ve Euro karşısındaki değerini etkileyen bir gelişme olmuştur.

3.1.3. Kriz Öncesinde Türkiye'nin Cari Hesap Dengesinde Meydana Gelen Hareketlenmeler

Cari işlemler açığı bir ülkenin kırılganlıklarını yansıtmada önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Bir ülkenin global mal ve hizmet ticareti ile global çapta borç alma ve verme işlemleri onun ödemeler dengesi hesabına kaydedilmektedir. Ödemeler dengesi, iki temel hesaptan oluşmaktadır: Cari hesap ve finansal hesap. Cari hesap; ticaret hesabı, gelir hesabı ve transfer hesabı gibi üç unsurun zaman içerisinde toplamında meydana gelen değişimleri ölçmektedir. Ticaret hesabı, mal ve hizmet ihracı ile ithalatı arasındaki farkı ölçmektedir. Bir ülkenin ithalatı ihracatını aşarsa ticaret hesabı cari açığı meydana gelmektedir.¹¹ Diğer iki unsur ile kıyaslandığında ticaret hesabının cari hesap üzerinde meydana getirdiği etki daha fazla olmaktadır. Ancak global liberalizasyon seviyesinin eriştiği seviye göz önüne alındığında gelir hesabındaki dalgalanmaların, cari hesap üzerinde yarattığı etki, ticaret hesabının yaptığı etkiyi yakalamaktadır.

Kriz öncesi iktisadi durum, ülkelerin toparlanma hızlarını etkileyen önemli bir unsur olarak kabul edilmektedir. Kriz öncesi en önemli iktisadi dengesizlik, Avrupa Birliği ülkelerine yapılan ihracatın yanı sıra özellikle Çin gibi Güneydoğu

⁹ **Ibid.**, s. 61

¹⁰ Bilgiler TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden elde edilmiştir.

¹¹ Jill A. Holman, "Is The Large U.S. Current Account Deficit Sustainable?", **Economic Review-Federal Reserve Bank of Kansas City**86, no: 1, 2001, s. 7

Asya ülkelerinin cari hesap fazlaları ile finanse edilen ABD ekonomisindeki devasa cari açığa meydana gelmektedir. 1998'den beri süratle artışa geçmiş olan ABD ekonomisindeki cari hesap açığı, 2006 yılında 800 milyar dolar ile en yüksek seviyesine ulaşmaktadır.¹² Kriz öncesi ABD'nin cari hesaplarındaki dengesizlik, krizin neden olduğu yıkımın artmasına neden olmuş, gelişme yolundaki ülkelerin toparlanma hızlarını etkilemiştir. Kriz sonrası toparlanma hızını etkileyen diğer bir etken, cari açığın bazı gelişme yolundaki ülkelere kronik hale gelmiş olmasıdır. Gelişme yolundaki bir ülke olarak Türkiye, cari açığın kronik hale geldiği ülkeler arasında gösterilmektedir.

Kriz öncesinde ülkelerin cari hesap dengesinde meydana gelen hareketlenmeler bölgeden bölgeye büyük farklılıklar göstermektedir. Ancak gelişme yolundaki ülkeler söz konusu olduğunda özellikle Güneydoğu Avrupa'da, bilhassa Bulgaristan ve daha az ölçüde Türkiye'de, tırmanışa geçen iç piyasa talebi ve kredi büyümesi, yüksek petrol fiyatları ve döviz kurlarındaki değer artışının eşlik ettiği hızlı sermaye akımları gibi çeşitli makro iktisadi göstergeler, cari açığa artışlara neden olmuştur.¹³ 2006 yılında ülkelerin -özellikle kısa vadeli- dış finansman ihtiyaçlarında da kötüleşmeler olmuş, borç finansmanı dağılımı kademeli bir şekilde artmıştır. Örneğin, 2006 yılında bölgesel cari işlemler açığının yaklaşık yarısının finanse edilmesi gerekmektedir. Bu durum özellikle Türkiye, Macaristan ve Baltık ülkelerinde oldukça belirgin olmaktadır.¹⁴

Kriz öncesinde, gelişme yolundaki ülkelerin cari hesaplarındaki ticaret hesabı açıklarına bakıldığında, global sermaye akışının bir sonucu olarak Türkiye'deki açığın diğer ülkelere nazaran daha az olduğu görülmektedir. Nisan 2006 tarihli IMF Dünya Genel Görünüm raporu^{*}; Slovenya (% 1), Çek Cumhuriyeti (% 1,5), Slovakya (% 2) ve Polonya (% 2,5) ile **Türkiye**'yi (% 3) gayri safi yurt içi hâsıllarına oranla

¹² Osman Zekayi Orhan, Ebru Nergiz, "Turkey's Current Account Deficit Problem and its Effects on the European Union Accession", **İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Vol. 1, Issue 1, June 2014, s. 140

¹³ International Monetary Fund (IMF), "Globalization and Inflation: World Economic Outlook (WEO)", **World Economic and Financial Surveys**, April 2006, s. 43

¹⁴ **Ibid.**, s. 44

^{*} Oranlar, yaklaşık değerlerdir ve net yatırım ödemeleri hariç tutulmuştur. Macaristan, net yatırım giderlerinin ödemeler dengesindeki yüksek payı nedeniyle analiz dışı kabul edilmiştir. Cari açık içerisindeki ticaret hesabının mahiyeti göz önünde bulundurulmuştur.

en az cari açık veren gelişme yolundaki Avrupa ülkeleri kategorisine koymaktadır. Ödemeler dengesi ve cari açık pozisyonu konusunda en kötü durumda olan gelişme yolundaki Avrupa ülkeleri; Letonya (%9,5), Romanya (% 6) ve Estonya'dır (% 5). Kriz öncesinde Türkiye ödemeler dengesi göstergelerinde, Bulgaristan (% 4), Litvanya (% 4,5) ve Romanya (% 6) gibi Avrupa'daki gelişme yolundaki piyasalardan daha iyi durumdadır.¹⁵

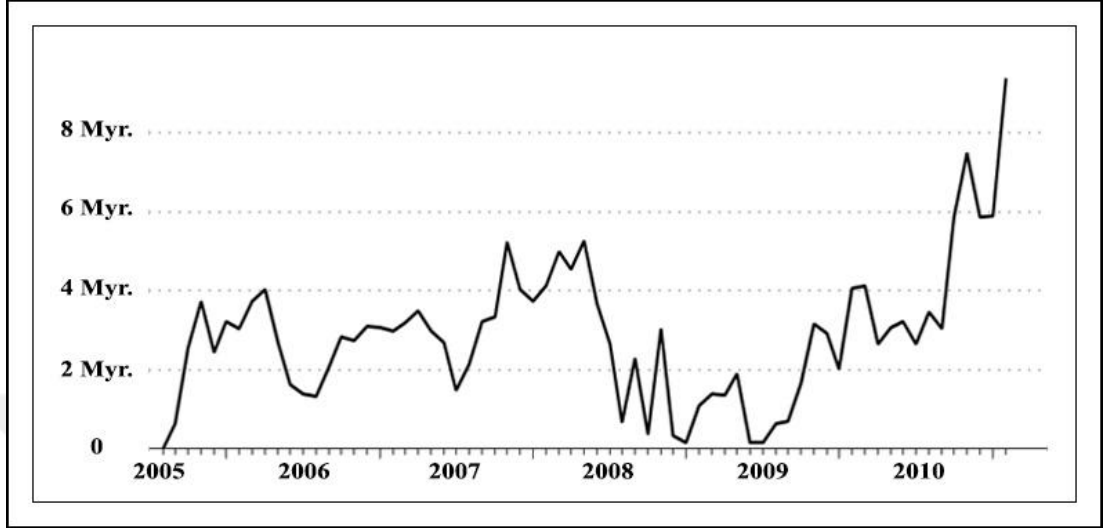
Şekil 3.2 global sermaye akımlarının diğer gelişme yolundaki ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de hız kazandığı 2005 yılının başlarından, 2010'un sonuna dek cari açığın seyrini göstermektedir. Kronik cari açık problemi, "düşük kur yüksek faiz" stratejisinin yol açtığı yapısal problemler ve ihracata dayalı ithalat bağımlılığı nedeniyle, uzun yıllar Türkiye'nin büyüme oranlarını tehdit etmiştir. 2005 yılı boyunca yaşanan olağanüstü hızlı büyümenin ardından, Türkiye'de gayri safi yurtiçi hasıla büyümesinin 2006 yılında % 6'ya kadar orta seviyede seyretmesi ve ekonominin büyük cari işlemler açığı ile ilgili temel riskinin ortaya çıkması beklenmekteydi.¹⁶ Öte yandan 2004'ün sonu ile 2005 yılının başında gelişmiş piyasalardan gelişme yolundaki ülkelere yönelik artan sıcak para akımları, Türkiye'nin cari açığında negatif yönde bir etkiye sebep olmuştur.* 2007 ile 2008 yılları arasında cari açıkta meydana gelen artış, gelişmiş piyasalarda, bilhassa ABD'de, finansal balonların yarattığı iktisadi güvensizlik ve belirsizlik ortamının yabancı yatırımcıyı gelişme yolundaki piyasalara yönlendirmesi ve 2006 yılının ilk çeyreğinde bu ülkeleri hızla terk etmesi ile açıklanmaktadır.

¹⁵ Ibid.

¹⁶ International Monetary Fund (IMF), "Globalization and Inflation: World Economic Outlook (WEO)", **World Economic and Financial Surveys**, April 2006, s. 46

*Bu etki, cari denge hesabının gelir hesabı kalemiyle sınırlı tutulmuştur. Ticaret ve Transfer Hesabı analiz dışıdır.

**Şekil 3.2: Kriz Öncesi ve Sonrası Türkiye'nin Cari Açık Pozisyonu
(2005/9. Ay-2011/3. Ay, Milyar \$)**



Kaynak: Central Bank of Turkey Republic; Electronic Data Delivery System
Gözlem Değeri: Kümülatif. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden elde edilen rakamlar, şekil haline getirilmiştir.

Şekil 3.2'de Türkiye'nin 2005 ile 2010 yılları arası cari hesap dengesindeki hareketlenmeler gösterilmektedir. 2004'ün sonu ve 2005'in başında global likidite bolluğu ve gelişmiş piyasalardaki iktisadi belirsizlikler nedeniyle Türkiye'ye yönelik sıcak para akımlarında artışla beraber cari açıktaki büyüme artmış görünmektedir. 2007'nin ikinci çeyreği, kriz öncesinde yaklaşık 5,5 milyar dolar ile cari açığın en yüksek olduğu tarihi göstermektedir. 2008'in ikinci çeyreğinde bu seviye, ikinci kez yakalanmıştır. Türkiye'nin en az cari açık verdiği yıllar krizin tam anlamıyla hissedildiği 2008-2009 yılları arasındır. Bu yıllarda daralan global ticaret hacmi nedeniyle Türkiye'nin cari açık pozisyonunda düzelmeler gerçekleşmiştir. Makro iktisadi düzelmelerin yaşanması ile birlikte 2009'un sonlarına doğru cari açık hızla artmaya devam etmiştir.

3.1.4. Kriz Öncesinde Türkiye'nin Enflasyon Oranlarında Meydana Gelen Hareketlenmeler

1970'lerden beri Türkiye yüksek ve değişken enflasyonist baskılara maruz kalmıştır. Seneler boyunca uygulanan çeşitli istikrar programları, geçici rahatlama sağlamıştır, ancak enflasyon Türk ekonomisinin temel sorunu olarak kalmıştır.¹⁷ Ekseriyetle gelişme yolundaki ülkelerin temel karakteri, enflasyonist baskıların yüksek olmasıdır. Yetersiz sermaye birikiminin neden olduğu yatırım eksikliği, çıktı miktarını düşük seviyede tutmakta, piyasalarda arz eksikliği yaratmakta ve enflasyonist eğilimleri beslemektedir. Öte yandan gelişme yolundaki piyasalarda marjinal lüks tüketim eğiliminin yüksek, tasarruf meylinin düşük olması enflasyonu besleyen diğer etkenlerdir.

Enflasyon, bazı iktisatçılar tarafından “illet” ya da “hastalık” kabul edilmektedir; tehlikeli, bazen ölümcül ve zamanında kontrol edilmezse bir toplumu imha edecek bir illet.¹⁸ Gelişme yolundaki piyasalarda, arz eksikliği, tasarruf açığı ve yüksek marjinal tüketim eğilimi nedeniyle “hastalık” kabul edilen şiddetli enflasyonist baskılar kronik hale gelebilmektedir. Diğer taraftan yine gelişme yolundaki ülkelerde yapılan yaygın lüks tüketim harcaması, kronik enflasyonu beslemektedir. Türkiye, enflasyonun yapısal bir problem halini aldığı gelişme yolundaki Avrupa ülkeleri arasında sayılmaktadır. Enflasyon göstergesini, fiyat artışlarından bağımsız, reel büyümenin bir fonksiyonu olarak ele almak, onun yapısal analizini kolaylaştırmaktadır. Reel büyümenin ise sermaye birikimiyle yakından ilişkisi bulunmaktadır. Ancak günümüzde enflasyon olgusu, reel büyüme ve çıktı miktarından soyutlanarak fiyat hareketlerine bağlanmaktadır. Enflasyon için önemli olan, çıktı birimi başına para miktarıdır, ancak pratik bir husus olarak, çıktıdaki değişiklikler para miktarındaki değişikliklerle gölgelenmektedir.¹⁹

¹⁷ Cheng Hoon, Laura Papi, “An Econometric Analysis of the Determinants of Inflation in Turkey”, Authorized for distribution by Martin Hardy, **IMF Working Paper**, WP/97/170, December 1997, s. 4

¹⁸ Milton Friedman, Rose Friedman, **Free to Choose, A Personal Statement: The Classic Inquiry into the Relationship Between Freedom and Economics**, Harcourt Brace Jovanovich, Library of Congress Cataloging in Publication Data, 1979, 1980, s. 253

¹⁹ **Ibid.**, s. 263

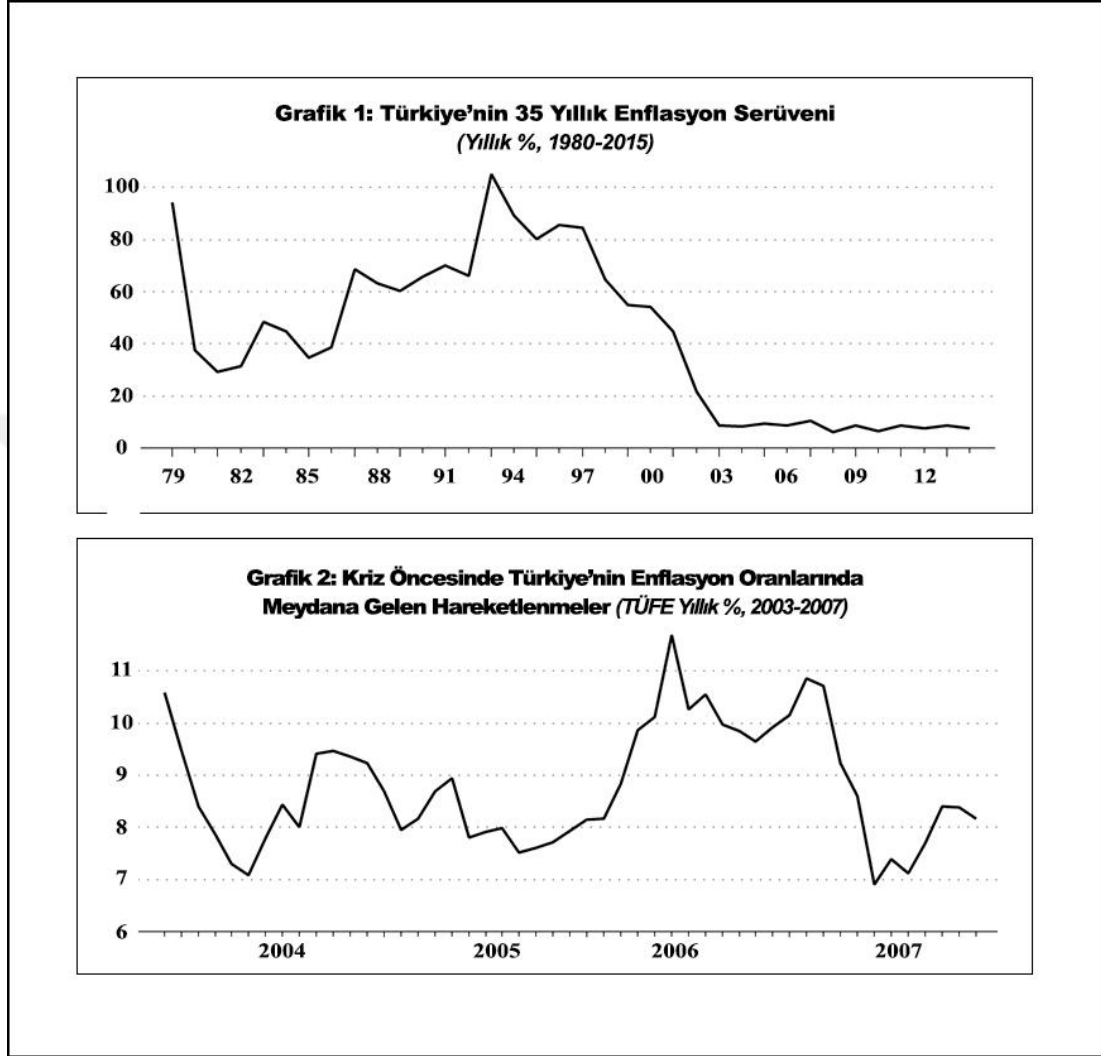
Fiyat hareketlerinin yanında, milli gelir azlığı, çıktı seviyesindeki düşüklük ile arz ve talep arasındaki dengesizlik göz önüne alındığında enflasyon olgusu açıklık kazanmaktadır. Düşük milli gelire sahip gelişme yolundaki ülkelerin fert başına düşen milli geliri de düşük olmaktadır. Milli gelir denkleminde göre gelirden iki sızıntı bulunmaktadır: tüketim ve tasarruf. Özellikle bu ülkelerde düşük gelir seviyesine rağmen yaygın olan lüks/gösteriş tüketimi nedeniyle, yükselen marjinal tüketim eğilimi sonucu, marjinal tasarruf eğilimi sıfıra oldukça yakındır. Yatırımları besleyecek kaynak olan tasarruf, hem gelir seviyesi düşüklüğü hem de yüksek marjinal tüketim eğilimi nedeniyle yetersiz kalarak sermaye birikimi oluşumunun önünü tıkamaktadır.²⁰ Yetersiz sermaye birikiminin doğal sonucu olarak düşük üretim kapasitesi karşısında yüksek seyreden marjinal tüketim eğilimi, arzı talep karşısında yetersiz kılarak, arzın talebi karşılayacağı reel büyüme oranları yakalanana dek uzun dönemli enflasyon olgusunu ortaya çıkarmaktadır; arzın talep karşısındaki hacmi, zaman içerisinde artan seyrirde bir azalma gösterirse, enflasyon kronik ve aynı anlama gelmek üzere yapısal bir hal almış olmaktadır.

Geçen 40-50 yıl içerisinde dünya genelinde enflasyon oranlarında düşüş yaşanmıştır. Global tüketici fiyatları enflasyonu, 1974'teki % 16,6 olan zirvesinden, 2017 yılında % 2,6 seviyesine kadar gerilemiştir. Bu gerileme, gelişmiş ekonomilerde 1980'li yılların ortasında, gelişme yolundaki piyasa ve ülkelerde ise 1990'lı yılların ortasında başlamaktadır. 2000 yılına gelindiğinde, global enflasyon tarihi dip seviyesinde istikrara kavuşmuştur.²¹ Şekil 3.3'te Türkiye'nin son 35 yıllık enflasyon serüveni ile kriz öncesinde enflasyon oranlarında meydana gelen hareketlenmeler gösterilmektedir. Türkiye'nin enflasyon oranlarındaki hareketlenmeler, geçen 40-50 yıl içerisinde dünya genelinde yaşanan enflasyon oranları ile paralellik göstermektedir.

²⁰ Binhan Elif Yılmaz, **Maliye, Kamu Harcamaları, Kamu Gelirleri, Kamu Borçları, Maliye Politikası**, İstanbul, Der Yayınları, 2015, s. 365

²¹ Jongrim Ha, Anna Ivanova, Franziska Ohnsorge, Filiz Unsal, "Inflation: Concepts, Evolution and Correlates", **Inflation in Emerging and Developing Economies: Evolution, Drivers, and Policies**, Editors: Jongrim Ha, M. Ayhan Kose, and Franziska Ohnsorge, World Bank Publications, 2019, s. 65 ve s. 5

Şekil 3.3: Son 35 Yılda ve Kriz Öncesinde Türkiye'nin Enflasyon Oranlarında Meydana Gelen Hareketlenmeler



Kaynak: International Monetary Fund, **World Economic Outlook Database**, October 2010[1980-2015 yılları arası Türkiye'nin enflasyon oranları için]; **Central Bank of Turkey Republic Electronic Data Delivery System** [2003-2007 yılları arası Türkiye'nin enflasyon

Türkiye ekonomisinin enflasyon oranları seyri özellikle gelişme yolundaki piyasalarda yaşanan enflasyonist hareketlenmelerle aynı yönde hareket etmektedir: 1990'lı yılların ortasında gördüğü tarihi pik noktasından sonra gelişmiş ve gelişme yolundaki ülkelerde yaşanan iktisadi gelişmeler neticesinde 2000'li yılların başına dek kademeli bir şekilde azalma yaşamaktadır. Enflasyon oranlarındaki bu olumlu gelişme, global ticaret ve finansal liberalizasyonun yanı sıra gelişmiş parasal ve mali politikaları kapsayan büyük çapta yapısal iktisadi değişimlerden kaynaklanmaktadır. Düşük ve daha istikrarlı enflasyon oranları; kısmen belirsizliklerin azaltılması, daha

etkin kaynak dağılımının beslenmesi ve finansal istikrarın muhafaza edilmesinin tetiklediği iktisadi büyüme ve genişleme sonuçları ile doğrudan ilişkilidir.²² Cari hesap dengesizlikleri ve dışsal borç yükü analiz dışı tutulursa, enflasyonist baskılardaki azalma ile büyüme oranlarındaki artış, finansal piyasalardaki serbestiyet ve iktisadi belirsizliklerin azalması birbirini besleyen süreçler olmuştur.

Şekil 3.3 Grafik 2, 2004'ün sonu ile 2005'in başında, artan global likidite hacmi ve gelişme yolundaki ülkelere yönelik sermaye akımlarının hız kazanmasına paralel olarak Türkiye'de, artan iç piyasa talebi ile birlikte iktisadi ısınmayı ifade etmektedir. Şekil 3.3 Grafik 2'ye bakıldığında, Türkiye'de, 2004'ün ilk yarısında % 7'ye kadar inen enflasyonun, 2005 yılının başından itibaren ivme kazandığı ve 2006 yılının ortalarında % 12'yi bulduğu görülmektedir. Bu piyasa gelişmeleri, Türkiye gibi bazı ülkelerde büyüme oranı olumsuz etkilenecek olsa da global iktisadi faaliyetlerin genel görünümünü belirgin bir şekilde yavaşlatmayacağı²³ düşünülse de Mayıs ve Haziran 2006 tarihlerinde gelişme yolundaki ülkelerde yaşanan geçici finansal sıkılaştırmanın* global varlık piyasaları üzerindeki etkisinin Türkiye'ye yansımaları olumsuz olmuştur. 2006 yılına bir bütün olarak bakılırsa, kriz öncesi yıllarda Türkiye'de en düşük faiz oranlarının uygulandığı, parasal gevşemenin yaşandığı yıl, 2006 yılı olarak görünmektedir. Dolayısıyla global finansal sıkılaştırmanın etkisi, Türkiye'deki parasal gevşeme politikalarını gölgede bırakmakta, büyüme oranlarını baskılamaktadır; 2005 yılındaki % 8,4'lük büyüme hızı 2006 yılında % 6,93 olarak gerçekleşmektedir. Çünkü genellikle varlık fiyatı düşüşleri, iktisadi risklerin temel olarak yeniden değerlendirilmesinden ziyade büyük çaptaki artışlardan sonraki düzeltmeleri** (*corrections*) temsil etmektedir.²⁴

²² **Ibid.**

²³ International Monetary Fund (IMF), "Financial Systems and Economic Cycles: World Economic Outlook (WEO)", **World Economic and Financial Surveys**, September 2006, s. 4

* 1 yıl ve 1 yıldan fazla Türk Lirası mevduatlarına uygulanan faiz oranları: Haziran 2006: % 12,67. Temmuz 2006: % 14,61. **TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi** (Çevrimiçi) <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, Haziran 2020

** "**Correction**", kişiye özel hisse senedi, bono veya herhangi bir endeks fiyatında genellikle % 10'u aşan ve aşağı yönlü tersine hareketlenmeleri ifade etmektedir. Fiyatların bir bütün olarak piyasada yükselip ardından keskin bir düşüş yaşaması halinde bu durum "**artış trendi içerisinde bir düzeltme**" olarak ifade edilmektedir.

²⁴ International Monetary Fund (IMF), Financial Systems and Economic Cycles, **Loc. Cit.**, September 2006.

Haziran 2006 tarihinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası piyasaya parasal müdahalede bulunmuştur; % 10,12 seviyesinde bulunan enflasyon oranı bir yıl sonra Haziran 2007 tarihinde, 4-5 yıllık zaman diliminin en düşük seviyesi olan % 6,9'a gerilemiştir.²⁵ 2007'nin son çeyreğinde ise, kriz öncesi yıllarda Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne* yakınlaşması ile ekonomisinde dikkat çekici gelişmeler meydana gelmiştir. Gelişme yolundaki Avrupa ülkelerinin, bölgesel üretim zincirine entegrasyonunun artması ve ihracata konu ürünlerin kalitesindeki iyileşmenin yanı sıra temel ticaret partneri olan Batı Avrupa ülkelerindeki gelişmeler, ihracat üzerinde olumlu etkiler bırakmıştır. İhracattaki artış, bilhassa 2006 yılının ortalarındaki yükselişinin ardından enflasyonu düşürmeye yönelik parasal sıkılaştırma karşısında iç talebin yavaşladığı Türkiye ekonomisini desteklemiştir.²⁶ 2006'nın Haziran ve Temmuz aylarında yaşanan enflasyondaki yükselişin Türkiye ekonomisinde yaratacağı tahribat, Avrupa Birliği'ne yapılan ihracat artışı ile telafi edilmek istenmiş, enflasyon oranları % 7 bandına kadar çekilmiştir.

3.2. Kriz Sonrasında Türkiye Ekonomisinin Durumu

Gelişme yolundaki bütün ülkelerin, bilhassa Türkiye'nin de mensubu olduğu Merkez ve Doğu Avrupa'nın gelişme yolundaki piyasalarına ait kriz öncesi enflasyon, dış borç stoku, cari açık ve genel mali denge gibi göstergelerin biçimlendirdiği iktisadi temeller, kriz esnasında yıkımın getirdiği tahribata verilecek cevabın gücünü belirleyen temel unsur kabul edilmektedir.

3.2.1. Türkiye'nin Kriz Öncesi İktisadi Temellerinin Kriz Sonrası Gelişmelere Etkisi

Kriz sonrasında yaşanan gelişmelere verilecek reaksiyonun kuvvetinin, kriz öncesi iktisadi temellerle yakından ilişkisi bulunmaktadır. Kriz öncesi iktisadi temeller (makro iktisadi göstergeler) –enflasyon oranı, mali denge ve kamu borcunun yansıttığı çok daha geniş politika alanı- gelişme yolundaki ülkelerin krizden çıkma

²⁵ Veriler TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden elde edilmiştir.

*V.: 2004, 2005 ve 2007 yılındaki Avrupa Birliği Anayasası görüşmeleri.

²⁶ International Monetary Fund (IMF), "Globalization and Inequality: World Economic Outlook (WEO)", Chapter One: Global Prospects and Policy Issues, **World Economic and Financial Surveys**, October 2007, s. 4

süreçlerini şekillendirmektedir; kriz öncesi kuvvetli iktisadi temeller, krize yönelik güçlü bir mali reaksiyona imkân tanımaktadır.²⁷ Kriz sonrası toparlanma sürecinde gelişme yolundaki bir ülke olarak Türkiye'nin de kriz öncesi iktisadi durumu, krizden çıkması hususunda kilit rol oynamıştır. Kriz sonrası toparlanma sürecini tayin eden iktisadi temellerin başında iç ve dış mali dengenin başını çektiği toplam borç yükü ve enflasyon oranları gelmektedir; bu göstergeler, aynı zamanda kriz öncesinde Türkiye'nin sahip olduğu kırılğanlıklar ve iktisadi şoklara karşı hassasiyetleri hakkında bilgi vermektedir.

1980'li yılların sonu ile 2000'lerin başında bir dizi iktisadi canlanma ve bozulmanın ardından Türkiye, 2007 yılına dek güçlü ve sürekli bir iktisadi genişleme sürecine girmiştir. Bu durum, makro iktisadi temellerde meydana gelen önemli ilerlemelerle mümkün olmuştur. Bütçe açıkları önemli ölçüde azaltılmış ve gayri safi milli hasılaya oranla kamusal borç yükü hafifletilmiştir. Merkez bankası bağımsız kılınmış ve enflasyon hedefinin kararlı bir planı ortaya konmuştur. Bu tür reformlar, başarılı bir dezenflasyon süreci için araç görevi görürken, bankacılık sektörü yeniden yapılandırılmış ve finansal denetimler sıklaştırılmıştır. Politik istikrar ile birlikte bu durum, risk priminin azaltılması ve sermaye maliyetlerinin düşürülmesine yardım etmiş ve işletme faaliyetlerini, bilhassa global çapta amaçları bulunan büyük ve orta ölçekli işletmelerin faaliyet alanlarını genişletmiştir. Diğer taraftan Türkiye, Avrupa Birliği ile olan ilişkilerini kuvvetlendirmiş ve yatırımcı güvenine olumlu yansımaları olacak müktesebatını* tamamlamak için uyum sürecini başlatmıştır.²⁸ 2001 krizinden sonra istikrarı sürekli hale getirmek amacıyla hazırlanan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının tam manasıyla yapısal değişimleri içerdiği söylenemese de global likidite hacmindeki artış ile birlikte yabancı sermaye piyasalarından borçlanma maliyetlerini azaltmış, Türkiye'nin sürekli artmakta olan cari hesap dengesindeki yükünü hafifletmiştir.

²⁷ R. Baqir, M. Chivakul, **How Did Emerging Markets Cope in the Crisis?**, Approved by Reza Moghadam, IMF Strategy, Policy, and Review Department (SPR), Contributors: I. Asmundson and M. Saito, under the supervisor A. Husain, June 15, 2010, s. 17

*Fransızca sözcük "*Acquiscommunautaire*", "*acquis*" olarak kısaltılmaktadır; Avrupa Birliği tarafından alınan kararlar, ilgili mevzuatlar ve yasal düzenlemelere uymayı ifade etmektedir.

²⁸ Łukasz Rawdanowicz, "The 2008-09 Crisis in Turkey: Performance, Policy Responses and Challenges for Sustaining the Recovery", **OECD Economics Department Working Papers** No. 819, ECO/WKP(2010)75, Paris, December 13th 2010, s. 5

Kriz öncesinde Türkiye'nin cari hesap pozisyonu diğer gelişme yolundaki Merkez ve Doğu Avrupa ülkeleri ile kıyaslandığında iyi durumda bulunmaktadır. Kriz öncesi 2007 yılında Türkiye'nin de içerisinde bulunduğu gelişme yolundaki birkaç Doğu Avrupa ülkesinin cari hesap dengesindeki durum şöyledir: Karadağ % -39,455; Bulgaristan % -26,876; Letonya % -22,329; Estonya % -17,191; Sırbistan % -15,960; Litvanya % -14,560; Romanya % -13,448; Bosna Hersek % -10,716; Arnavutluk % -10,371; Kosova % -8,844; Hırvatistan % -7,556; Makedonya % -6,968; Macaristan % -6,544; **Türkiye % -5,902**; Polonya % -4,762.²⁹Gelişme yolundaki Doğu Avrupa ülkeleri içerisinde, 2007 yılında, Türkiye'nin cari açık pozisyonu, diğer ülkelere kıyasla iyi durumda gözükse de Türkiye'nin dâhil edildiği coğrafyanın, cari açık problemi kronik hal almış ülkelere karşı bilinmektedir. Bu bağlamda diğer coğrafyalardaki gelişme yolundaki ülkelerle* kıyaslandığında Türkiye, diğer bölge ortalamaları karşısında cari açık veren tek kategoride bulunmaktadır. Merkez ve Doğu Avrupa bölgesi dışındaki gelişme yolundaki coğrafyaların hepsi, 2007 yılı için cari fazla vermektedir. Kriz öncesi 2007 yılında en yüksek cari fazla veren gelişme yolundaki bölge % 15,162 ile Orta Doğu ve Kuzey Afrika coğrafyalarıdır. Bu coğrafyada bulunan gelişme yolundaki ülkelerin sahip olduğu petrol rezervleri, onların cari fazla vermesinde kilit rol oynamaktadır. En yüksek cari açık veren gelişme yolundaki bölge ise, Türkiye'nin de dâhil olduğu % -8,042 ile Merkez ve Doğu Avrupa'dır.³⁰ Bu coğrafyada bulunan gelişme yolundaki ülkelerin 1991 yılında Doğu Bloğunun çözülmesi ile meydana gelen politik istikrarsızlığın yanında özellikle Türkiye söz konusu olduğunda Merkez ve Batı Avrupa'daki gelişmiş piyasalara olan ticari bağımlılığı, onların cari açık vermesinde kilit rol oynadığı anlaşılmaktadır.

²⁹ International Monetary Fund (IMF), "World Economic Outlook: Recovery, Risk and Rebalancing", **World Economic and Financial Surveys**, October 2010, s. 196 ve (Çevrimiçi) World Economic Outlook Database, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weodata/index.aspx>, Temmuz 2020

***Dünya üzerinde gelişme yolundaki ülkelerin sınıflandırıldığı bölgeler:** Merkez ve Doğu Avrupa, Bağlantısızlar, Gelişme Yolundaki Asya ülkeleri, Güneydoğu Asya ülkeleri [*Association of Southeast Asian Nations (ASEAN-5)*], Latin Amerika ve Karayipler, Orta Doğu ve Kuzey Afrika ve Sahraaltı Afrikası.

³⁰**Ibid.**

Kriz sonrası Türkiye'nin dışsal kırılğanlıklar bağlamında toparlanma hızı, mensubu olduğu gelişme yolundaki coğrafyalar ile değerlendirildiğinde kriz öncesi yüksek dışsal kırılğanlıklara sahip ülkelerin, düşük ya da ılımlı kırılğanlıklara sahip ülkelere kıyasla daha az mali intibak ve daha az parasal uyarana sahip ülkeler olduğu görülmektedir.³¹ Kriz öncesi mali ve parasal durum, kriz sonrası toparlanma sürecinde “kısıtlayan” veya “uyaran” unsurların başında gelmektedir. 2009’da gelişme yolundaki ülkeler arasında mali intibakın derecesi, önemli ölçüde, kriz öncesi iktisadi temellerin tayin ettiği müsait mali alana bağlı olmaktadır.³² Gelişme yolundaki piyasaların mali intibakındaki farklılaşma, onların kriz sonrası toparlanma sürecinde, krizin neden olduğu tahribata verdikleri reaksiyonun kuvvetini belirlemektedir.

3.2.2. “Finansal Gerilim Hassasiyeti”nin Krizin Bulaşıcılığına Etkisi

Kriz sonrası yaşanan süreçlere verilen reaksiyonların kuvvetini belirleyen diğer bir gösterge “finansal gerilim hassasiyeti” göstergesidir. Goldstein ve Xie, 2009 tarihli çalışmasında gelişme yolundaki ülkelerin 2008 krizine verdikleri reaksiyonda finansal gerilimlerin etkisini ölçümlemektedir. Gelişmiş ekonomilerden gelişme yolundaki piyasalara kriz bulaşıcılığını da ölçen çalışmada Türkiye'nin kriz sonrası süreçte finansal gerilimlere karşı hassasiyeti hususunda bilgiler verilmektedir. Goldstein ve Xie kurdukları regresyon modelinde,* iki kriz alt periyodunun yanı sıra gelişme yolundaki 18 ekonominin her biri için, Ocak 1997’den Ocak2009 tarihine kadarki veriler üzerinden tahmin gerçekleştirmektedirler. Verilerle uyumlu olan modelde odaklanılan parametre, krizin gelişmiş piyasalardan gelişme yolundaki ülkelere sirayetini ölçen “ β_2 ” parametresi olmaktadır. İstatistikî ve iktisadi olarak anlamlı çıkan “ β_2 ” parametresinin bütün örneklem için ortalama değeri

³¹ R. Baqir, M. Chivakul, **Loc. Cit.**, 15 June 2010

³² **Ibid.**

* $EMFSI_t = B_1 + B_2 * AEF SI + B_3 * OEMFSI + B_4 * GF$ [“**EMFSI**”:”*i*” Gelişme yolundaki ekonomisinde finansal gerilim değişkeni. “**AEFSI**”: 17 büyük gelişmiş ekonomide ya da üç ayrı gelişmiş piyasa bölgesindeki (yani ABD ve Kanada, Batı Avrupa, Japonya ve Avustralya) finansal gerilim değişkeni.). “**OEMFSI**”: Diğer gelişme yolundaki piyasalardaki finansal gerilim değişkeni. “**GF**”: Global kontrol değişkenleri (yani üç aylık Londra bankalararası Libor faiz oranı, global endüstriyel üretimdeki yıl yıl değişimler ve emtia fiyatları.)]

0,7bulunmuştur. Gecikmeler bir ya da iki ay kadar oldukça kısadır. Kriz esnasında, Batı Avrupa'daki gerilim, ABD'deki gerilimden çok daha büyük bir etkiye sahiptir, oysa 1998 Temmuz ile 2003 Haziran tarihlerinde ABD ve Batı Avrupa, gelişme yolundaki ekonomilerin sahip olduğu finansal gerilime kabaca eşit derecede etkide bulunmaktadır.³³

2008 krizi, Avrupa, bilhassa gelişme yolundaki Merkez ve Doğu Avrupa ülkeleri üzerinden Türkiye'ye sirayet etmiştir. Bu bağlamda krizin etki derecesine dair üç ihtimal söz konusu olabilmektedir: 1, krizin kökeni ülke olan ABD'ye coğrafi uzaklığı nedeniyle kriz, yıkıcı etkilerinde azalma yaşayarak Türk ekonomisine sirayet etmiştir. 2, dış âlem giderleri dolar cinsinden olduğu için Türkiye, ABD'de patlak veren krizin etkisiyle dolarda meydana gelebilecek dalgalanmalara karşı çok daha hassastır ve Avrupa üzerinden gelebilecek krizle ABD'den dolar aracılığıyla Türkiye'ye sirayet edecek krizin etki derecesi neredeyse aynı hız ve kuvvettedir. 3, dış âlem gelirlerinin büyük bir bölümünü, Avrupa Birliği ile imzalanan gümrük birliği anlaşmasının etkisiyle Euro para birimi üzerinden gerçekleştiren Türkiye, ABD'nin Avrupa Birliği ülkeleri ile yürüttüğü finansal işlemlerin hacmine de bağlı olarak, ABD'de patlak verecek bir finansal krizin etkisine her zamankinden daha fazla maruz kalabilmektedir. Son ihtimal için kartopu efekti (*snowball effect*) söz konusu olabilmektedir: ABD'den Avrupa'ya bulaşan kriz, -daha fazla yatırımcı ve daha fazla kayıp ile birlikte kriz öncesinde ABD'den Avrupa ülkelerine taşınmış olan toksik varlıkların da etkisi ile- Avrupa'da güç kazanarak, ithalat ve ihracat kanalı aracılığıyla Türkiye'ye daha güçlü bir şekilde sirayet edebilmektedir. Türkiye'ye intikalinde krizin, merkez üssünden uzak diğer bölgelerde yarattığı etkiden ziyade Türkiye'nin herhangi bir gelişmiş ülkedeki finansal gerilime olan hassasiyeti önem teşkil etmektedir. Hassasiyetin derecesindeki yükselme, gelişmiş ekonomilerden gelişme yolundaki piyasalara yönelik finansal bulaşıcılığı artırmaktadır.

Goldstein ve Xie'nin çalışmasında krizin bulaşıcılık derecesini ölçen parametre " β_2 "dir. Gelişme yolundaki Asya ülkeleri (Çin, Kore, Malezya, Filipinler

³³ Morris Goldstein, Daniel Xie, "The Impact of the Financial Crisis on Emerging Asia", **Asia Economic Policy Conference October 18-20**, Peterson Institute for International Economics, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2009, s. 43

ve Tayland) için β_2 'nin büyüklüğü önem arz etmektedir. Bir bütün olarak örneklem periyodu için grup halinde ele alınan Asya ekonomileri, yığılmanın ortasında yer alsa da aralarında dikkat çekici farklılıklar mevcuttur. Gelişmiş ekonomilerdeki finansal gerileme karşı özellikle Kore'nin, Türkiye ve Şili'nin ardından ilk 18 içinde en yüksek hassasiyete sahip 3. ülke olduğu tahmin edilmektedir.³⁴ Goldstein ve Xie'nin çalışması gelişmiş piyasalarda meydana gelecek herhangi bir finansal krize karşı en hassas ülkenin Şili ile birlikte Türkiye olduğunu iddia etmektedir. Avrupa üzerinden de olsa ABD'de ortaya çıkan konut balonu krizinin Türkiye'ye sirayetinin oldukça hızlı olduğunu ileri sürmektedir. Bu durumun sebepleri ise kriz öncesi Türkiye ekonomisinin sahip olduğu, yukarıda alt başlıklarda da detaylı olarak açıklanan makro iktisadi zayıflıklarda yatmaktadır. Bu bağlamda, kriz öncesi iktisadi temeller, kriz sonrası yıkımın etkisine verilecek reaksiyonun kuvveti kadar, krizin Türkiye'ye sirayet etme hızını da etkileyen temel unsurlar arasındadır.

Goldstein ve Xie'nin çalışmasında gösterdiği gibi Türkiye'nin, gelişmiş piyasalarda meydana gelecek finansal gerilimlere karşı oldukça savunmasız olduğu gerçeği; Türkiye'nin kriz öncesi cari açık ve bütçe açıkları, fiyat hareketleri, kredi hacmi ve sıcak para çıkışlarının yaratacağı kırılganlıkların derecesi gibi iktisadi temellerdeki zayıflıklara dayanmaktadır. Öte yandan çoğu gelişme yolundaki ülke, kriz sürecinde mali dengeyi uyumlu halde tutarken bazıları krize diğerlerinden daha genişletici maliye politikası ile reaksiyon göstermiştir. Bu durum, çıktı seviyesinde daralmadan kaynaklanan gelirdeki düşüşle orantılı harcama kesintileriyle tepki vermemek, otomatik stabilizörlerin çalışmasına izin vermek ve yeni ihtiyari harcama veya gelir tedbirlerini almak şeklinde çeşitli başlıklar altında gerçekleşmiştir.³⁵ Türkiye ise kriz sonrasında, birçok gelişmiş ülkedeki iktisat otoritelerinin kararlarına paralel bir şekilde faiz indirimlerine gitmiş, iç piyasa talebinde yaşanacak daralmanın önünü almak için 2006 yılında 207 milyar TL'lik faiz dışı bütçe harcamalarını, 2009 yılında 327 milyar TL'ye kadar çekmiştir.³⁶

³⁴ **Ibid.**

³⁵ R. Baqir, M. Chivakul, **Op. Cit.**, s. 18.

³⁶ Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, (Çevrimiçi) <https://www.sbb.gov.tr/yillar-bazinda-genel-devlet-istatistikleri/> 17 Ekim 2020

IMF'nin Nisan 2008 tarihli genel görünüm raporundan kriz sonrası 2008 yılının ilk çeyreğinde aslında birçok ülkenin, güçlü iç piyasa talebi, hızlı kredi genişlemesi ve yüksek enerji* ile gıda fiyatlarının sebep olduğu artan enflasyonist baskılara maruz kaldığı, bu noktada Şili, Çin, Kolombiya Meksika, Güney Afrika, Peru, Polonya, Rusya ve Çin'in Tayvan bölgesindeki merkez bankaları sıkı para politikasını sürdürmek zorunda kalsalar da Filipinler ve Türkiye gibi bazı ülkelerin merkez bankalarının erken sıkılaştırma politikalarını terk ettiği, Türkiye'nin, artan petrol fiyatları ile güçlü iç piyasa talebinin artırdığı enflasyon oranlarına rağmen kriz sonrası süreçte, gevşek para politikasını devreye sokan ilk ülkeler arasında olduğu anlaşılmaktadır.

3.2.3. Kriz Sonrasında Türkiye'nin Dış Ticaretinde Meydana Gelen Bozulma

Türkiye, refah seviyesini yükseltmek ve özellikle iktisadi kriz sarmalından sıyrılabilmek için iç piyasadaki döviz darboğazını yatıştıracak dış âlem gelirlerine sıkı sıkıya bağlı bir ülkedir. Bu noktada Türkiye'nin; 7 Eylül 1946, 4 Ağustos 1958, 10 Ağustos 1970, 24 Ocak 1980, 5 Nisan 1994, 21 Şubat 2001 tarihlerinde döviz darboğazı sebebiyle yaşadığı devalüasyonlar, Türkiye krizleri tarihinin, döviz darboğazları tarihi olduğunu göstermektedir. “Döviz darboğazı” problemi, Türkiye'deki makro ve mikro iktisadi göstergelerdeki bozulmanın temel sebebi olmaktadır. “Döviz darboğazı” problemi büyük oranda Türkiye'nin dış âlem gelirleri ile dış âlem giderleri arasındaki dengesizliklerden kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla 2008 krizi sonrası Türkiye'deki makro iktisadi bozulmaların büyük bir kısmının dış ticaretteki dengesizliğin, bilhassa ihracattaki daralmanın, bir sonucu olarak ortaya çıktığı bilinmektedir.

Türkiye'de 2009 yılının ilk çeyreğinde gerçekleşen resesyon, uzun süren genişleme ve genişleme süreçlerini takip eden kısmi daralma süreçlerini sekteye uğratmıştır. Önceki iktisadi darboğazların aksine bu krize, iç piyasadaki makro iktisadi balans ve finans piyasası oldukça kuvvetli iken şu ana kadar deneyimlenmemiş bir dışsal talep şoku neden olmuştur. 2008 krizi, ilk önce ihracat oranında ardından da

* 2008 yılının ilk çeyreğinde varili 100 doları aşan brent petrolün fiyatından bahsedilmektedir.

gayri safi milli hâsılada devasa bir azalışa yol açmıştır.³⁷ Gelişme yolundaki diğer piyasalara, bilhassa Türkiye'nin de mensubu olduğu gelişme yolundaki Merkez ve Doğu Avrupa ülkelerinin deneyimlediği kriz süreçlerine paralel olarak meydana gelen bozulmaların ilki, ihracat ve ithalat rakamlarının dalgalanmasında görülmüştür. Türkiye'nin iktisadi yapısı gereği, gayri safi milli hâsılada meydana gelen daralmada, ihracat kadar ithalat sektörü de pay sahibi olmakta, ihracattaki dalgalanmaların altında ithalattaki –özellikle aramalı ithalatındaki dalgalanmalar yatmaktadır.

3.2.3.1. Kriz Sonrasında Türkiye'nin İthalat Sektöründe Meydana Gelen Bozulma

2008'in Şubat ayında yaşanan petrol fiyatları artışıyla dış ticaret dengesinde olumsuz gelişmeler meydana gelmiştir. Olumsuz gelişmeler artan brent petrol fiyatları ile sınırlı kalmamış, aynı tarihte gıda fiyatları da yükselişe geçmiştir. 2008 yılında artan varil fiyatlarının da etkisiyle ithal edilen ham petrol hacmindeki düşüş fazla olmuştur; Türkiye 2008'de ham petrol ithalatını % 7'ye yakın kısarak yaklaşık 1 milyon 600 bin ton azaltmıştır.* 2009 yılında ise petrol ithalatındaki daralma çok daha kuvvetli hale gelmiştir. 2009 yılı petrol ithalatında, 2007'deki petrol ithalatı ile kıyaslandığında % 40'a yakın daralma gerçekleşmiştir. 2008'deki petrol fiyatlarındaki artışın neden olduğu ithalat daralması, Türkiye'nin ihracat rakamlarını derinden etkilemiş ve petrole bağımlı ulusal çıktı seviyesindeki azalma, hem yerli hem de ihracata konu üretimi aşağı çekmiştir. Kriz sonrası 2008 yılının ilk çeyreğinde artan akaryakıt ve gıda fiyatları, birçok ülkede manşet enflasyonu artırmıştır. Gıda fiyatlarında yaşanan artış, bilhassa gelişme yolundaki piyasalar için önemli bir sorun teşkil etmektedir, çünkü ilişkili harcamaların payı, petrolle ilgili harcamaları önemli bir farkla aşmaktadır.³⁸ Yüksek emtia fiyatları gelişme yolundaki ekonomilere fayda sağlasa da gelişme yolundaki piyasalar arasındaki net emtia ithalatçısı ülkelerin dış dengelerini olumsuz

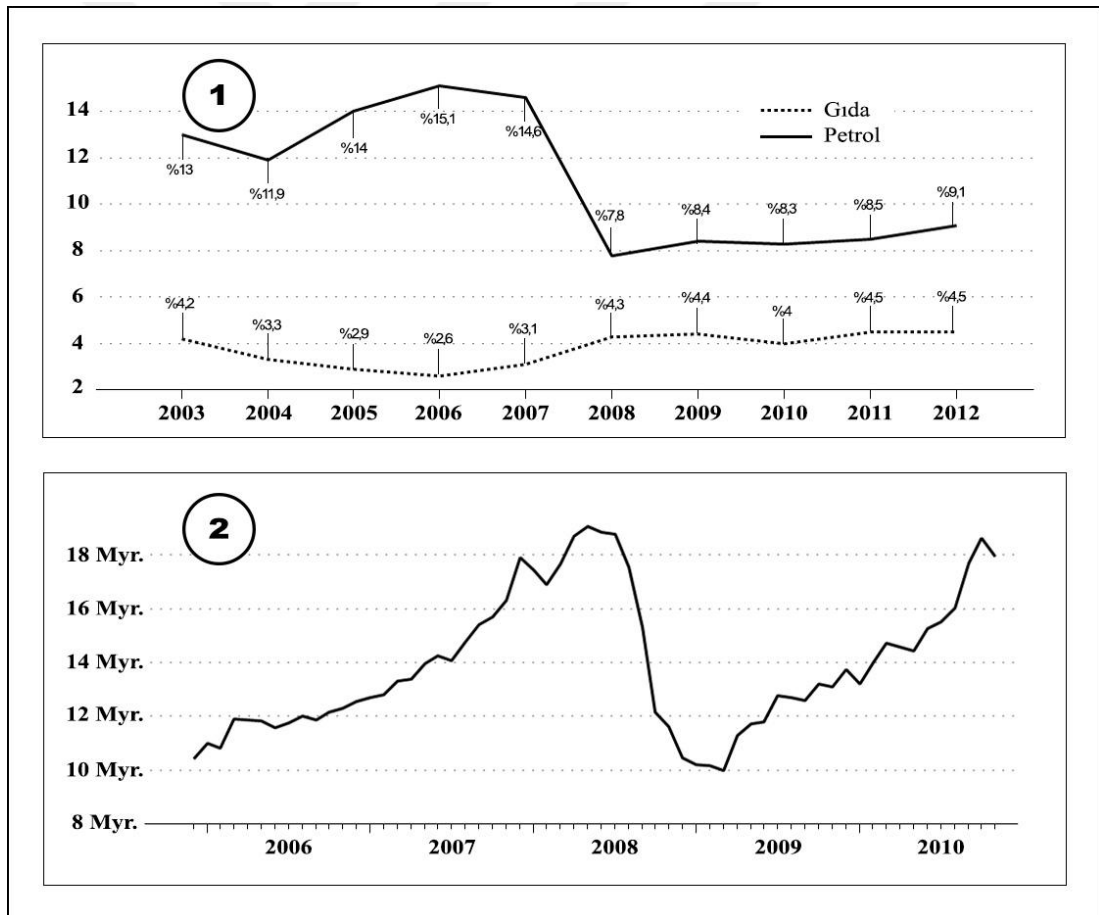
³⁷ Łukasz Rawdanowicz, **Loc. Cit.**, 13th December 2010

***2006:** 23 milyon 786 bin 875 ton. **2007:** 23 milyon 445 bin 764 ton. **2008:** 21 milyon 833 bin 471 ton. **2009:** 14 milyon 219 bin 427 ton. TurkStat, **Foreign Trade Statistics Imports of Crude Petroleum** by General Trade System, (Çevrimiçi) http://www.turkstat.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1046

³⁸ International Monetary Fund (IMF), “World Economic Outlook (WEO): Housing and the Business Cycle”, Chapter One: Global Prospects and Policies, **World Economic and Financial Surveys**, April 2008, s. 61

etkilemiştir.³⁹ Ancak gelişme yolundaki ülkelerin gıda ve petrol ithalatı konusundaki bu değerlendirmeler, Türkiye'nin kriz sonrası dış ticaretini bir bütün olarak açıklamaktan uzaktır, çünkü diğer gelişme yolundaki ülkelerin aksine Türkiye'nin toplam ithalatı içerisinde enerji ve petrol ithalatının payı gıda ithalatını aşmaktadır. Türkiye'nin, ithalatının büyük bir kısmını enerji ihracatçısı Rusya ve petrol ihracatçısı İran ve Irak ile yapıyor olması, petrol ithalatının toplam ithalat içerisindeki payı hakkında bilgi vermektedir. Ayrıca Türkiye, enerji ithalatçısı-gıda ihracatçısı bir dış ticaret karakteristiğine sahiptir. Bu durum, petrol ve enerji kaynaklarında yaşanan fiyat dalgalanmaları nedeniyle Türkiye'nin dış ticaret açığı üzerinde baskı oluşturmuştur.

Şekil 3.4: Kriz Sonrası Türkiye'nin İthalat Sektöründeki Hareketlenmeler
(1. grafik için %, 2. grafik için Milyar \$)



Kaynak: TurkStat International Selected Indicators [Mal ithalatı yapısı için (%): Akar yakıt ve gıdanın toplam ithalat içerisindeki payı]; TurkStat Main Statistics [Takvim ve mevsim etkisinden arındırılmış dış ticaret istatistikleri (İthalat)]

(1): Yıllık veri

(2): Aylık veri

³⁹ Ibid., s. 68

Türkiye'nin ihracat yapısındaki işlenmiş emtianın yüksek payı, aynı tarihlerde meydana gelen fiyat artışlarını Türkiye açısından faydalı kılmıştır. Şekil 3.4'ün 1. grafiğinde, toplam ithalat içerisinde petrol ve gıda ürünlerinin payının yıllara göre değişimi gösterilmektedir. 2008'in ilk çeyreğinde hem petrol hem de gıda fiyatlarında meydana gelen tırmanış, Türkiye'nin petrol ithalatına olan talebini, gıda ithalatına olan talebinden, olumsuz anlamda, çok daha fazla etkilemiş görülmektedir. Petrol ithalatının toplam mal ithalatı içerisinde, işlenmiş emtiadan sonra en fazla paya sahip olması nedeniyle, gıda fiyatlarında yaşanan artış gıda ithalatını kısma^{*}da, petrol ithalatının toplam ithalat içerisindeki payının düşüşü gıda ithalatının toplam ithalat içerisindeki payında otomatikman artış olarak yansımıştır. Şekil 3.4'ün 1. grafiğinde görüldüğü üzere kriz sonrası ilk fiyat artışı, Türkiye'nin petrol ithalatının toplam mal ithalatı içerisindeki payını % 14,6'dan (2007) % 7,8'e (2008) çekmiştir. Bu durum, Türkiye'nin dış ticaret rakamlarının bir bütün olarak azalma kaydettiği 2009 yılından bile daha düşük bir seviyeye işaret etmektedir, çünkü 2009 yılında petrol ithalatının toplam mal ithalatı içerisindeki payı % 8,4'tür. Bu gelişmenin sebebi, 2009 yılında diğer mal ve hizmet ithalatındaki daralmanın petrol ithalatındaki daralmadan daha fazla olmasıdır.

Şekil 3.4'ün 2. grafiğinde Türkiye'nin global kriz öncesi ve sonrası toplam mal ve hizmet ithalatının seyri gösterilmektedir. 2008 yılında, global krizin olumsuz etkilediği başta üretim zinciri, sonra 2007'nin sonlarından itibaren gelişme yolundaki ülkelere yönelik yabancı sermaye akımlarında meydana gelen yavaşlama, artan emtia fiyatları ile birleşince Türkiye'nin global mal ve hizmet talebinde daralma kaçınılmaz olmuştur. Daha yüksek emtia fiyatları, üreticiler üzerindeki maliyet baskısını da artırmakta ve emtia ithalatçısı ülkelerde ev halkı satın alma gücünü aşağı çekmektedir. Global seviyede yaşanan toplam talepteki bu daralmanın, önemli ticaret kazancı koşullarına yanıt olarak emtia ihraç eden ülkelerdeki yüksek harcamalarla dengelenmesi imkânsız görülmektedir.⁴⁰ Kriz öncesi fiyat artışları ve enflasyonist

* Türkiye'nin 2007 yılında 5 milyar 167 milyon dolarlık gıda ithalatına karşılık bu rakam 2008 yılında % 64.6 artarak 8 milyar 503 milyon olmuştur. **Kaynak:** Türkiye Cumhuriyeti Tarım ve Orman Bakanlığı, **TÜİK (Uluslararası Standart Ticaret Sınıflaması)**, AB ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ekonomik ve Teknik İlişkiler Daire Başkanlığı, 27 Şubat 2015, (Çevrimiçi) http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1046, Temmuz 2020

⁴⁰ International Monetary Fund (IMF), World Economic Outlook (WEO), **Op. Cit.**, s. 62

baskıların ulaştığı global seviye düşünüldüğünde, emtia ihraç eden ülkelerin global arz ve talebi dengelemek için yapacağı harcamalar, enflasyon oranlarını daha da tırmandırmıştır. Öte yandan şekil 3.4'ün en önemli özelliği, Türkiye'nin petrol ithalatı ile toplam ithalat eğrileri arasındaki ciddi benzerliktir. Bu durum, Türkiye'nin ithal ettiği bir aramalı olan petrolün, Türkiye'nin toplam ithalat rakamlarını tayin etme gücüne işaret etmektedir.

3.2.3.2. Kriz Sonrasında Türkiye'nin İhracat Sektöründe Meydana Gelen Bozulma

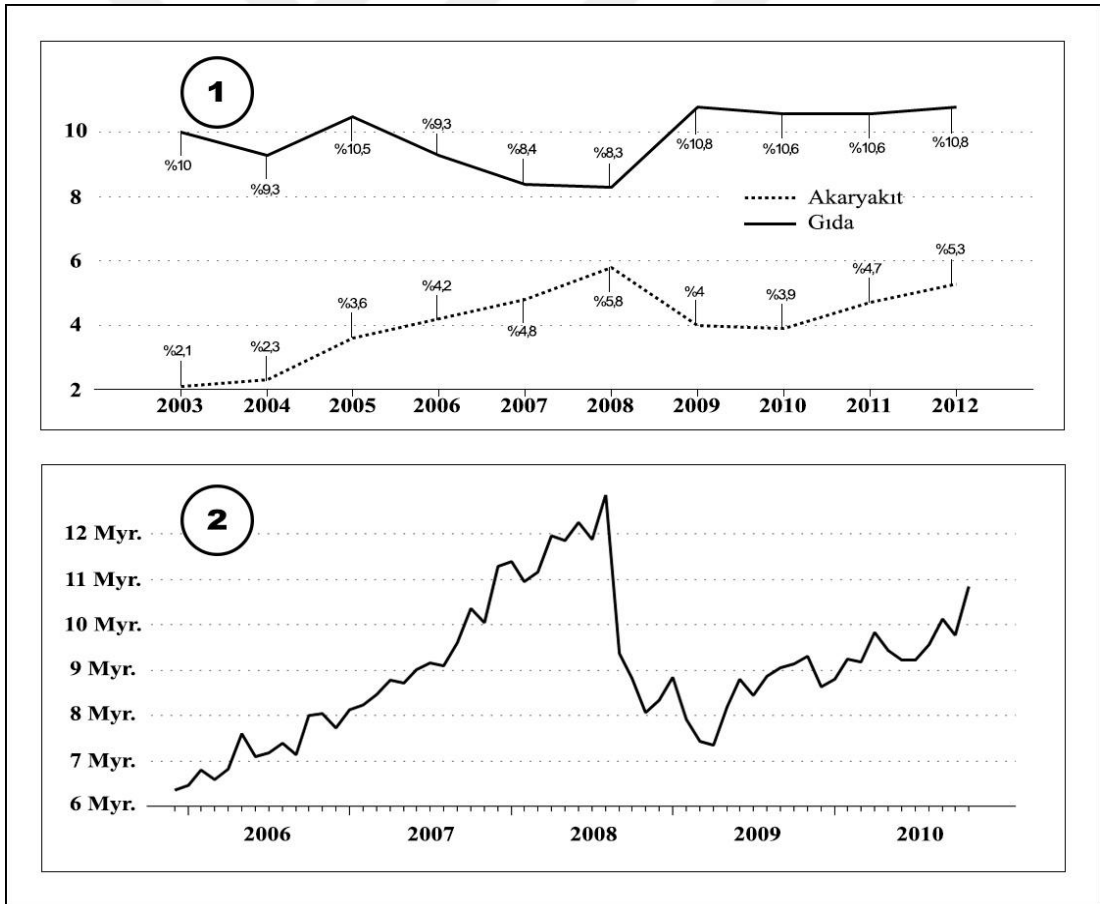
Global finans krizinin Türkiye ekonomisine sermaye akımları yoluyla sirayetinin sonrasında, ilk gelişme, dış ticaret rakamlarında, milli gelire pozitif katkı yapması beklenen ihracat sektöründe gözlenmektedir. Bir ülkeye yabancı sermaye girişi kanallarından en bilineni ihracat faaliyetleri olduğundan ithalatı daraltan etkenlerin global sermaye akımlarındaki yavaşlama ve emtia fiyatlarındaki artıştan ibaret olmadığı anlaşılmaktadır. Türkiye'nin gelirleri, ihracatının büyük bir kısmını Avrupa Birliği ülkeleri ile yapmasının doğal bir sonucu olarak Euro, giderleri ise Dolar cinsinden olmaktadır. Global para birimlerinin, birbirlerinin yerine kullanılabilmesi nedeniyle Türkiye ithalat sektörünü, büyük oranda ihracattaki gelirleri ile finanse etmektedir. Bu bağlamda 2008 yılından itibaren ithalatı yaşanan daralma, ihracattaki azalma tarafından beslenmekte, ihracattaki daralma Türkiye'nin ithalatını finanse etmesini zorlaştırmaktadır. İhracatta yaşanan azalma, Türkiye'nin yıllık dış borç ödemelerinin yanında ithalatını finanse etmesi için gerekli döviz girişinde kaçınılmaz bir azalmaya sebebiyet vermektedir.⁴¹ Bu durum Türkiye'nin ihracat-ithalat karşılama oranlarında görülmektedir. Türkiye'nin ihracatının ithalatını karşılama oranları 2005, 2006, 2007, 2008, 2009 ve 2010 yılları için sırasıyla % 62,9, % 61,3, % 63,1, % 65,4, % 72,5 ve % 61,4'tür.⁴² Türkiye 2008 krizine güçlü bir ithalat daralması (2009) ile karşılık vermiştir. Ardından aramalı ithalatına bağımlılığının bir sonucu olarak ihracatın ithalatı karşılama oranında ciddi bir düşüş (2010) meydana gelmiştir. Dolayısıyla 2009 yılında “ilk olarak” ihracattaki düşüş

⁴¹ Hiç Birol, **Op. Cit.**, s. 233

⁴²Türkiye Cumhuriyeti Ticaret Bakanlığı, **Yıllara Göre Dış Ticaret**, (Çevrimiçi), <http://risk.gtb.gov.tr/data/572b3a8a1a79f50cd8a22b1a/1-Yillara%20Gore%20Dis%20Ticaret.pdf>

ithalattaki düşüşü beslerken, 2010 yılında ithalattaki, bilhassa aramalı ithalatındaki azalma ihracattaki azalmayı beslemiştir. Bu bağlamda 2008 krizinin Türk ekonomisinde yarattığı tahribatı, bir bütün olarak 2007 yılının son yarısı ile 2008'in ilk çeyreğinde yaşanan global fiyat artışlarından ziyade ihracat üzerine binen ağırlığın neden olduğu döviz darboğazında aramak daha doğru ve yerinde görünmektedir. Şekil 3.5'in 2. grafiği, şekil 3.4'ün büyük bir kısmını açıklamaktadır. Şekil 3.5'in 2. grafiğinde 2008 krizi ile yaşanan hızlı ve keskin ihracat daralması, Türkiye'nin aynı tarihte yaşadığı ithalat azalmasının temel nedeni olarak görünmektedir.

Şekil 3.5: Kriz Sonrası Türkiye'nin İhracat Sektöründeki Hareketlenmeler
(1. grafik için %, 2. grafik için Milyar \$)



Kaynak: TurkStat International Selected Indicators [Mal ihracatı yapısı için (%): Akaryakıt ve gıdanın toplam ihracat içerisindeki payı]; TurkStat Main Statistics [Takvim ve mevsim etkisinden arındırılmış dış ticaret istatistikleri (İhracat)] (1): Yıllık veri (2): Aylık veri

Diğer taraftan, kriz öncesi genişleme döneminde, Türkiye'nin ithalat ve ihracatına konu gıda ürünleri ile petrol (akaryakıt) payı arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Hem ithalat hem ihracat sektöründe petrol ithalatı ve ihracatında yaşanan artış veya azalış, ya gıda ithalatı ve ihracatı ile ikame edilmekte ya da petrol ithalat ve ihracatındaki artış (azalış) gıda ithalatının ve ihracatının –artmasa da- toplam ithalat ve ihracat içerisindeki payına otomatikman azalış (artış) olarak yansımaktadır.

Şekil 3.4'ün birinci grafiğinde 2003-2008 yılları, şekil 3.5'in birinci grafiğinde ise 2005-2009 yılları arası negatif ilişki bariz bir şekilde görülmektedir. Her iki şekilde de gıdadaki payın petrol ya da akaryakıtla, petrol ya da akaryakıtın ise gıdadaki pay ile telafi edildiği anlaşılmaktadır; bu iki ürün arasında muhtemel bir ikame ilişki bulunmaktadır. Şekil 3.5'in dikkat çekici özelliği, Türkiye'nin akaryakıt ihracatı ile toplam ihracatı arasındaki istikrarlı ilişkidir. Daha güçlü bir ilişki ise, bir aramalı olan petrol ithalatı (Şekil 3.4-1. Grafik) ile toplam ihracat eğrisi (Şekil 3.5-2. Grafik) arasındaki büyük oranda aynı yönlü hareketlerde gözlenmektedir.

3.3. Kriz Sonrasında Türkiye'nin İhracat Sektöründe Meydana Gelen Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma

2008 global finans krizinin Türkiye ihracat sektörü üzerinde yarattığı bozulmanın açık bir şekilde tespit edilebilmesi için, bu alt başlıkta, istatistiki bir süreç izlenmekte ve krizin hangi tarih veya zaman aralığında ihracat sektörüne sirayet ettiği; dış âlem gelirlerine etki eden ve iktisat teorisinin işaret ettiği etmenlerin etki dereceleri, yönü ve kuvveti ışığında saptanacaktır.

Genel anlamda dışsal şokların* Türkiye ihracat sektörüne yaptığı etkileri analiz eden ve regresyon modellemeleri ile sonuçlarını ortaya koyan çalışmalar mevcuttur. Bağımsız değişken seçiminde farklılık arz etseler de bu çalışmaların ortak yanı, ihracatı, bağımlı değişken olarak ele almalarıdır. Dışsal gelir şoklarının Türkiye ihracatı üzerine etkilerinin sektörel analizini yapan Berument,⁴³ finansal kriz sonrası

* Kriz derecesine erişmeyen fakat “yavaşlama”, “ısınma” ve “duraklama” gibi kriz öncesi hadiselerle işaret eden birçok gelişme dışsal şok olarak kabul edilmektedir.

⁴³V.: M. H. Berument, *et al.*, “External Income Shocks and Turkish Exports: A Sectoral Analysis”, **Economic Modelling** 37, Science Direct Elsevier, 2014.

Türkiye ihracat sektörünün toparlanma hızını merkeze koyarak Arnold Zellner'in 1962 yılında "*An Efficient Method of Estimating Seemingly Unrelated Regression Equations and Tests for Aggregation Bias*" çalışması ile önerdiği ve her değişkenin bağımlı kabul edilerek birden fazla denklem sisteminin genelleştirilmesi üzerine kurulu SUR (*Seemingly Unrelated Regressions*)* tekniğini kullanmış ve sektörel bazda Türkiye ihracatının gelişmiş ve gelişme yolundaki ülkelerin gelir esnekliği ile reel döviz kuru arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. Bu çalışmanın amacı 2008 krizinin Türkiye ihracat sektörleri arasına nasıl dağıldığını anlamak ve sürmekte olan toparlanma sürecinde heterojenite (veya homojenite) seviyesini belirlemektir.⁴⁴ Berument'in ulaştığı ilk sonuç, gelişmiş ülkelerde patlak veren finansal krizin gelişme yolundaki ülkeleri kesin olarak etkilediği yönünde olmuştur. İhracatın yabancı ülke gelir seviyesi ile olan yakın ilişkisi nedeniyle Türkiye ekonomisinin toparlanmasının gelişmiş ülkelerin iyileşmesi ile bağlantılı olduğu sonucuna varılmıştır. Çalışmanın diğer bir sonucu ihracatın bazı sektörlerinde (i. e. Makine) gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında gelişme yolundaki ülkelerin gelir esnekliklerinin daha kuvvetli olduğudur.

Diğer bir çalışma ise 2008 kriz yılını da kapsayan ve 1923-2012 yılları arası ihracat ve ithalatın karşılama oranlarının yapısal değişimlerle ilişkisinin, parametrik olmayan ve yarı parametrik modelleri kullanan doğrusal eğrisel çizgi** regresyon tekniğine başvurularak ele alındığı Alkan, Oktay, Genç ve Çelik'in "*An Investigation of Export-Import Ratios in Turkey Using Spline Regression Models*" araştırmasıdır. Bu inceleme, 1923-2010 yıllarında Türkiye'de ihracat-ithalat rasyosu dağılımını tahmin etmek için eğrisel çizgi regresyon modelini kullanmaktadır. Bu çalışma, regresyonların zamanı ve yerini teşhis etmek için doğrusal eğrisel çizgi regresyonunu kullanarak determinasyon katsayısını(R^2) baz alan bir metodoloji önermektedir.⁴⁵ Bu inceleme, Türkiye ekonomisinde dış şoklar nedeniyle meydana

* Diğer bir nedensellik analizi olan Toda-Yamamoto prosedürü de bu tekniği kullanarak gelişmiş VAR modeli tahmini yapmaktadır.

⁴⁴ M. H. Berument, *et al.*, "External Income Shocks and Turkish Exports: A Sectoral Analysis", **Economic Modelling** 37, Science Direct Elsevier, 2014, s. 476.

** *LinearSpline*.

⁴⁵ Ömer Alkan, Erkan Oktay, Aşır Oktay, Ali Kemal Çelik, "An Investigation of Export-Import Ratios in Turkey Using Spline Regression Models", **Economic research-Ekonomska istraživanja**, 30(1), 8th April 2017, s. 226

gelen yapısal kırılmaların ihracat-ithalat rasyosu üzerinde etkisinin olup olmadığına odaklanmaktadır. Ortalama fonksiyonda yaşanan sıçramaların boyutu ve lokasyonunu tahmin etmek için zaman serilerinde polinomik eğrisel çizgi modelini öneren Yang ve Song, modeldeki sıçramalar ve yapısal kırılmalar hakkında; sıçramaların saptanması, yapısal kırılmaların altında yatan nedenlerin araştırılmasına yönelir,⁴⁶ tezini ileri sürmektedir. Alkan, *et al.* mevzubahis incelemesinde Türkiye'nin 1923-2012 yılları arasında ihracat/ithalat karşılama rasyosu dağılımı ile yapısal değişimler arasında doğrusal olmayan bir ilişki tespit etmiştir.

Dış ticaret açığının bir unsuru olması açısından ihracat odaklı bir çalışma olarak görülebilecek Kayhan, Bayat ve Yüzbaşı'nın ***“Government Expenditures and Trade Deficits in Turkey: Time Domain and Frequency Domain Analyses”*** araştırması diğer bir regresyon çalışması örneğidir. Toda-Yamamoto nedensellik ve frekans alanı tekniğine dayanan yeniden örnekleme* yönteminin kullanıldığı çalışmada mali başarının yanı sıra dış ticaret açığı ile hükümet harcamaları arasındaki nedensellik ilişkisinin belirlenmesi amaçlanmaktadır. Doğrusal nedensellik analizinden elde edilen sonuçlara göre değişkenler arası çift yönlü nedensellik ilişkisi mevcuttur. Benzer şekilde, frekans alanı analizi de çift yönlü nedensellik ilişkisi ile sonuçlanmaktadır.⁴⁷ Görgül çalışmanın işaret ettiği üzere hükümet harcamalarındaki kısmının dış ticaret açığını azaltacağına inanılsa da maliye politikasının gerçek başarısının ihracat sektörünü destekleyen diğer politikalara bağlı olduğu tezi ileri sürülmektedir. Çalışma, ihracata yönelik mali politikalarda radikal bir değişimi önermektedir.

1996 birinci çeyrek ile 2012 üçüncü çeyrek gözlemlerini kapsayan Türkiye ihracat değerinin tüketim malları ithalatı, yabancı ülke milli gelir seviyeleri, reel döviz kuru ve ihracat birim değer endeksi değişkenlerine regresyonunu inceleyen Erdoğan'ın ***“Türkiye'nin İhracatını Etkileyen Faktörler: Çoklu Regresyon***

⁴⁶Yujiao Yang, Qionxia Song, “Jump Detection in Time Series Nonparametric Regression Models: A Polynomial Spline Approach”, **Annals of the Institute of Statistical Mathematics** 66.2, Received: 7 June 2012 / Revised: 19 April 2013/Published online: Tokyo, 2014, s. 326

*Bootstrap method

⁴⁷ Selim Kayhan, Tayfur Bayat, Bahadır Yüzbaşı, “Government Expenditures and Trade Deficits in Turkey: Time Domain and Frequency Domain Analyses”, **Economic Modelling** 35, Science Direct Elsevier, 2013, s. 156

Analizi” incelemesinde tahmin edilen çoklu regresyon modelinde; ihracat fiyat endeksi, tüketim malları ithalatı ve döviz değişkenlerine ait parametreler anlamlı çıkmaktayken; ihracat yapılan ülkelere ait milli gelir endeksinin Türkiye’nin ihracatını doğrudan etkilemediği sonucuna ulaşılmaktadır.⁴⁸

Karagöz, *Determining Factors of Turkey’s Export Performance: An Empirical Analysis*” adlı çalışmasında Türkiye’nin 1980-2014 yılları arasında kapsayan zaman serisi analizine başvurmakta, “ihracat arzı” ve “ihracat talebi” regresyon denklemlerine Johansen koentegrasyon tekniğini uygulamaktadır. Türkiye’ye dair 1980-2014 yılları arası “ihracat talebi”nin, “dünya gelir seviyesi” ile “reel efektif döviz kuru” değişkenlerine regresyonunu ifade eden “İhracat talebi” denklemleri arasında herhangi bir koentegrasyon ilişkisi tespit edilmezken Türkiye’ye dair 1980-2014 yılları arası “ihracat arzı”nın; “tüetime konu olmayan ithal ürünler”, “domestik talep enflasyonu”, “doğrudan yabancı yatırım”, “reel döviz kuru” ile gayri safi sabit sermaye oluşumu ile açıklanan “ihracat kapasitesi” değişkenlerine bağlamını ifade eden “ihracat arzı” modelinde en az dört uzun dönem ilişkisi saptanmıştır. Analizin sonuçları, ihracat talebinin; reel efektif döviz kuru ile dış alem gelir seviyesinde meydana gelen şoka pozitif bir tepkide bulunduğunu göstermektedir. Rekabeti korumak için, iç piyasadaki enflasyon oranı, en büyük ticaret partnerinin sahip olduğu enflasyon seviyesinin altında tutulmalı ve TL’de reel kaybı sağlamak için esnek döviz kuru rejimi sürdürülmelidir.⁴⁹ Yazar, Türkiye’deki ihracatçı işletmelerin geçmiş krizleri deneyimlemeleri sonucu öğrendikleri adaptasyon becerisine ve Avrupa ile komşu ülkeler gibi geleneksel ve ulusal piyasalar yerine alternatif ihracat hedefleri araması nedeniyle 2008 krizinin Türkiye’nin ihracat sektörünü etkilemediği sonucuna varmaktadır.

⁴⁸ Ali Erdoğan, “Türkiye’nin İhracatını Etkileyen Faktörler: Çoklu Regresyon Analizi”, **Social Sciences Research Journal**, Volume 5, Issue 2, June 2016, s. 7

⁴⁹ Kadir Karagöz, “Determining Factors of Turkey’s Export Performance: An Empirical Analysis”, **Procedia Economics and Finance** 38, Istanbul Conference of Economics and Finance, ICEF 2015, 22-23 October 2015, Istanbul, Turkey, Science Direct Elsevier, 2016, s. 456

3.3.1.Zaman Serisi Analizi ve Değişkenlerin Açıklanması

İhracat, yabancı işletmelerin yurtiçinde üretilen mal ve hizmetler karşılığında yaptığı harcamalara denilmektedir. Bu başlık altında 2008 krizinin Türkiye'nin ihracat sektörüne yaptığı etkinin daha iyi anlaşılabilmesi için zaman serisi analizine başvurulmaktadır. Bir zaman serisi, çeşitli zamanlarda bir değişkenin aldığı değerlere ait gözlemler setidir.⁵⁰ Türkiye'nin kriz öncesi ve sonrası ihracat sektöründeki değişimler, 2002Ç4-2017Ç4 aralığındaki çeyreklik zaman serisi verileri* elde edilip zaman serisi örüntüsü kullanılarak analiz edilecektir. Seçilen zaman serisi verilerinin kapsamı 2003 ve 2017 yılları arasında tutulmaktadır.** Gözlem sayısı, 61 olup bu sayı model inşasında muhtemel sapkıya neden olabilecek küçük örneklem probleminin kaçınmak için yeterli kabul edilmektedir. Verilere ulaşmaktaki çeşitli kısıt ve zorunluluklar nedeniyle “veri eşeleme” metodu benimsenmektedir.

$$\hat{Y} = \hat{\xi}_0 + \hat{\xi}_1 X_1 + \hat{\xi}_2 X_2 \quad [1]$$

Eşlenik [1] anakitleye ait parametrelerin tahmininin gösterildiği **örnekkitle regresyon ya da bağlanım fonksiyonunu** temsil etmektedir. " $\hat{Y}, \hat{\xi}_0, \hat{\xi}_1, X_1, \hat{\xi}_2, X_2$ " sırasıyla “tahmini ihracat seviyesi, tahmini otonom ihracat, dış alem gelir seviyesi tahmin parametresi (veya ihracat seviyesinin dış alem gelir seviyesi tahmini esnekliği), dış alem gelir seviyesi, reel döviz kuru tahmin parametresi (veya ihracat seviyesinin reel döviz kuru tahmini esnekliği), reel döviz kuru”nu temsil etmektedir. İhracat seviyesine etki eden başka unsurlar da mevcuttur. Bu unsurların başında ise

⁵⁰Dawn C. Porter, Demodar N. Gujarati, **Student Solutions Manuel for Use with Basic Econometrics**, Fourth Edition, The McGraw-Hill Companies, 2004, ss. 25-26

*Veriler mevsimsel düzeltmelere tabi tutulmamıştır. Çünkü “mevsimsel düzeltme yapılırken önemli bir verinin silinmesi endişesi bulunmaktadır.” Chi-Ok Oh, “The Contribution of Tourism Development to Economic Growth in the Korean Economy”, **Tourism Management** 26, 2005, s. 40

** İncelemenin kapsamı noktasında 2008 krizine odaklanmak ve verilerde kuvvetle muhtemel yapısal kaymalara neden olacak 2002 bankacılık krizi ile 2018 para krizinin analiz dışı tutulması için bu zaman aralığı seçilmektedir.

aramalı ithalatı gelmektedir. Aramalı ithalatı değişkeni de ilave edildikten sonra tahmini regresyon denklemi şu hali almaktadır:*

$$\hat{EXP} = \hat{\xi}_0 + \hat{\xi}_1 EUGDP + \hat{\xi}_2 EUCUR + \hat{\xi}_3 IMP5 [2]$$

"IMP5"değişkeni, Türkiye'nin 2002Ç4-2017Ç4 tarihleri arasında ithal ettiği 5 kategoride aramalıını ifade etmektedir.** Türk ihracatının mevzubahis ithal aramallara olan esnekliği oldukça yüksektir: İthalata konu ürünlerin yarısından fazlasını teşkil etmektedir. [2] numaralı regresyon modelinin sözel açıklaması, "Türkiye'nin 2002 yılı son çeyrek ile 2017 yılı son çeyrek zaman aralığında Euro cinsinden toplam ihracatının 10 büyük Avrupa Birliği ülkesinin⁵¹ Euro cinsinden gelir seviyesi, Euro'nun TL karşısındaki değerinin ifadesi olarak Euro döviz kuru ve ithalata konu 5 kategoride aramalıına regresyonu" olmaktadır. Bütün gözlemler, "milyar Euro" birim ölçüsündedir. Gözlemlerin zaman serisi analizine uygun hale getirilmesi, değişim hızlarının gözlenmesi ve muhtemel değişen varyansın ortadan kaldırılması için logaritmaları alınmıştır.

Verinin görsel çizimi, zaman serisi analizinin genellikle ilk adımıdır.⁵² Logaritması alınmış serilerin*** görsel çizimi şekil 3.6'da sunulmuştur. "Ln", doğal logaritma anlamındadır. Şekilden bütün değişkenlerin trend etkisinde olduğu görülmektedir. Üstelik bazı serilerde yapısal kırılma ihtimali kuvvetli görünmektedir. 2008 krizi analiz kapsamında olduğu için bu ihtimal beklentilerle uyum içindedir.

* Kafa karışıklığına mahal vermemek adına bağımlı değişken ve bağımsız değişkenlerin isimleri $\hat{Y}, X_1, X_2, X_3$ " notasyonlarının yerini almıştır.

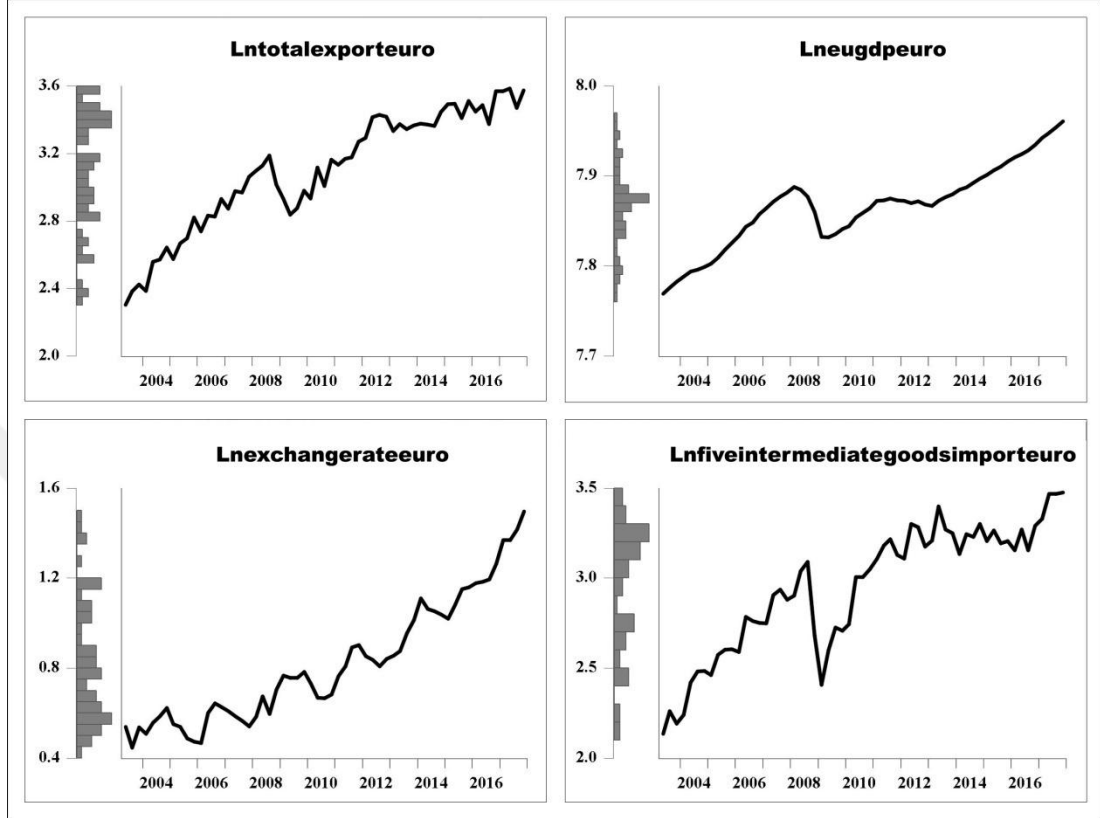
** Sanayi için işlem görmemiş hammaddeler, sanayi için işlem görmüş hammaddeler, yatırım mallarının aksam ve parçaları, taşımacılık araçlarının aksam ve parçaları, işlem görmüş diğer yakıt ve yağlar.

⁵¹ Almanya, Belçika, Birleşik Krallık, Fransa, Hollanda, İspanya, İtalya, Polonya, Romanya, Yunanistan.

⁵²Porter, Gujarati, **Op. Cit.**, s. 795

*** Euro Döviz Kuru'nun (Exchangerateeuro) bir başına "oran" ifade etmesi ve herhangi bir ölçü hatasına sebebiyet vermemesi adına logaritması alınmamış, işlenmemiş değerleri kullanılmıştır. Yalnızca artış hızı hakkında iyi bir fikir verebilmesi adına grafik çizimi logaritması alınarak yapılmıştır.

**Şekil 3.6: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma:
İncelenen Serilerin Görsel Çizimleri**



Kaynak: TurkStat Foreign Trade Statistics [“Lntotalexporteuro” (LNEXP) değişkeni için]; EuroStat Database [“Lneugdpeuro” (LNEUGDP) değişkeni için]; TurkStat Foreign Trade Statistics [“Lnfiveintermediategoodsimporteuro” (LNIMP5) değişkeni için]; Turkey Republic Central Bank EDDS [“Lnexchangerateeuro” (EUCUR) değişkeni için]

3.3.2. Serilerin Kırılmalı Birim Kök Analizi

Ekonometrik literatürde uygun bir tahmin gerçekleştirmenin ilk şartı olarak, modelin kapsadığı serilerin durağan olması vurgulanmaktadır. Durağan olmayan serilerde F istatistik ve diğer bağlayıcı göstergeler, etkinliğini yitirmektedir. Otoregresif sürece sahip zaman serileri durağan olmaktan uzaktır. Zaman serileri arasında, bazı durumlarda, sıklıkla “düzmece ilişkiler” elde edilmektedir, çünkü kimi zaman serileri bir ölçüde harmonik zaman serilerine benzerlik göstermektedir.⁵³ Bu tür seriler durağanlıktan uzak, yüksek otokorelasyona sahip seriler olmaktadır.

⁵³ G. Yule Udny, “Why do we Sometimes get Nonsense-Correlations between Time-Series? A Study in Sampling and the Nature of Time-Series”, **Journal of the Royal Statistical Society**, Vol. 89, No. 1, Jan., 1926, s. 12

Böylesi bir durumda F istatistik değeri, sıfır hipotezi altında Fisher'in F dağılımını takip etmeyecektir.⁵⁴ Durağan olmayan zaman serileri ile gerçekleştirilen en küçük kareler yöntemi en düşük varyansa sahip sonuçlar vermemektedir. Çünkü durağan olmayan bir zaman serisinin ortalaması sıfırdan farklı, varyansı değişken ve ortak varyansı sabit olmamaktadır. Diğer bir deyişle, durağan olmayan bir zaman serisi zamana göre değişen bir ortalama veya zamana göre değişen varyans ya da her ikisine birden sahiptir.⁵⁵ Bu olguyu ilk kez 1926 yılında G. Udny Yule incelemekte ve “**düzmece ilişki**” (*spurious regressions or nonsense correlation*) olarak adlandırmaktadır. Yule, yıllar önce stabil olmayan seriler için düzmece ilişkinin geniş örneklemelerde dahi bulunabileceğini göstermektedir. Eğer iki zaman serisi zamanla artış gösteriyorsa, her iki serideki artışlar ilişkisiz olsa dahi ilişkili görünebilmektedir. Dolayısıyla regresyon denklemlerini yorumlarken dikkatli olmak gerekmektedir.⁵⁶ Bu noktada hata terimleri arasındaki mevcut otokorelasyon ile serinin bir bütün olarak durağan olmaktan uzak görüntü sergilemesi arasında ilişki bulunmaktadır. Otokorelasyon içeren seriler, birim kök içeren, durağan olmayan serilerdir. Durağan olmayan serilerle kurulan regresyonlar, “düzmece ilişki”ye sebep olmaktadır.

1989 yılındaki makalesinde Perron, yapısal değişimlerin, seride birim kök yanılışına neden olabileceğini göstermektedir. Ayrıca Nelson ve Plosser makro iktisadi veri serilerine dayanarak 1929 Büyük Buhranı ve 1973 petrol şokunu ele almakta, serilerdeki kırılmanın etkisini sürdürebileceğini ve veri üretim sürecine etki edebileceğini ileri sürmektedir. Örneğin iki olay (şok), makro iktisadi değişkenler üzerinde sürekli etkide bulunmuştur: 1929 Büyük Buhranı ve 1973 petrol şoku.⁵⁷ Bu bağlamda serilerin birim kök analizi yapılmakta, seçilen zaman aralığı 2008 krizi gibi bir muhtemel kırılma noktasını kapsadığı için kırılmalı birim kök analizi uygulanmaktadır. Aşağıdaki kırılmalı birim kök testlerinin temel amacı kırılmanın

⁵⁴ C. W. J. Granger, s. Newbold, “Spurious Regressions in Econometrics”, **Journal of Econometrics** 2, University of Nottingham, Nottingham NG7 ZRD, England, North-Holland Publishing Company, 1974, s. 114

⁵⁵ Porter, Gujarati, **Op. Cit.**, s. 798

⁵⁶ G. S. Maddala, In-Moo Kim, “Unit Roots, Cointegration, and Structural Change”, **Themes in Modern Econometrics**, The Ohio State University and Sung Kyun Kwan University, Cambridge University Press, 1998, 2004, 2007, s. 28

⁵⁷ Pierre Perron, “The Great Crash, the Oil Price Shock, and the Unit Root Hypothesis”, **Econometrica**, Vol. 57, No. 6, Published by: The Econometric Society, Nov., 1989, s. 1362.

yokluğunu test etmekten ziyade birim kökün yapısal kırılmalı olup olmadığı, yapısal kırılmadan kaynaklanıp kaynaklanmadığını test etmektir.

Değişkenlerin şekil 3.6'daki grafikleri incelendiğinde “LNEXP” serisi sabite ve trend’de, “LNEUGDP” serisi sabite ve trend’de, “LNIMP5” serisi sadece trend’de kırılma geçirmektedir. En belirsiz sonuçlar ise “EUCUR” serisine aittir. Perron testi önsel olarak seriye tek zamanlı bir egzojen kırılma ilave ettiği için, “EUCUR” değişkenine ait sonuçlardaki belirsizlik anlaşılabilmektedir. Çünkü şekil 3.6, bu seri için ne sabite ne trend ne de hem trend hem de sabite’de herhangi bir kırılma göstermektedir. 2008 krizi, Türk Lirasının Euro karşısındaki nominal dalgalanmasını ya az ya da hiç etkilememiş gözükmemektedir. “EUCUR” serisinin Perron kırılmalı birim kök testi sonucu için yalnızca “birim köklü” denilebilmektedir.

Tablo 3.1’in Pierre Perron kırılmalı birim kök sonuçlarına dair “LNEXP” ve “LNEUGDP” için sıfır hipotezini reddetmeyen 2008Ç3 tarihli “muhtemel kırılmalı birim kök”, “LNIMP5” için ise yine sıfır hipotezini reddetmeyen 2006Ç1 tarihli “muhtemel kırılmalı birim kök” yorumu yapılabilmektedir.

Tablo 3.1: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma: Değişkenlerin Kırılmalı Birim Kök Analizi

		KIRILMALI BİRİM KÖK TESTİ			
		Pierre Perron			
		Seviye			
		LNTOTALEXPEU	LNEUGDPEURO	EUCUR	LNIMP5
Sabitede	t-istatistik	-3.745494	-4.115133	-0.211144	-4.487980
	Seçilen Lag	0	1	4	4
	Dışsal Kırılma	2005Ç2	2008Ç3	2015Ç2	2013Ç4
		(***) H ₀ Kabul	(***) H ₀ Kabul	(***) H ₀ Kabul	(***) H ₀ Kabul
Trendde	t-istatistik	-4.287634	-3.120655	-3.855627	-4.055858
	Seçilen Lag	0	1	4	4
	Dışsal Kırılma	2006Ç4	2015Ç2	2014Ç1	2006Ç1
		(***) H ₀ Kabul	(***) H ₀ Kabul	(***) H ₀ Kabul	(***) H ₀ Kabul
Sabitede ve Trendde	t-istatistik	-5.184735	-4.691578	-2.163920	-4.543854
	Seçilen Lag	0	1	4	4
	Dışsal Kırılma	2008Ç3	2008Ç3	2012Ç4	2010Ç3
		(***) H ₀ Kabul	(***) H ₀ Kabul	(***) H ₀ Kabul	(***) H ₀ Kabul

KIRILMALI BİRİM KÖK TESTİ

Zivot-Andrews

		Seviye			
		LNTOTALEXPEU	LNEUGDPEURO	EUCUR	LNIMP5
Sabitede	t-istatistik	-3.54640	-4.34463	-1.02969	-4.54052
	Seçilen Lag	3	1	0	4
	<i>İçsel Kırılma</i>	2015Ç1 (***) H ₀ Kabul	2008Ç3 (***) H ₀ Kabul	2015Ç1 (***) H ₀ Kabul	2014Ç4 (***) H ₀ Kabul
Trendde	t-istatistik	-3.65117	-3.15693	-2.57885	-4.25123
	Seçilen Lag	3	1	0	4
	<i>İçsel Kırılma</i>	2006Ç4 (***) H ₀ Kabul	2014Ç4 (***) H ₀ Kabul	2015Ç1 (***) H ₀ Kabul	2012Ç2 (***) H ₀ Kabul
Sabitede ve Trendde	t-istatistik	-4.59404	-4.46661	-2.56487	-4.57784
	Seçilen Lag	3	1	0	4
	<i>İçsel Kırılma</i>	2008Ç3 (***) H ₀ Kabul	2008Ç1 (***) H ₀ Kabul	2015Ç1 (***) H ₀ Kabul	2008Ç3 (***) H ₀ Kabul

KIRILMALI BİRİM KÖK TESTİ

Lee-Strazicich

		Seviye			
		LNTOTALEXPEU	LNEUGDPEURO	EUCUR	LNIMP5
Sabitede (Crash Model)	tau-istatistik	-3.3881	-3.1612	-2.0683	-3.6529
	Seçilen Lag	2	2	1	4
	<i>İçsel Kırılma</i>	2005Ç3 (**) H ₀ Kabul	2008Ç4 (***) H ₀ Kabul	2008Ç2 (***) H ₀ Kabul	2012Ç3 (**) H ₀ Red
Sabitede ve Trendde (Kırılım Modeli)	tau-istatistik	-3.7623	-3.7576	-3.9401	-3.2254
	Seçilen Lag	2	2	1	8
	<i>İçsel Kırılma</i>	2006Ç4 (**) H ₀ Kabul	2008Ç3 (***) H ₀ Kabul	2013Ç4 (***) H ₀ Kabul	2008Ç1 (***) H ₀ Kabul

Not: Pierre Perron kırılmalı birim kök testi için “Eviews10”, Zivot-Andrews ve Lee-Strazicich kırılmalı birim kök testleri için “RATs10” paket programı kullanılmıştır.

(**): %5, (***) : %1 belirginlik seviyesinde anlamlı. Dikdörtgen veya kare içerisine alınan sonuçlar, şekil 3.6.’da yaşanan kırılma tarihine en yakın kırılma zamanını belirtmektedir.

Diğer bir kırılmalı birim kök testi, Zivot-Andrews testidir. Zivot ve Andrews, Perron’dan üç yıl sonra, 1992 yılındaki makalesinde, Perron’un kırılmalı birim kök analizini geliştirmekte, tek zamanlı kırılmayı endojen* kabul etmektedir. Kırılmanın endojen olması, yapısal değişimin veriden tahmin edilmesi anlamına gelmektedir. Kırılma zamanı endojen olarak belirlendiğinde ve Perron’ın 1989 yılındaki makalesi ile kıyaslandığında, birim kök hipotezini reddeden daha az bulguya rastlanmaktadır.⁵⁸ Perron ile Zivot ve Andrews arasındaki en temel ayrım da burada yatmaktadır. Perron, ele aldığı birçok seri için muhtemel kırılmalı birim kök’ün

*Kırılma tarihi bilinmemekte, ancak tahmin edilebilmektedir.

⁵⁸ Galip Altınay, “Structural Breaks in Long-Term Turkish Macroeconomic Data,1923-2003”, **Applied Econometric sand International Development**, Vol. 5-4, JEL classification: C50, AEID, 2005, s. 118

ifadesi olarak sıfır hipotezini reddetmiştir, aynı anlama gelmek üzere, Perron testinde, serilerin çoğu kırılım etrafında trend durağan bir sürece sahiptir. Zivot-Andrews'ta, sıfır hipotezi, “egzojen yapıya kırılmasız birim kök süreci”; ilgili alternatif hipotez ise “Zamanın bilinmeyen bir noktasında meydana eden muhtemel yapısal değişimle beraber trend-durağan süreç” şeklinde olmaktadır.⁵⁹ Tablo 3.1'in ikinci bölümü “LNEXP”, “LNEUGDP”, “EUCUR” ve “LNIMP5” değişkenlerine ait, “RATs 10” yazılımından elde edilen Zivot-Andrews kırılmalı birim kök testi* sonuçlarını göstermektedir. Perron kırılmalı birim kök testi sonuçları ile karşılaştırıldığında kırılma tarihlerine yönelik gerçeğe daha yakın bir tahminde bulunmaktadır. Bütün değişkenler için “egzojen yapısal kırılmasız birim kök süreci”ni ifade eden sıfır hipotezi reddedilememektedir. Kırılma tarihinin tahmini konusunda “LNEXP” değişkeni için 2008Ç3, “LNEUGDP” değişkeni için 2008Ç1, “EUCUR” değişkeni için 2015Ç1, “LNIMP5” değişkeni içinse 2008Ç3 tarihi verilmektedir. “EUCUR” değişkeni için 2015Ç1 tarihi, sabite, trend ve hem sabite hem de trend'de muhtemel kırılma için ortaktır. Zivot-Andrews kırılmalı birim kök testinde ele alınan “LNEXP”, “LNEUGDP”, “EUCUR” ve “LNIMP5” değişkenleri için “egzojen yapısal kırılmasız birim kök süreci”ni ifade eden sıfır hipotezi reddedilememektedir. Öte yandan, Zivot-Andrews'ün temel hipotezi kurma şekli nedeniyle, ele alınan serilerin hiçbirinde sıfır hipotezi reddedilemediği için, tahmin edilen kırılma noktalarının pratik değeri bulunmamaktadır.

Serilerin kırılmalı birim kök analizinde kullanılan diğer bir yöntem Lee-Strazicich kırılmalı birim kök metodudur. Lee-Strazicich, Kasım 2003 yılındaki makalesinde Lumsdaine ve Papell'in (1997) çifte kırılmalı birim kök testine kendi iki kırılmalı birim kök testini, 2013 yılında ise –her ne kadar hipotez inşasında farklılık taşısalar da- Perron'ın tek kırılmalı birim kök testine dayanan Zivot-Andrews testine alternatif olarak kendi tek kırılmalı birim kök testini çıkarmaktadır. Lee ve Strazicich'in temel eleştirisi Zivot ve Andrews ve Lumsdaine ve Papell'a olmuştur.

⁵⁹ Eric Zivot, Donald W. K. Andrews, “Further Evidence on the Great Crash, the Oil-Price Shock, and the Unit-Root Hypothesis”, **American Statistical Association Journal of Business & Economic Statistics**, Vol. 10, No. 3, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University, July 1992, s. 266

* Hata terimleri arası ardışık ilişkinin söz konusu olduğu durumlarda azami gecikme sayısı “4”tür ve gecikme sayısının seçimi Schwarz bilgi kriterine göre yapılmaktadır.

Çünkü Zivot-Andrews ve Lumsdaine-Papell birim köklü sıfır hipotezi altında hiçbir kırılmanın bulunmadığını varsaymakta ve kritik değerleri buna göre türetmektedir. Oysa sıfır hipotezini reddetmek zorunlu olarak kendi başına birim kök ihtimalini reddetmek anlamına gelmemekte, sadece kırılmasız birim kök olasılığını reddetmeyi ifade etmektedir.* Bu gerçeğe rağmen endojen kırılmalı birim kök testlerini kullanan sayısız ampirik çalışma, sıfır hipotezini reddetmeyi, trend-durağan sürecin bir delili kabul etmektedir.⁶⁰ Lagrange Çarpanları'na dayanan Lee-Strazicich kırılmalı birim kök testinde sıfır hipotezi“endojen kırılmalı birim kök” ve alternatifi“hem bir hem iki endojen kırılmalı fark durağan süreç”^{**} anlamına gelmektedir.

Tablo 3.1'in son bölümü, incelenen serilerin Lee-Strazicich kırılmalı birim kök testi sonuçlarını göstermektedir. Örnekkitle kısmen dar tutulduğu için serilerde hem bir hem de iki kırılmaya izin veren Lee-Strazicich testinin sabite (A modellemesi) ile sabite ve trend'de (C modellemesi) tek kırılma zamanlı modellemeleri uygulanmıştır. “LNEXP” değişkeni dışında diğer tüm serilerin % 1belirginlik seviyesinde sıfır hipotezi kabul edilerek “kırılmalı birim kök” içerdikleri görülmektedir. Yalnızca “LNEXP” serisi için sıfır hipotezi% 5belirginlik seviyesinde reddedilemese de % 5 belirginlik seviyesi yeterli bir olasılık olarak kabul edilmektedir. “LNEXP” değişkeni de kırılmalı birim kök içermektedir. Öte yandan “RATs10” programının sonuçları; şekil 3.6 ile birlikte değerlendirildiğinde “LNEXP”, “LNEUGDP”, “EUCUR” ve “LNIMP5” değişkenleri için sırasıyla 2006Ç4, 2008Ç3, 2008Ç2 ve 2008Ç1 tarihlerinde endojen kırılma tahminlerinde bulunmaktadır. Lee-Strazicich kırılmalı birim kök testi, “LNEXP” serisinde “Sabite ve Trend”, “LNEUGDP” serisinde yine “Sabite ve Trend”, “EUCUR” serisinde sadece “Sabite” (*Crash Model*) ve “LNIMP5” serisinde “Sabite ve Trend”de birim kökle beraber yapısal kırılmalı birim kökün varlığına işaret etmektedir.

* Zivot ve Andrews ile Lumsdaine ve Papell'in hipotez inşası aynıdır. Sıfır hipotezini “kırılmasız birim kök” olarak kurmaktadır.

⁶⁰Junsoo Lee, Mark C. Strazicich, “Minimum Lagrange Multiplier Unit Root Test with Two Structural Breaks”,**The Review of Economics and Statistics**, Vol. 85, No. 4, The MIT Press, Nov., 2003, s. 1082

^{**} Lee-Strazicich testi, hem bir hem iki kırılmalı birim kök testi imkânı sunsa da örneklem boyutu kısmen dar tutulduğu için, “tek kırılmalı birim kök” testi tercih edilmiştir.

3.3.3. Regresyonun Kırılma Tarihlerinin Tespiti

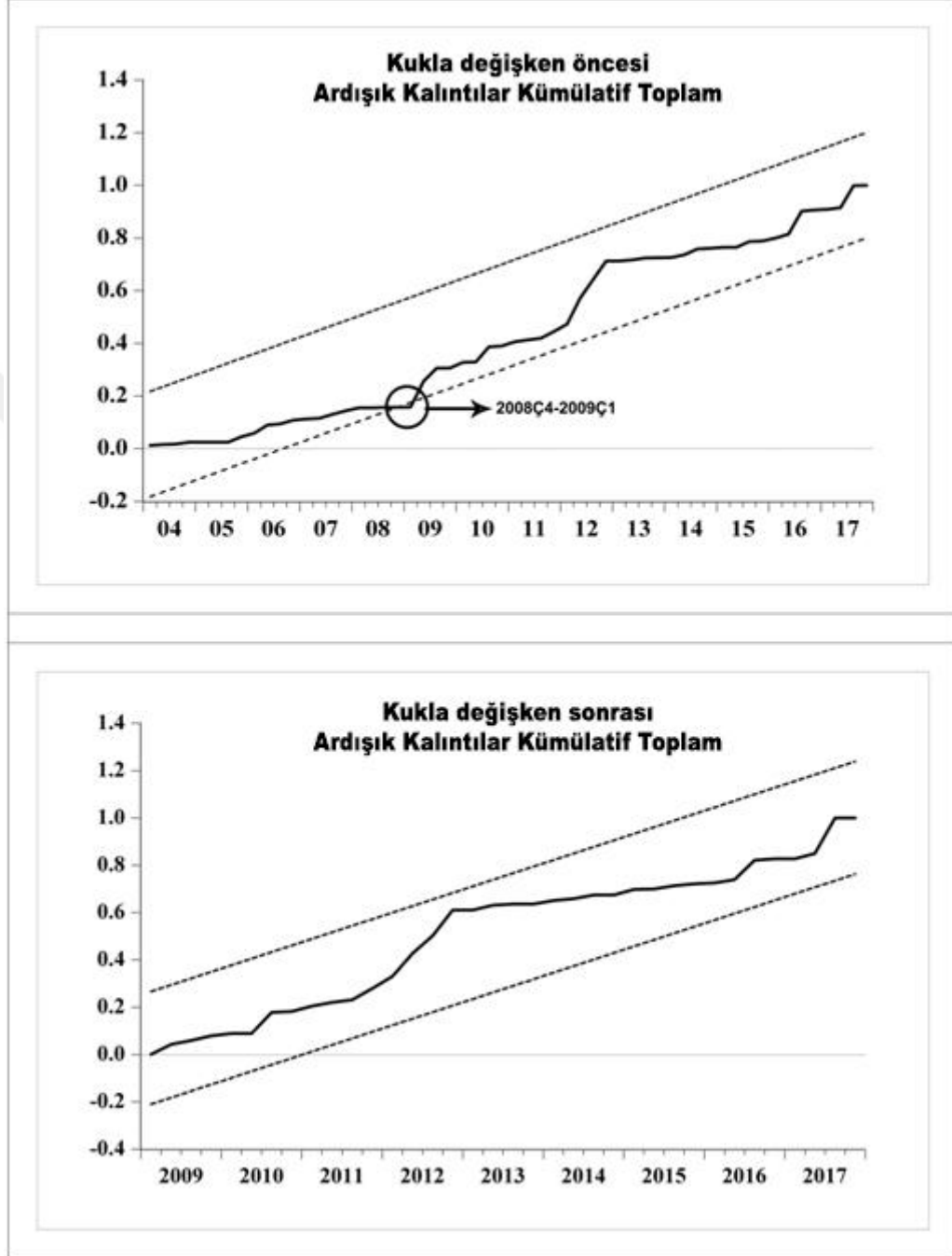
Şekil 3.7, üzerinde çalışılan doğrusal regresyon modelindeki yapısal değişim hakkında bilgi vermektedir. CUSUM test yerine CUSUM kare testinin kullanılması, serilerdeki kırılmalar konusunda gerçeğe daha yakın sonuçlar elde edilmektedir. Eğer kırılma, regresyon denkleminin sabitesinde gerçekleşiyorsa, CUSUM test, yapısal değişim eğim katsayısını veya hata terimi varyansını da kapsıyorsa, CUSUM kare testi daha güçlüdür.⁶¹ Regresyon denkleminde serilerin hem sabite hem de eğim katsayısında kırılma taşıdığı düşünüldüğünden CUSUM test yerine CUSUM kare testi tercih edilmektedir. Şekil 3.7’de görüldüğü üzere 2008’in 4. çeyreği ile 2009 yılının birinci çeyreği arasında regresyon modeli yapısal değişim geçirmektedir. Bahsi geçen yıllar için “1”, diğer çeyrek kısımlar için “0” değeri verilerek kukla değişken oluşturulmuş ve ardından gerçekleştirilen CUSUM kare testinde, 2008Ç4-2009Ç1 arasındaki çıkıntının ortadan kalktığı görülmüştür. Kukla değişken eklendikten sonra regresyon denklemi aşağıdaki halini almaktadır:

$$\hat{LNEXP}_t = \hat{\phi}_0 + \hat{\phi}_1 Trend_t + \hat{\phi}_2 LNEUGDP + \hat{\phi}_3 EUCUR_t + \hat{\phi}_4 LNIMP5_t + \hat{\phi}_5 SNT_t$$

Öte yandan tablo 3.2’de görüldüğü üzere oluşturulan kukla değişkenin regresyon modelinde anlamlı çıktığı anlaşılmaktadır.

⁶¹ Paul Turner, “Power Properties of the CUSUM and CUSUMSQ Tests for Parameter Instability”, *Applied Economics Letters*, 17:11, 2010, s. 1052

**Şekil 3.7: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma:
Regresyonun AKKTKare İncelemesi**



Not: E. S. Page tarafından 1954 yılında “Biometrika”da sunulan *Cumulative Sum Control Chart* (CUSUM), regresyona dair yapısal değişmezlik, ardışık ilişki ve endojenite konusunda bir kalite kontrol çizimidir. Ekonometrik yazına ise CUSUM ve CUSUMSQ, olarak Brown (1975) tarafından sokulmuştur.

**Tablo 3.2: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma:
Değişkenler İçin SEK Açıklayıcı Değerleri**

	<u>LNEUGDP_t</u>	<u>EUCUR_t</u>	<u>LNIMP5_t</u>	<u>C_t</u>	<u>Trend</u>	<u>SNT_t</u>
β_x	1.486846	-0.114438	0.418803	-9.950302	0.012423	0.128009
$Q^{\frac{1}{2}}$	0.470637	0.029994	0.070178	3.548918	0.001805	0.044116
T_{ist}	3.159221	-3.815419	5.967715	-2.803757	6.883864	2.901609
Prob.	0.0026***	0.0003***	0.0000***	0.0070***	0.0000***	0.0053***
R²: 0.980243 F_{ist}: 545.7709 DW_{ist}: 1.622861						
JB_{ist}: 0.432805 BG_{test}: 0.2889 BPG_{test}: 0.4924						

Not: “R²”, determinasyon katsayısı. “JB_{prob.}”, Jarque-Bera normal dağılım olasılığı. “BG_x²”, Breusch-Godfrey ardışık ilişki olasılık değeri. “BPG_x²” Breusch-Pagan-Godfrey heteroskedastisite testi olasılık değeri. (***): %1’de, (**): %5’te ve (*): %10’da anlamlı.

Tablo 3.2’de “ β_x ” değişkenlerin en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilen katsayılarını, “ $Q^{\frac{1}{2}}$ ” standart hataları, “ T_{ist} ” katsayıları bir başına sınavan t-istatistik değerlerini, “R²” modelin determinasyon katsayısını, “Prob.” anlamlılık sınavmasının olasılık değerini, “F_{ist}” katsayıların bir arada anlamlılıklarını sınavan F istatistik değerini, “DW_{ist}” regresyon modelinde kalıntılar arası ardışık ilişki hakkında bilgi veren Durbin-Watson istatistik değerini*, “JB_{ist}” modelin normal dağılımına dair Jarque-Bera değerini, “BG_{test}” yine, çeyrek veriler için kullanılan ardışık ilişki ölçümüne dair Breusch-Godfrey istatistiğini ve “BPG_{test}” modeldeki değişken varyans ölçümü için Breusch-Pagan-Godfrey değerini göstermektedir. Bütün bu açıklamalar, serilerin durağan olmayışı ve böyle bir durumda sıradan en küçük kareler (SEK) tahmincinin sapmalı sonuçlar vermesi nedeniyle “düzmece regresyon” çerçevesinde değerlendirilmektedir. Açıklayıcı değerler tablosuna göre kukla değişkenin (SNT_t) katsayısı hayli anlamlıdır (0.0053). Bu durum 2008Ç4 ve 2009Ç1 tarihleri arasında yapısal değişimin yaşandığının bir işareti sayılmaktadır. Ayrıca şekil 3.6 ile kırılmalı birim kök testleri (tablo 3.1) göz önünde bulundurulduğunda ilgili kırılma tarihleri anlamlı gözükmemektedir. Ancak kırılma tarihlerinin nihai tespiti için Gregory Chow’ın 1960 yılında iktisadi yazına sürdüğü önceden bilinebilir tek

* Çeyrek verilerde kullanılamaz.

kırılma testini uygulanmaktadır. Chow testi; tablo 3.3'te 2009Ç1, 2009Ç2 ve 2009Ç3 tarihinde kırılmanın olmadığını söyleyen sıfır hipotezini reddetmektedir.

Tablo 3.3: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma: Kırılma Tarihlerinin Tespiti için Chow Testi

GREGORY CHOW TESTİ			
	F_{ist}	Olasılık	Hipotez
2008Ç4	1.094562	0.3748	H_0 kabul
2009Ç1	2.520534	0.0410	H_0 red
2009Ç2	4.755084	0.0012	H_0 red
2009Ç3	2.883075	0.0229	H_0 red
2009Ç4	2.380731	0.0513	H_0 kabul

3.3.4. ARDL Sınır Testinin Uygulanması

Koentegrasyon kavramı, bir başına durağan olmasalar bile, iki veya daha fazla zaman serisinin doğrusal kombinasyonunun durağan olabileceğini ifade etmektedir.⁶² ARDL Sınır Testi, seriler arasında koentegrasyon ilişkisinin tespitinde kullanılan yöntemlerden bir tanesidir. ARDL modeli, bağımlı değişkenin gecikmelerini ve bağımsız değişkenlerin gecikmeli ve eşanlı değerlerini kullanan, kısa dönemli etkilerin doğrudan, uzun dönem denge ilişkisinin dolaylı olarak tahmin edilebileceği genel bir dinamik spesifikasyon modelidir.⁶³ ARDL, bağımlı değişken ve bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerlerini kapsayan bir standart en küçük kareler regresyonu olarak tanımlanmaktadır. Analiz kapsamındaki serilerin durağan olmaması nedeniyle, sıradan en küçük kareler yönteminin kurduğu regresyon modeli etkin olmamaktadır. Serilerin birinci farkı alınıp birim kökten arındırılarak sıradan en küçük kareler tahminci ile uzun dönem katsayıları tahmin edilebilir ancak fark

⁶² Dawn C. Porter, Demodar N. Gujarati, **Student Solutions Manuel for Use with Basic Econometrics**, Fourth Edition, The McGraw-Hill Companies, 2004, s. 830

⁶³ Kakali Kanjilal, Sajal Ghosh, "Income and Price Elasticity of Gold Import Demand in India: Empirical Evidence from Threshold And ARDL Bounds Test Cointegration", **Resources Policy** 41, 2014, s. 138

işleminin seriden bilgi kaybına neden olduğu bilinmektedir. Öte yandan iktisat teorisi, cari işlemler üzerine yoğunlaşmaktadır; serilerin birinci farkı alınırsa bir önceki dönem bilgisi çıkartılmış olmakta, bu da uzun dönem özelliklerinde kayıp yaşanması anlamına gelmekte ve geri yalnızca kısa dönem özellikleri kalmaktadır. Bütün bu açıklamalar koentegrasyon analizine başvurmayı gerekli kılmaktadır.

Literatürde koentegrasyon işlemleri için birçok yöntem bulunmaktadır ancak serilerde bulunan yapısal değişim, bu seçenekleri sınırlandırmaktadır. Kırılmalarla birlikte değişkenler arası uzun dönem ilişkisinin incelenmesine imkan tanıyan ve Pesaran, Shin ve Smith'in 2001 yılında literatüre soktuğu Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Sınır Testi (*Autoregressive Distributed Lags Bound Test*) ya da ARDL sınır testi bulunmaktadır. Gregory ve Hansen'ın çalışması da koentegrasyon ilişkisinin araştırılmasında yapısal değişimlere izin vermesi bakımından önemlidir. Ancak yalnızca tek zamanlı kırılmayı dikkate alması ve serilerin entegrasyon seviyesi hususunda pek bir şey söylememesi, Gregory-Hansen testi karşısında ARDL Sınır Testi'ni öne çıkaran gerekçeler arasında sayılmaktadır. ARDL Sınır Testi, ele alınan tüm değişkenler, seviyede durağan olsa bile Y_t ile X_t arasındaki bir seviye ilişkisinin varlığını test etme sorununun standart olmadığını göstermektedir. Bu çalışmada geliştirilen asimptotik teori, değişkenlerin kesin bir şekilde seviyede veya birinci farkta ya da karşılıklı koentegre olduğu bilinmediğinde Y_t ile X_t arasında ilişkisi için sabit bir çerçeve sunmaktadır. Dahası, Y_t ile X_t arasında herhangi bir seviye ilişkisi testi öncesi, ele alınan değişkenlerin entegrasyon derecelerini tespit etmek, şart değildir.⁶⁴ Sınır testi, bu avantajlarının yanında, küçük örneklemelerde de üstünlük göstermektedir. ARDL Sınır Testi'nin literatüre üçüncü katkısı, sınır F testinin kritik değerlerinin, 30 ve 80 gözlem arasındaki küçük örneklem için hesaplanmış olmasıdır. Bu durum, küçük örneklem için dahi ARDL testini uygun bir yöntem kabul etmektedir.⁶⁵ Dolayısıyla ARDL Sınır Testi'nin, koentegrasyon ilişkisi varlığının tespiti öncesi ortaya çıkabilecek-durağanlık seviyelerindeki

⁶⁴ M. Hashem Pesaran, Yongcheol Shin, Richard J. Smith, "Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships", **Journal of Applied Econometrics**, Vol. 16, No. 3, Special Issue in Memory of John Denis Sargan, 1924-1996: Studies in Empirical Macroeconometrics, Published by: Wiley, May-June 2001, s. 315.

⁶⁵ Paresh Kumar Narayan, "The Saving and Investment Nexus for China: Evidence from Cointegration Tests", **Applied Economics**, 37:17, McGill University Library, 2005, s. 1985

farklılıklar gibi- problemleri çözmesi, kırılmaları ifade ve izale edecek kukla değişkenleri sorunsuz kapsayabilmesi gibi önemli avantajları bulunmaktadır.

Tablo 3.4: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma: Serilerin Birinci Farkta Birim Kök İncelemesi

		BİRİM KÖK TESTİ			
		Phillips-Perron			
		Birinci Fark			
		d(LNTOTALEXPEU)	d(LNEUGDPEURO)	d(EUCUR)	d(IMP5)
Sabiteli	t-istatistik	-11.2708	-3.6304	-5.8902	-10.1651
	Prob.	0.0000	0.0079	0.0000	0.0000
		***	***	***	***
Sabiteli ve Trendli	t-istatistik	-11.8308	-3.5993	-6.6640	-12.0508
	Prob.	0.0000	0.0384	0.0000	0.0000
		***	**	***	***
Sabitesiz ve Trendsiz	t-istatistik	-10.1219	-3.0102	-5.4112	-7.5280
	Prob.	0.0000	0.0032	0.0000	0.0000
		***	***	***	***

		BİRİM KÖK TESTİ			
		Augmented Dickey-Fuller			
		Birinci Fark			
		d(LNTOTALEXPEU)	d(LNEUGDPEURO)	d(EUCUR)	d(IMP5)
Sabiteli	t-istatistik	-5.1704	-3.4745	-5.8807	-3.7913
	Prob.	0.0001	0.0123	0.0000	0.0052
		***	**	***	***
Sabiteli ve Trendli	t-istatistik	-5.3417	-3.4375	-6.4543	-3.8534
	Prob.	0.0003	0.0565	0.0000	0.0209
		***	*	***	**
Sabitesiz ve Trendsiz	t-istatistik	-4.1546	-3.0151	-5.1302	-3.2973
	Prob.	0.0001	0.0032	0.0000	0.0014
		***	***	***	***

Kaynak: Bu sonuçlar **Imadeddin AlMosabbah** [College of Business and Economics Qassim University (KSA)] tarafından Eviews10 programı için geliştirilen yazılımdan elde edilmiştir. “n0”: Anlamlı değil. (***): % 1’de, (**): % 5’te, (*): % 10’da anlamlı. “d”: Fark operatörü. Prob.: Olasılık değeri

* MacKinnon (1996) one-sided p-values.

ARDL sınır testi seviyede ve birinci farkta durağan değişkenlerin seviye ilişkilerinin incelenmesine imkan tanıyan bir yöntemdir. Farkı alınmış veya değişime tabi tutulmuş bir değişken, diğerinden bir diğerine herhangi bir değişimde meydana gelen değişimi modellemek için kullanılmaktadır. Bu tür değişkenler, kısa dönem denklem modellemesi için gecikmeli değerleri ile modele ilave edilmektedirler. Dolayısıyla ikinci farkta ancak durağan hale gelen seriler –uygun kritik değerler tablosunun oluşturulmasındaki zorluktan dolayı- koentegrasyon analizine dahil edilememektedir. Tablo 3.4’te hem Phillips-Perron hem de Augmented Dickey-Fuller

istatistiklerine göre değişkenlerin hepsi birinci farkta durağan hale gelmektedir. Trend etkisindeki zaman serilerinde daha uygun sonuçlar verdiği için Augmented Dickey-Fuller testi yerine Phillips-Perron birim kök testinin sonuçları dikkate alınmaktadır. Phillips-Perron birim kök testi, analize tabi tutulan serilerle ARDL Sınır Testi'nin gerçekleştirilebilir olduğunu göstermektedir.

3.3.4.1.ARD L Sınır Testi İçin Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

ARDL sınır testi, bağımlı ve bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerlerine dayanan bir testtir. Bu noktada optimal gecikme uzunluğunun belirlenmesi önem arz etmektedir. ARDL model spesifikasyonu, aynı zamanda bozucu terimlerin otokorelasyonsuz olduğu varsayımına dayandığı için ele alınan vektör otoregresif modelde gecikme uzunluğunun uygun bir şekilde seçilmesi gerekmektedir.⁶⁶ ARDL sınır testi analizi, standart en küçük kareler yöntemini kullanmakta ve gecikme uzunluğunun seçimi hususunda Akaike, Schwarz, Hannan-Quinn ve düzeltilmiş R^2 gibi bilgi kriterlerine izin vermektedir. Yaygın olarak Akaike ve Schwarz bilgi kriterleri kullanılmaktadır. Akaike bilgi kriteri ARDL sınır testi için Schwarz bilgi kriterine göre daha uygun sonuçlar vermektedir. Diğer bilgi kriterleri ile kıyaslandığında Schwarz bilgi kriteri, daha basit bir model spesifikasyonu yapmaya uygun bir kriter kabul edilmektedir. Bu yüzden ARDL modelde gecikme sayısını belirlemek için Schwarz'dan ziyade Akaike bilgi kriteri seçilmektedir. Akaike bilgi kriteri seçiminde modelin “aşırı uyum”^{*} ihtimali vardır ancak Schwarz bilgi kriterinin neden olacağı “uyumsuz”^{**} model de istenmemektedir. Schwarz bilgi kriteri “cimri”^{***} bir model kabul edilmekte ve modelde uyumsuzluğa neden olabilmekteyken Akaike bilgi kriteri ise aşırı bir uyuma neden olmaktadır. Dolayısıyla uyumsuzluğa neden olmaması için Akaike bilgi kriteri seçilmekte, ARDL model spesifikasyonunda gecikme operatörü olarak kabul edilmektedir.

⁶⁶ M. Hashem Pesaran, Yongcheol Shin, Richard J. Smith, “Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships”, **Journal of Applied Econometrics**, Vol. 16, No. 3, Special Issue in Memory of John Denis Sargan, 1924-1996: Studies in Empirical Macroeconometrics, Published by: Wiley, May-June 2001, s. 308.

^{*} Over-fitting.

^{**} Under-fit.

^{***} Parsimonious.

Hata terimleri arasındaki seri ardışık ilişkiyi ortadan kaldırmak için gecikme uzunluğunu yeterince geniş seçilmesi ile, özellikle ulaşılabilir sınırlı zaman serisi verileri söz konusu olduğunda, şartlı hata düzeltme modelinin gereksiz yere aşırı parametrelili olmaması için yeterli derecede küçük seçilmesi arasında oldukça hassas bir denge bulunmaktadır.⁶⁷ Seçilen gecikme sayısının, asgari seviyede ardışık ilişkiyi ortadan kaldırırken modelin açıklama gücünde zayıflığa neden olmaması beklenmektedir. Dolayısıyla, model kurma sapkısına düşülmeden ardışık ilişkiyi ortadan kaldıracak en küçük azami gecikme uzunluğunun seçilmesi durumunda hem “aşırı parametrelilik” problemine hem de tahminde de kuvvet düşüklüğüne neden olunmamaktadır.

Analize tabi tutulan regresyon modelindeki değişkenlerin hangi gecikme değerleri ile regresyona müdahil olacağının ölçütü olarak elde edilen gecikme uzunluğunun, regresyonda kuvvet kaybına neden olmayacak formda otokorelasyonu ortadan kaldıracak en küçük azami değere sahip olması kabul edilmektedir. Bunun için, bağımlı değişken ile bağımsız değişkenlerin azami gecikme sayıları 1’den 10’a^{*} kadar sabitlenip ARDL sınır testine uyarlanmış standart en küçük kareler yöntemi^{**} ile her gecikme sayısı için farklı bir regresyon denklemi elde edilmektedir. En küçük Akaike bilgi kriteri^{***} değerine sahip regresyon gecikmesi, optimal azami gecikme sayısı olarak seçilmektedir. Gecikme uzunluğu artırıldıkça hata terimleri arasındaki

⁶⁷ M. Hashem Pesaran, Yongcheol Shin, Richard J. Smith, **Loc. Cit.**, May-June 2001

^{*} 1’den 10’a kadar sabitlenmek durumundadır, aksi halde daha ileri gecikme sayılarında örneklem boyutunun nispeten dar olması nedeniyle model kurma sapkısına sebebiyet verilmektedir.

^{**} VAR modele dayanmasa da ARDL model gecikme uzunluğunun tespiti için VAR modelin “Gecikme Uzunluğu Kriteri” de kullanılmaktadır. Bütün kombinasyonlarda “1” numaralı gecikmede ABK değeri en küçük çıkmaktadır. Bir kombinasyon hariç (Trend ve kukla değişken egzojen) geri kalan üç sınamada gecikme sayısı arttıkça ABK değeri artmamakta, 3. gecikmede azalma yaşanmaktadır. ARDL modelde azami “1” gecikmenin alınması incelenen model sayısını aşırı düşük tutacağından (8), “3” gecikme sayısı “1” gecikme sayısına tercih edilmektedir. Sonuçlar: Trend ve kukla değişken egzojen=>-**13.82508**, -14.01799, -14.04513, -14.19331, -14.36263, -14.84238, -14.94992, -15.08456, -17.41722, -19.33229. Kukla değişken hariç Trend egzojen=>-**13.67231**, -14.06525, -14.02363*, -14.16740, -14.36944, -14.83182, -14.88032, -15.01488, -17.05045, -18.93988. Kukla ve Trend değişkeni hariç=>-**13.41851**, -13.98067, -13.92054*, -14.13371, -14.34616, -14.61646, -14.59019, -14.69098, -16.32806, -17.50081. Trend hariç kukla değişken egzojen=>-**13.5029**, -13.9062, -13.8864*, -14.0928, -14.3132, -14.5770, -14.6206, -14.7724, -16.68165, -18.12827.

^{***} Tek tek deneme sonunda elde edilen en küçük Akaike bilgi kriteri değeri, daha uygun standart hataları kullanan değer olmaktadır.

ardışık ilişkide azalmalar yaşansa da* modelden veri çıkartıldığı için veri kaybı yaşanmakta ve modelin açıklama kuvveti düşmektedir. Bu durumda, otokorelasyonu ortadan kaldıracak mümkün en küçük azami gecikmeyle modeli tahmin etmek gerekmektedir. Tablo 3.5’te en uygun gecikme model, en küçük Akaike değeri “-2,786722” ile 3 gecikmeye sahip “ARDL(2, 0, 0, 0)” regresyonu olmaktadır. Bu regresyon, diğerlerine kıyasla asgari ABK (AIC) değerine sahiptir; hem % 5 belirlenlik seviyesinde otokorelasyonsuz (.0717) hem de model kurmada sapkısızdır (.5456).

**Tablo 3.5: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma:
ARDL Gecikme Sayısının Belirlenmesi**

Sabitlenmiş ve Azami Gecikme Sayısı (L)	Regresyonun ABK Değeri	Otokorelasyon Testi Gözlem*R ² (Olasılığı)	Model Sapkısı Olasılık Değeri
1 [ARDL(1, 1, 0, 0)]	-2.838556	0.766299(.3814)	.5410
2 [ARDL(2, 0, 0, 0)]	-2.833256	5.491077(.0642)	.5456
3* [ARDL(2, 0, 0, 0)]	-2.786722	7.007257(.0717)	.5456
4 [ARDL(4, 2, 0, 0)]	-2.920337	3.436582(.4876)	.8034
5 [ARDL(4, 2, 0, 0)]	-2.849433	3.721337(.5902)	.8034
6 [ARDL(3, 6, 4, 6)]	-3.189228	19.48198(.0034)	.8206
7 [ARDL(3, 6, 4, 6)]	-3.045068	19.79016(.0060)	.8206
8 [ARDL(3, 6, 4, 6)]	-2.964546	20.26119(.0094)	.8206
9 [ARDL(7, 9, 9, 9)]	-3.522104	44.70969(.0000)	.0293
10 [ARDL(10, 10, 10, 10)]	-4.380491	---(---)	.2811

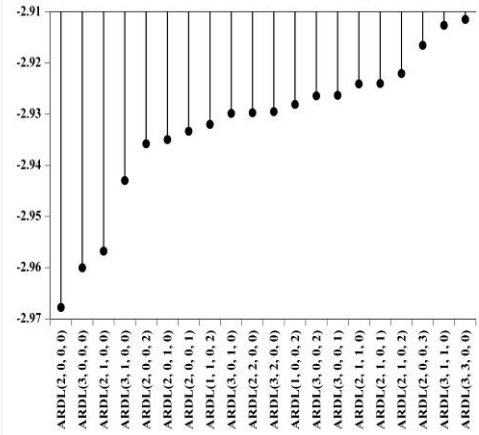
Not: “Regresyonun AIC değeri”, gecikme uzunlukları sabitlenerek; “Otokorelasyon Testi Gözlem*R²(Olasılığı)” ve “Model Sapkısı Olasılık Değeri” gecikme uzunlukları azami kılınarak elde edilen sonuçlardır. Azami kılınan gecikme sayıları durumunda değişkenler için gecikme sayıları “model değerlendirmesi” yapılarak atanmaktadır. Her iki durumda da Newey-West’in standart hataları ortadan kaldıran HAC (*Heteroskedasticity and Autocorrelation Corrected*) varyans-kovaryans dirençli tahmincileri kullanılmıştır. ---(---): Ters alınamaz tekil matris. (L) Gecikme operatörü. Otokorelasyon testi için Breusch-Godfrey Seri Otokorelasyon LÇ metodu, Model Sapkısı Olasılık Değeri için Ramsey’in RESET testi kullanılmıştır.

* Gereksiz yere yükseltilecek gecikme sayıları da –örneklem aralığını daralttığı için otokorelasyona neden olabilmektedir. Böylesi bir durumda hem otokorelasyon problemi yeniden ortaya çıkmış hem de model kurma sapkısının yanında regresyonun açıklama kuvveti düşürülmüş olmaktadır.

3 gecikmede ARDL regresyonu “ $P_x(Q+1)^K$ ” sayıda modelin incelemesini yapmaktadır. “P”, bağımlı değişken için; “Q”, bağımsız değişkenin dinamik değişkenleri için seçilen azami gecikme sayısı olmaktadır.* “K” ise modeldeki – gecikmeye tabi- dinamik değişken sayısını temsil etmektedir.** Sabite kısıtsız-Trend kısıtlayıcı modelin statik (gecikmeye tabi tutulmamış) değişkenleri ise “Sabite”, “Deterministik Trend” ve 2009Ç1-Ç2-Ç3 tarihlerini temsilen “Kukla Değişken” değişkenlerinden oluşmaktadır. “Kukla değişken tuzağı”na düşmemek için kukla değişken gecikmeye tabi tutulmamaktadır. Bu durumda azami 3 gecikmede incelemesi yapılacak model sayısı yalnızca “192” olmaktadır [$P_x(Q+1)^K$]. 192 model araştırması içerisinde en iyi 10 model incelemesi için ABK değerleri tablosu aşağıda aktarılmaktadır:

**Tablo 3.6/Şekil 3.8: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma:
ABK’ye Dayanan ARDL En Uygun 10 Model ve 20 Model**

Model sırası	ABK değeri	Modeller
128	-2.967783*	ARDL(2, 0, 0, 0)
64	-2.960031	ARDL(3, 0, 0, 0)
112	-2.956758	ARDL(2, 1, 0, 0)
48	-2.942964	ARDL(3, 1, 0, 0)
126	-2.935764	ARDL(2, 0, 0, 2)
124	-2.934946	ARDL(2, 0, 1, 0)
127	-2.933318	ARDL(2, 0, 0, 1)
174	-2.931998	ARDL(1, 1, 0, 2)
60	-2.929830	ARDL(3, 0, 1, 0)
96	-2.929713	ARDL(2, 2, 0, 0)



Not: İktisadi faaliyetlerde psikolojik, teknolojik ve kurumsal nedenlerle sık sık gecikmeler meydana gelmektedir. Regresyon modelinde serilerin gecikmeli değerleri ile bulunması, bu gecikmeleri temsil etmektedir. İktisatta seriler çok nadir olarak eşanlı regresyona girmektedir. Çoğu durumda gecikmeli değerleri ile birbirlerine etkide bulunmaktadırlar. Etki ve tepkiler, eşanlı bir şekilde gerçekleşmemektedir.

*Verilen örnekte “3” kabul edilmektedir.

**“LNEUGDP”, “EUCUR” ve “LNIMP5”.

Tablo 3.6’da, en küçük ABK değerinin olduğu 128. model en uygun model olarak seçilmektedir. Bu modele göre bağımlı değişken için gecikme sayısı “2”, egzojen olmayan-dinamik değişkenler için ise “0” kabul edilmektedir. Şekil 3.8 ise optimuma yakın 20 model içinde en uygun ARDL modelinin (2, 0, 0, 0) modeli olduğuna işaret etmektedir. Söz konusu modelde ABK değeri asgari seviyede gerçekleşmektedir.

3.3.4.2. ARDL Model Tahmini, Kısa Dönem Regresyonunun Bulunması ve Açıklanması

Tablo 3.6’dan yola çıkılarak azami 3 gecikmeye sahip ARDL (2, 0, 0, 0) modeli, değişkenlerin optimal regresyon uyumu için uygun görülmektedir. ARDL Sınır Testi için uygulanan standart en küçük kareler metodunun ARDL (2, 0, 0, 0) modeli için tahmin ettiği değerler, tablo 3.7’de gösterilmektedir.

Tablo 3.7: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma: ARDL (2, 0, 0, 0) İçin Model Tahmini (Kısa Dönem)

Bağımlı Değişken: LNEXP _t				
<u>Değişken</u>	<u>Katsayı</u>	<u>Standart Hata</u>	<u>T_{IST}</u>	<u>Olasılık</u>
LNEXP _{t-1}	0.115391	0.091159	1.265817	.2113
LNEXP _{t-2}	0.318669	0.114001	2.795323	.0073***
LNEUGDP _t	0.932823	0.468078	1.992880	.0516*
EUCUR _t	-0.072118	0.033484	-2.153793	.0360**
LNIMP5 _t	0.247376	0.072153	3.428489	.0012***
SNT _t	-0.060602	0.027048	-2.240569	.0294**
C _t	-6.321449	3.430028	-1.842973	.0711*
Trend	0.006371	0.002272	2.804623	.0071***

$$R^2=.981079 \quad F_{ISTprob.}=.000 \quad JB_{prob.}=.5013 \quad BG_X^2=.0717 \quad BPG_X^2=.1695 \quad RR_{Fprob.}=.5456$$

Not: “R²”, determinasyon katsayısı. “F_{ISTprob.}”, F istatistik olasılık değeri. “JB_{prob.}”, Jarque-Bera normal dağılım olasılığı. “BG_X²”, Breusch-Godfrey ardışık ilişki olasılık değeri. “BPG_X²”, Breusch-Pagan-Godfrey heteroskedastisite olasılık değeri. “RR_{Fprob.}”, Remzi’nin RESET (Regression Equation Specification Error Test) olasılık değeri. (***): %1’de, (**): %5’te ve (*): %10’da anlamlı.

ARDL için uygulanan standart en küçük kareler metodunun ARDL (2, 0, 0, 0) modeli için tahmin ettiği değerler, Tablo 3.7’de gösterilmektedir. “LNEXP” değişkeninin 1. gecikmesi dışında bütün değişkenlerin katsayıları anlamlı görünmektedir. Öte yandan regresyondaki yapısal değişimin bir ifadesi olarak kukla değişken (SNT_t), % 5 belirginlik seviyesinde anlamlı çıkmaktadır. Örneklem regresyon doğrusunun verilere ne kadar iyi uyduğunu gösteren ölçüt olarak⁶⁸ determinasyon katsayısı, % 98 ile oldukça yüksek çıkmaktadır. Determinasyon katsayısı, herhangi bir bağımsız değişkenin, tek başında bağımlı değişkenin yüzde kaçını açıklayabildiğine işaret etmektedir.

Tablo 3.7’de Jarque-Bera olasılığı (.5013), modelin normal dağılıma uyduğunu göstermektedir. Normallik varsayımı altında standart en küçük kareler tahmincisi sapkısız, en küçük varyanslı ve tutarlıdır.⁶⁹ “ BG_x^2 ” istatistiği ise % 7 olasılık değeri ile regresyonun hata terimleri arasında seri ardışık ilişkinin olmadığını göstermektedir. Zaman serilerinde gözlemlerin içsel korelasyonu, genellikle gözlemler arası zamansal gecikmenin bir fonksiyonu olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca uzamsal veri setinde birbirinden ayrı noktalar arasındaki korelasyon için de kullanılmaktadır (uzamsal otokorelasyon).⁷⁰ Gözlem değerleri arasındaki ardışık ilişki, zaman ve uzamda gözlemler arasındaki içsel korelasyon olarak tanımlanmaktadır.⁷¹ En küçük kareler tahmincinin uygun bir tahmini için regresyonun hata terimleri arasında ardışık ilişki istenmeyen bir olgu kabul edilmektedir. “ BPG_x^2 ” istatistiği % 17 olasılık değeri ile regresyonun homoskedastisite (sabit varyans) varsayımına uyduğunu göstermektedir. Değişen varyans (heteroskedastisite) durumunda tahmin sonuçları hatalı olmakta, en küçük kareler (EKK) metodu en düşük varyansla tahmin edebilme kabiliyetini yitirmektedir. Değişen varyans olduğu halde bildik sınaama sürecini kullanmakta

⁶⁸ Dawn C. Porter, Demodar N. Gujarati, **Temel Ekonometri**, Çev: Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, 2. basım, The McGraw-Hill Companies-Beşinci Basımdan Çeviri, Literatür Yayınevi, Ekim 2014, s. 73

⁶⁹ **Ibid.**, s. 100.

⁷⁰ B. S. Everitt, **The Cambridge Dictionary of Statistics**, Third Edition, Institute of Psychiatry, King’s College London, Cambridge University Press, 2006, s. 24

⁷¹ G. M. Kendall, William R. Buckland, **A Dictionary of Statistical Terms**, Third Edition, New York, Hafner Publishing, 1971, s. 8

devam edilirse, hem sonuç hem de çıkarımlar yanıltıcı olmaktadır.⁷²Seçilen modelde değişen varyansın bir ifadesi olarak sıfır hipotezi reddedilmektedir. “ $RR_{Fprob.}$ ”, regresyon denkleminde tahmin hatasının varlığını test etmektedir. % 55 olasılık değeri ile modelde tahmin hatası olduğunu belirten sıfır hipotezi reddedilmektedir.

Tablo 3.7’de* de görüldüğü üzere 192 model değerlendirmesi arasından seçilen 128. modelde, kukla değişkenin anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Bu durumda, serideki yapısal değişim (2008 Finans Krizi), kısa dönemde, regresyona% 5belirginlik seviyesindeetki etmekte, veride kalıcı değişikliklere neden olmaktadır. Öte yandan belirginlik katsayısının% 98 civarında olup modelin uyumsuz olmadığı anlaşılmaktadır. F istatistik olasılık değeri, bütün katsayıların eşanlı anlamlı ve dolayısıyla bir bütün olarak modelin anlamlı olduğuna işaret etmektedir. Diğer taraftan “LNEXP” serisinin birinci gecikmesi, sabite (C) ve “LNEUGDP” serisinin gecikmesiz durumu dışında diğer bütün değişkenler % 1 ya da % 5 belirginlik seviyesinde anlamlı çıkmaktadır.**

Kısa dönemde “LNEXP” değişkeninin 1 gecikmeli değeri cari değeri üzerinde anlamlı etkide bulunamamaktadır; Ancak 2. gecikmesinin kısa dönemde yaşadığı % 10’luk artış, cari değeri üzerinde yaklaşık % 3,2’lik artışa neden olmaktadır. Dolayısıyla, “LNEXP” değişkeninin ancak 2. gecikmeli etkisi, cari değerine ulaşabilmektedir. “ $LNEXP_{t-2}$ ”nin işaretinin pozitif olması, bu seride meydana gelen artışın, Türkiye’nin toplam gecikmesiz ihracat oranına negatif olarak yansımayacağı anlamına gelmektedir. Aynı durum, anlamlı olmadığı halde “ $LNEXP_{t-1}$ ” değişkeni için de geçerli olmaktadır.

“LNEUGDP”, yani Türkiye’nin toplam ihracatında ilk 10 sırada yer alan Avrupa ülkelerinin gelir seviyelerindeki herhangi bir artış veya azalış, kısa dönemde, Türkiye’nin toplam ihracatı üzerinde etkide bulunmamaktadır. Ancak,

⁷² Dawn C. Porter, Demodar N. Gujarati, **Op. Cit.**, s. 375

* Tablo 3.7, uzun dönem katsayılarını değil, kısa dönem değerlerini ifade etmektedir.

“Bu durumu olasılık değerleri dışında, T istatistik başparmak kuralı, “2-T” yordamı ile hesaplamak da mümkün görünmektedir.”V.: Dawn C. Porter, Demodar N. Gujarati, **Student Solutions Manuel for Use with Basic Econometrics, Fourth Edition, The McGraw-Hill Companies, 2004, ss. 25-26. Serbestlik derecesi 20 veya üzerindeyse (modelde 61’dir.), % 5 belirginlik seviyesinde, ve katsayının T istatistik değeri “2”nin üzerindeyse, katsayının anlamsız olduğunu temsil eden sıfır hipotezi önsel olarak reddedilmektedir.

“LNEUGDP”nin işaretinin pozitif olması, bu seride meydana gelen artışın, Türkiye’nin toplam ihracatına negatif olarak yansımayacağı anlamına gelmektedir. Bu konuda başka bir bulgu ise, ele alınan 10 ülkenin gelir seviyelerinde meydana gelen artış veya azalışın, Türkiye’nin toplam ihracatına eşanlı olarak yansımadığı, gecikmeli olarak etkide bulunduğuudur.

“EUCUR”, kısa dönemde Türkiye’nin toplam ihracatı üzerinde anlamlı etkide bulunmaktadır. Ancak işaretinin negatif olması, iktisat teorisi ile uyuşmasa da, Türkiye’nin ithalata dayalı ihracat politikasının en net göstergesi sayılmaktadır. Türk Lirası’nın Euro karşısında devalüasyona uğraması ile aramalı ithalatının daha maliyetli hale gelmesinin Türkiye’nin toplam ihracatı üzerinde yapacağı negatif etki, Türk Lirası’nın Euro karşısında devalüasyona uğramasının Türkiye’nin toplam ihracatı üzerinde yaratacağı pozitif etkiyi gölgede bırakmaktadır. Türkiye’nin ithalata, özellikle aramalı ithalatına dayalı ihracat yapısı, kurdaki dalgalanmaların etkilerini tersine çevirmektedir. Aramalı ticaretindeki artış, ara dönem ihracatı yüksek oranda ithal parça ve bileşen ile “hizmet bağlantılarını” oluşturmada yüksek sabit maliyetler içerdiğinden, reel döviz kurunun etkilerini azaltabilmektedir. Öte yandan ithal bileşenlerle ihracat yapılmaktaysa, ulusal paranın değer kaybetmesi (değer kazanması), yabancı para cinsinden ihracat fiyatını azaltmakta (artırmakta) ancak ulusal para cinsinden ithal bileşen fiyatını da yükseltmektedir (düşürmektedir). Ulusal paranın değer kaybetmesi (değer kazanması) durumunda ulusal para cinsinden ithal bileşen fiyatının yükselmesi (düşmesi) şeklindeki ikinci ihtimalin, yabancı para cinsinden ihracat fiyatı üzerindeki etkisi, toplam etkiyi kısarak, değer kaybının (değer kazanımının) yaratacağı etkiyle çelişmektedir. Bu durumda ihracatın reel döviz kuruna olan hassasiyeti azalmaktadır.⁷³ Bu bağlamda kısa dönemde, “EUCUR” değişkeninin “LNEXP” değişkenini negatif olarak etkilemesi, Türkiye’nin toplam ihracatı içerisinde ithal aramalı oranının oldukça yüksek olması nedeniyle gerçekleşmektedir. Ele alınan modelde kısa dönemde, “EUCUR” değişkeninde meydana gelen % 10’luk artış, Türkiye’nin toplam ihracatının ifadesi

⁷³ Juthathip Jongwanich, “Determinants of Export Performance in East and Southeast Asia”, **World Economy** 33, Asian Development Bank, 2010, s. 20 ve s. 25.

olarak“LNEXP” değişkeninde yaklaşık % 0,7’lik azalışa neden olmaktadır ve bu etki % 5 belirginlik seviyesinde anlamlı görünmektedir.

Türkiye’nin ithalatına konu 5 aramalıni temsil eden “LNIMP5” değişkeni ise % 1 belirginlik seviyesinde anlamlı olup analize konu aramalarının ithalatında meydana gelen % 10’luk yükseliş, Türkiye’nin toplam ihracatına kısa dönemde yaklaşık % 2,5’lik artış olarak yansımaktadır. Analize konu değişkenler dışında, bazı ekonometrik kısıtlar nedeniyle regresyona dâhil edilemeyen değişkenlerin etkilerini ifade eden sabite (C) ise ancak % 10 belirginlik seviyesinde “LNEXP” serisine anlamlı etkiye bulunabilmektedir. Bu etki negatif yönde gerçekleşmekte, diğer değişkenler “0” kabul edildiğinde Türkiye’nin toplam otonom ihracatı negatif olmaktadır. Öte yandan “Trend” değişkeni de % 1 belirginlik seviyesin de anlamlı görünmektedir: İçsel ve dışsal iktisadi trendin etkisi ile kısa dönemde, diğer değişkenlerin etkilerinin sabit tutulması kaydıyla “LNEXP” değişkeni her çeyrekte ortalama olarak 6,4 milyon Euro artış yaşamaktadır.

3.3.4.3. ARDL Şartlı Hata Düzeltme Modelinin Bulunması

ARDL testinin trend kısıtlayıcı, sabite ve trende sahip **şartlı hata düzeltme regresyonu** aşağıdaki gibidir:*

$$\Delta Y_t = \varphi_0 + \varphi_1 Trend + \varphi_2 Y_{t-1} + \varphi_3 X_{t-1}^A + \varphi_4 X_{t-1}^B + \varphi_5 X_{t-1}^C + \varphi_6 \Delta X_t^A + \varphi_7 \Delta X_t^B + \varphi_8 \Delta X_t^C + \sum_{i=0}^{p-1} \Psi_{1t} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^{p-1} \Psi_{2t} \Delta X_{t-i}^A + \sum_{i=0}^{p-1} \Psi_{3t} \Delta X_{t-i}^B + \sum_{i=0}^{p-1} \Psi_{4t} \Delta X_{t-i}^C + \Omega SNT_t + \nu_t$$

Yukarıdaki denklemde farkı alınmış bağımlı ve bağımsız değişkenlerin her biri, bağımlı değişkende meydana gelen değişimi temsil etmektedir.Şartlı hata düzeltme modeline dair açıklayıcı bilgiler Tablo 3.8’de gösterilmektedir. Uzun dönem katsayıları şartlı hata düzeltme modelinden türetilmekte, koentegre ilişkinin varlığına dair hipotez testleri yine şartlı hata düzeltme modeli üzerine inşa

*"Y_t, Y_{t-1}, X_{t-1}^A, X_{t-1}^B, X_{t-1}^C" sırasıyla “LNEXP_t”, “LNEXP_{t-1}”, “LNEUGDP_{t-1}”, “EUCUR_{t-1}” ve “LNIMP5_{t-1}” serilerini temsil etmektedir. “SNT_t” ise Perron, Zivot-Andrews ve Lee-Strazicich kırılmalı birim kök testlerinden yararlanılarak ve Gregory Chow kırılma testi ile tespit edilen yapısal değişimin yaşandığı tarihleri temsilen oluşturulan kukla değişkeni ifade etmektedir. “Δ”, fark operatörüdür.

edilmektedir. “L”, gecikme operatörünü ifade etmektedir. Genel ARDL modelinden türeyen şartlı hata düzeltme modelinin başka bir denklemi şu şekildedir:

$$\Delta Y_t = \mu + \gamma Trend + \left[\tilde{\Pi}^*(L)\Delta Y_t - 1 + \sum_{i=0}^{p-1} \bar{\delta}_i(L)\Delta X_{i,t-1} \right] + \sum_{i=0}^{p-1} \delta_i(L)\Delta X_{i,t} + \Pi(1)ECT_{t-1} + v_t$$

Tablo 3.8’de kukla değişken dışında diğer değişkenler belli belirginlik seviyelerinde anlamlı görünmektedir.

**Tablo 3.8: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma:
ARDL (2, 0, 0, 0) İçin Şartlı Hata Düzeltme Modeli**

Bağımlı Değişken: $\Delta LNEXP_t$				
<u>Değişken</u>	<u>Katsayı</u>	<u>Standart Hata</u>	<u>T_{ist}</u>	<u>Olasılık</u>
$LNEXP_{t-1}$	-0.565941	0.099302	-5.699163	.0000***
$\Delta LNEXP_{t-1}$	0.318669	0.105644	-3.016441	.0040***
$LNEUGDP_t$	0.932823	0.490600	1.901391	.0629*
$EUCUR_t$	-0.072118	0.033352	-2.162357	.0353**
$LNIMP5_t$	0.247376	0.067886	3.643969	.0006***
SNT_t	-0.060602	0.039722	-1.525661	.1333
C_t	-6.321449	3.640219	-1.736558	.0885*
Trend	0.006371	0.002517	2.531555	0.0145**
Model: Kısıtsız Sabite ve Kısıtlayıcı Trend				

Not: (***) : %1’de, (**) : %5’te ve (*) : %10’da anlamlı.

3.3.4.4. ARDL Uzun Dönem Katsayılarının Türetilmesi

ARDL modellemesi, Hata Düzeltme Modelinin yanı sıra tahmini uzun dönem ilişkisinin türetilmesi için de kullanılmaktadır. Bu yüzden, ARDL ile ilgili uzun dönem modelini elde etmek amacıyla bu uzun dönem katsayıları “ $-\varphi_2$ ”^{*} ile bölünmektedir.⁷⁴ Uzun dönem denklemi aşağıdaki gibidir:

* Şartlı Hata Düzeltme regresyonundaki Y_{t-1} ’in katsayısı ifade edilmektedir.

⁷⁴ Mouyad Alsamara, Zouhair Mrabet, Karim Barkat, Mohamed Elafif, “The Impacts of Trade and Financial Developments on Economic Growth in Turkey: ARDL Approach with Structural Break”, **Emerging Markets Finance and Trade** 55, No.: 8, 2019, s. 8

$$Y_{t-1} = \vartheta_0 + \vartheta_1 Trend + \vartheta_2 Y_{t-1} + \vartheta_3 X_{t-1}^A + \vartheta_4 X_{t-1}^B + \vartheta_5 X_{t-1}^C + \Phi SNT_t + u_t$$

Tablo 3.8'deki şartlı hata düzeltme regresyon denkleminin uzun dönem katsayılarını türetmek için değişkenlerin katsayılarını, “LNEXP_{t-1}”a ait katsayının (-0.565941), toplama işlemine göre tersine (0.565941), bölmek gerekmektedir. Sonuçlar Tablo 3.9'da aktarılmaktadır. Tablo 3.9, şartlı hata düzeltme regresyonundan türetilen regresyon denkleminin uzun dönem katsayılarını göstermektedir. Tablo 3.9, Tablo 3.8'de yer alan şartlı hata düzeltme regresyonundaki değişkenlerin seviye değerlerinin katsayılarını, “LNEXP_{t-1}”a ait katsayının (-0.565941) toplama işlemine göre tersine (0.565941) bölünmesi ile elde edilen katsayıları göstermektedir.

Tablo 3.9: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma: ARDL (2, 0, 0, 0) İçin Uzun Dönem Katsayıları

Bağımlı Değişken: LNEXP _t				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	T _{IST}	Olasılık
LNEUGDP _t	1.648269	0.736146	2.239051	.0295**
EUCUR _t	-0.127431	0.053457	-2.383817	.0209**
LNIMP5 _t	0.437105	0.139002	3.144596	.0028***
Trend	0.011258	0.003215	3.502209	.0010***
Model: Kısıtsız Sabite ve Kısıtlayıcı Trend				

Not: (***): %1'de, (**): %5'te ve (*): %10'da anlamlı.

Tablo 3.9'daki katsayılar dağıtılsa aşağıdaki uzun dönem denklemi elde edilmektedir:

$$\hat{LNEXP}_t = 0.011Trend + 1.648LNEUGDP_t - 0.127EUCUR_t + 0.437LNIMP5_t$$

Tablo 3.9, uzun dönemde regresyondaki “LNEUGDP” ve “EUCUR” değişkenlerinin % 5, “Trend” ve “LNIMP5” değişkenlerinin ise % 1 belirginlik seviyesinde “LNEXP” değişkenine anlamlı etkilerde bulunduğunu göstermektedir. Dolayısıyla “LNEXP” bağımlı değişkeni ile bağımsız değişkenler arasında uzun dönem ilişkisi bulunmaktadır.

Türkiye'nin en büyük 10 ihracat partneri Avrupa ülkesinin gelir seviyelerinde (LNEUGDP) meydana gelen % 10 oranındaki bir artış, uzun dönemde Türkiye'nin toplam ihracatını (LNEXP) yaklaşık % 16 artırmaktadır. Bu istikrarlı ilişki, iktisat teorisinin, dış alem gelir seviyesindeki artışın komşu ülkenin ihracatında artış meydana getirdiğini söyleyen varsayımı ile uyusmaktadır. Ayrıca kısa dönemde etkili olmayan "LNEUGDP", uzun dönemde Türkiye'nin toplam ihracatına etkide bulunmaktadır.

Türk Lirasının Euro karşısındaki değerini temsil eden EUCUR değişkeninde meydana gelen 1 birimlik bir artış uzun dönemde Türkiye'nin toplam ihracatını (LNEXP) yaklaşık % 13 oranında azaltmakta; TL'nin Euro karşısında yaşayacağı olası devalüasyon, toplam ihracatına negatif olarak yansımaktadır. Bu noktada Türk Lirasının değer kaybetmesinin aramalı ithalatına yansıyan negatif etkisi, Türkiye'nin ihracatına yansıyan pozitif etkisini gölgede bırakmaktadır.

"LNEUGDP" değişkeninden sonra Türkiye'nin toplam ihracatını en fazla etkileyen değişken ithalata konu en büyük paya sahip 5 aramalıyı temsil eden "LNIMP5" değişkenidir. Bu değişkende meydana gelecek % 10 oranındaki bir artış Türkiye'nin toplam ihracatını uzun dönemde yaklaşık % 4,5 oranında artırmaktadır. Yine bu değişkende % 10 oranında meydana gelen bir azalış, Türkiye'nin toplam ihracatında % 4,5 oranında kısılmaya neden olmaktadır.

Uzun dönem regresyonunda anlamlı diğer değişken, % 1 seviyesinde anlamlı olan "Trend" değişkenidir.* "LNEXP" değişkeninin diğer değişkenlerle girdiği regresyonda bir başına Trend değişkeni, her çeyrekte Türkiye'nin toplam ihracatında uzun dönemde yaklaşık 1,011 birim Euro değerinde artış meydana getirmektedir.

3.3.4.5. ARDL Koentegre İlişkinin Tespit Edilmesine Dair

Hipotez Testinin Gerçekleştirilmesi

Kısa ve uzun dönem denklemlerinin ve bu denklemlere getirilen açıklamaların geçerli olması için hipotez testlerinin, koentegre ilişkinin var olduğu

* Doğru olduğu olması durumunda Trend'in anlamlı olmadığını söyleyen sıfır hipotezini reddetmenin maliyeti 0.01 olmaktadır.

yönünde gerçekleşmesi beklenmektedir. Sabite ve trendli modelde trend kısıtlı koentegrasyon hipotez testleri aşağıdaki gibidir:

$$H_0 : \Pi(1) \cap \{\delta(1)\}_{i=0}^{p-1} = 0 \rightarrow \text{Seriler koentegre değildir.}$$

$$H_A : \Pi(1) \cup \{\delta(1)\}_{i=0}^{p-1} \neq 0 \rightarrow \text{Seriler koentegredir.}$$

Sıfır hipotezi koentegre ilişkinin yokluğunu, alternatif hipotez ise koentegre ilişkinin varlığını ifade etmektedir. Hipotez testi için F istatistik değeri ile Pesaran'ın 2001 yılındaki çalışmasında verdiği alt ve üst sınır eşik değerlerinin karşılaştırılması yapılmaktadır. İlgili F_{ist} değeri, alt sınır eşik değerinden küçükse sıfır hipotezi reddedilememekte ve değişkenler arası koentegre ilişkinin varlığı yadsınmış olmaktadır. İlgili F_{ist} değeri, üst eşik değerinden büyükse sıfır hipotezi reddedilmekte ve değişkenler arası koentegre ilişkinin varlığı kabul edilmiş olmaktadır. F_{ist} değerinin alt ve üst sınır arasında kalması durumunda belirsizlik söz konusu olmakta ve bu sonuç, koentegre ilişkinin bulunmadığını söyleyen sıfır hipotezinin reddedilmesi için yeterli olmamaktadır.

Tablo 3.10: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma: ARDL (2, 0, 0, 0) İçin Hipotez Testi

Sıfır Hipotezi:				
Değişkenler, seviyede koentegre ilişkisizdirler.				
<u>Test İstatistiği</u>	<u>Değer</u>	<u>Anlamlılık</u>	<u>Alt Sınır</u>	<u>Üst Sınır</u>
F_{IST}	9.097283	%1	4.928	5.95***
		%5	3.684	4.584***
		%10	3.13	3.968***

Gerçek örneklikle boyutu: 59 | Gecikmeye tabi değişken sayısı: 3

Not: (***) : %1'de, (**) : %5'te ve (*) : %10'da anlamlı.

Tablo 3.10'da görüleceği üzere F_{ist} değeri (9.1) alt sınırın (% 1'de 4.9, % 5'te 3.7 ve % 10'da 3.1) ve üst sınırın (% 1'de 6, % 5'te 4.6 ve % 10'da 4) oldukça üzerinde olduğu için, değişkenlerin seviyede uzun dönem koentegre ilişkisine sahip değildir diyen sıfır hipotezi reddedilmektedir. Bu durumda alternatif hipotez altında analize konu değişkenlerin seviyede uzun dönem koentegre ilişkiye sahip olduğunu

söyleyen önerme kabul edilmektedir. Bu durumda kısa ve uzun dönem katsayıları üzerine yapılan açıklamalar geçerlilik kazanmaktadır.

3.3.4.6. ARDL Hata Düzeltme Modelinin Türetilmesi

Literatürde koentegrasyon analizi için “denge faktörü” önemli bir yer kaplamaktadır. Bu faktör, zaman serisi analistlerince iktisadi verilerin kısa ve uzun dönem dinamiklerini açıklamak için kullanılan modellere iktisadi denklik teorilerinin uygulanmasını olanaklı kılmaktadır. Ortaya çıkan hata düzeltme modelleri, daha iyi kısa dönem tahminlerinin yanı sıra iktisadi varsayımlarla tutarlı uzun dönem tahminleri üretmektedir.⁷⁵ Bunun dışında uzun dönem denge ilişkisinin kısa dönem dinamiklerini tespit etmek için koentegrasyon testinin sonrasında hata düzeltme vektörü tahmin edilmek durumundadır. Koentegrasyon analizinde hata düzeltme modellerinin yeri oldukça önemli kabul edilmektedir. Hata düzeltme mekanizmaları, iktisadi unsurların optimal tepkisini temsil etmektedir.⁷⁶ İlk kez J. D. Sargan’ın kullandığı ve Engle ile Granger’ın yaygınlaştırdığı Hata Düzeltme Modeli, dengesizlikleri giderme işlevi taşımaktadır. Granger Temsiliyet Teorisine göre, X ve Y gibi iki değişken arasında koentegre ilişki mevcut ise, bu ikili arasındaki ilişki hata düzeltme mekanizması türünden ifade edilebilmektedir.⁷⁷ Bu mekanizma ile bir dönem içinde meydana gelen dengesizliğin ne kadarının bir dönem sonra düzeltileceği anlaşılmaktadır. Serilerin durağan hale getirilmesi sürecinde uzun dönem bilgisinde aşınmalar meydana gelmektedir. Hata düzeltme mekanizması kullanılarak verilerdeki bilgi kaybı telafi edilmektedir. Hata düzeltme mekanizmasının çalışabilmesi için hata terimlerinin seviye durağanlığına sahip ve değişkenler arası koentegre ilişkinin mevcut olması gerekmektedir.

Aşağıda ARDL analizinin son aşamasını temsil eden **Hata Düzeltme Modeli** aktarılmaktadır:

⁷⁵ C. J. W. Granger, “Developments in the Study of Cointegrated Economic Variables”, **Oxford Bulletin of Economics and Statistics** 48, 3/1986, s. 226

⁷⁶ Mark Salmon, “Error Correction Mechanisms”, **The Economic Journal**, Vol. 92, No. 367, Wiley on behalf of the Royal Economic Society, Sep. 1982, s. 28

⁷⁷ Dawn C. Porter, Demodar N. Gujarati, **Student Solutions Manuel for Use with Basic Econometrics**, Fourth Edition, The McGraw-Hill Companies, 2004, s. 825

$$\Delta Y_t = \eta_0 + \sum_{i=0}^{p-1} \delta_{1t} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^{p-1} \delta_{2t} \Delta X_{t-i}^A + \sum_{i=0}^{p-1} \delta_{3t} \Delta X_{t-i}^B + \sum_{i=0}^{p-1} \delta_{4t} \Delta X_{t-i}^C + \Psi SNT_t + \Pi ECT_{t-1} + v_t$$

Bu model LNEXP, LNEUGDP, EUCUR ve LNIMP5 değişkenlerinde meydana gelen kısa dönemli dengeden sapmaların ne kadarının uzun dönemde düzelme yaşayacağını ifade etmektedir. Bunun ölçütü, “ ECT_{t-1} ” değişkeninin “ Π ” katsayısı olmaktadır. Uzun ve kısa dönem katsayılarının tahmin edilmesi ve hata düzeltme teriminin saptanması, Tablo 3.11’deki sıfır hipotezinin reddedilmesini anlamlı kılmaktadır.

**Tablo 3.11: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma:
ARDL (2, 0, 0, 0) Hata Düzeltme Modelinin Türetilmesi**

Bağımlı Değişken: $\Delta LNEXP_t$				
<u>Değişken</u>	<u>Katsayı</u>	<u>Standart Hata</u>	<u>T_{IST}</u>	<u>Olasılık</u>
$\Delta LNEUGDP_{t-1}$	-0.318669	0.095146	-3.349258	.0015***
C_t	-6.315078	0.907508	-6.958702	.0000***
SNT_t	-0.060602	0.034628	-1.750112	.0861*
ECT_{t-1}	-0.565941	0.080804	-7.003854	.0000***
Model: Kısıtsız Sabite ve Kısıtlayıcı Trend Dahil edilen örneklem sayısı: 59				
$R^2=0.636741$ $F_{IST}=32.13569$ $ABK=-3.103149$				

Not: (***): %1’de, (**): %5’te ve (*): %10’da anlamlı.

Tablo 3.11, modelin hata düzeltme terimi ile uzun ve kısa dönem katsayılarını bir arada gösteren hata düzeltme regresyonunun sonuçlarını ifade etmektedir. Hata Düzeltme Modelinde hata düzeltme teriminin (ECT_{t-1}) katsayısı, önceki bütün ARDL süreçlerini onaylamaktadır. Hata Düzeltme Terimi, uzun dönem dengesine uyarlanma hızını temsil etmekte ve bu terimin katsayısının “ $-1 < \Pi < 0$ ” varsayımını sağlıyor olması gerekmektedir. Modelimizde hata düzeltme teriminin katsayısı “-0.565941” ve olasılık değeri “.000” olup istenen şartları taşımaktadır. Bu katsayı, kısa dönemde değişkenler arasında meydana gelen sapmanın uzun dönemde tekrar

yakınsadığına işaret etmektedir. Değişkenler arasında meydana gelen sapma, bir dönem sonra % 57 oranında düzelmektedir; % 57’lik fark yeniden kapanmaktadır. Dengesizliğe doğru herhangi bir hareketin yaklaşık % 57’si bir periyot içerisinde ortadan kaldırılmaktadır. Tablo 3.11’deki bütün değişkenlerin katsayıları “SNT_t” serisi hariç, % 1 belirginlik seviyesinde anlamlıdır. Hata düzeltme teriminin katsayısı ise varsayımlara uymaktadır.

3.3.4.7. ARDL Sınır Testi Sonuçlarının Politik Amaçlarla Kullanılması

2008 krizi sonrası Türkiye’nin ihracat sektöründe meydana gelen bozulmaları analiz edebilmek için uygulanan ARDL Sınır Testi’nin, Türkiye’nin dış ticaret yapısı konusunda önemli sonuçları bulunmaktadır. Türkiye, 2001 yılındaki “Güçlü Ekonomiye Geçiş” programıyla, ithalata konu malların yurtiçinde üretilmesini ifade eden sanayileşme politikası yerine “düşük kur yüksek faiz” politikasını benimsemektedir. Bu politikanın iki açıdan Türkiye ekonomisine yansımaları olmuştur. Birincisi, kurun düşük tutulması ile amaçlanan ihracat getirilerinde artış beklentisi, iktisat teorisinin, kapitalist üretim sisteminin zayıf halkalarından* biri olan Türkiye’nin kendine özgü özelliklerini göz ardı ettiği için, yerine gelmemektedir. İkincisi, faizin yüksek tutulması suretiyle Türkiye ekonomisini doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından ziyade yabancı portföy yatırımları için cazibe noktası kılmak, onu finansal krizler karşısında daha kırılgan hale getirmekte, finansal göstergelerinde meydana gelen yapısal kaymaların iktisadi veriler üzerindeki kalıcı etkilerini kuvvetlendirmektedir.

Türkiye’de, döviz kurunun ihracat gelirleri üzerinde yaratması beklenen pozitif etki, Türkiye’nin aramalı ithalatına olan bağımlılığı nedeniyle negatif etki halini almaktadır. Bu durum, Türkiye’nin artık devalüasyon gibi bir para politikası aracını yitirdiği anlamına gelmektedir. Bu durumun altında yatan neden, ihracata konu mallar içerisinde ithal bileşkelerin sahip olduğu paydır. Bu bileşkelerin başında

* Çağdaş kullanımı, “*Fragile Five*”.

ise aramaları gelmektedir.* Tablo 3.7'nin gösterdiği üzere ithalata konu 5 aramalarının (LNIMP5) Türkiye'nin toplam ihracatına (LNEXP) olan etkisi oldukça anlamlı ve güçlüdür. Öte yandan LNIMP5 değişkeni, en büyük paya sahip ihracat partneri 10 Avrupa ülkesinin gelir seviyesindeki (LNEUGDP) dalgalanmaların gecikmeli etkilerinin aksine ihracata eşanlı (gecikmesiz) etkide bulunabilmektedir. LNEUGDP'nin eşanlı gecikmesi anlamlı değildir, ancak birinci, ikinci veya üçüncü gecikmelerde anlamlı hale gelmekte, LNEUGDP gecikmeli değerleri ile LNEXP'e etkide bulunabilmektedir.

Türkiye'nin devalüasyon gibi bir para politikası aracını tekrar kullanabilmesi için döviz kurunun toplam ihracat üzerindeki negatif etkisini ortadan kaldıracak aramalı ithalatındaki bağımlılığını azaltması gerekmektedir. Bunun için aramalarını içeride üretebilecek hale gelmesi ya da ikili anlaşmalarla aramalı ithalatını daha az maliyetli kılacak yollara başvurması zorunlu görünmektedir. Bir ülkenin gelişme yolundaki ülkeler kategorisinden gelişmiş ülkeler kategorisine sıçrayabilmesinin ilk şartının endüstrileşebilmesi olduğu düşünüldüğünde, aramalı ithalatına olan bağımlılıkta azalış, Türkiye'nin endüstrileşmesinin yollarını açmaktadır.

3.3.5. Toda-Yamamoto Nedensellik Analizinin Uygulanması

Bu başlık altında koentegrasyon ilişkisinin tamamlayıcı unsuru olarak Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi (1995) yapılmaktadır. İktisat literatüründe Türkiye'nin ihracat sektörüne dair Toda-Yamamoto analizini uygulayan çalışmaların sayısı fazla değildir; bir başına olmaktan ziyade ancak ülkeler grubu içerisinde ele alınarak Türkiye'nin ihracat sektörü Toda-Yamamoto-Granger Nedensellik testine tabi tutulmaktadır.

Abdulnasser Hatemi-J ve Manuchehr Irandoust, 2009 tarihli çalışmalarında Yunanistan, Portekiz, Meksika ve İrlanda ile birlikte Türkiye'nin büyüme oranları ya da çıktı seviyesi ile ihracat sektörü arasındaki nedensellik ilişkisini incelemiş ve uzun dönemde Türkiye ve Yunanistan'a ait göstergeler için

* Analize konu aramaları: Sanayi için işlem görmemiş hammaddeler, sanayi için işlem görmüş hammaddeler, yatırım mallarının aksam ve parçaları, taşımacılık araçlarının aksam ve parçaları, işlem görmüş diğer yakıt ve yağlar.

herhangi bir nedenselliğe rastlamamaktadır.⁷⁸ **Aydın ve Sarı**, 1980–2012 yılları için Türkiye’nin ihracat sektörü ile milli geliri arasında Toda-Yamamoto nedensellik ilişkisini analiz etmekte ve milli gelirden ihracat sektörüne doğru tek yönlü nedensel ilişki saptamaktadır.⁷⁹ **Beşer ve Kiliç**, 1989-2015 yıllarını kapsayan panel veri ile çalışmış ve İran, İsrail, Mısır ve Rusya ile birlikte Türkiye’deki milli gelir ve ihracat seviyesi arasında nedensellik ilişkisini analiz ettiği incelemesinde karşılıklı* nedensellik ilişkisine ulaşmaktadır.⁸⁰ **Polat**, Türkiye’nin araştırma geliştirme harcamalarının yüksek teknoloji ihracatı ile büyümeye etkisini araştırdığı çalışmasında Toda-Yamamoto Granger testi uygulamakta ve yüksek teknoloji ihracatı ile araştırma geliştirme harcamalarının milli hâsıla içerisindeki payı arasında herhangi bir nedenselliğe rastlamamaktadır.⁸¹ **Acaravci ve Ozturk**, 1989-2006 için çeyrek veriler kullanarak reel ihracat sektöründen GSYH’ye doğru tek yönlü Toda-Yamamoto Granger nedensellik tespit etmiştir.⁸²

Granger (1969), Sims (1972) ve Hsiao (1979) nedensellik ile Engle ve Granger (1987) ve Johansen (1988 ve 1991) koentegrasyon testi çalışmaları üzerine geliştirilen Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi, serilerin entegrasyon derecelerine kısıtlama koymamaktadır. Toda-Yamamoto, 1995 tarihli makalesinde VAR modellemelerinde birim kök meselesinin ciddi sorun teşkil ettiğini ve her şeyden önemlisi birim kökün varlığını test eden Fuller (1976), Dickey-Fuller (1979), Pantula (1989), Phillips (1987) ve Phillips-Perron (1988) *etc.* yöntemlerinin test öncesi eğilim* içerdiklerini belirtmekte, daha yeni ve uygulanması daha kolay** bir yöntem

⁷⁸**V.:** Abdunasser Hatemi-J, Manuchehr Irandoust, “Time-series Evidence for Balassa’s Export-led Growth Hypothesis (2000)”, **The Journal of International Trade & Economic Development: An International and Comparative Review**, 9:3, 355-365, 2009

⁷⁹**V.:** Mücahit Aydın, Aydın Sarı, “Relationship Between GDP and Export in Turkey”, **Annals of the Economy Series**, Special Issue, 282-288, Constantin Brâncuşi University of Târgu Jiu, 2014

*Feedback.

⁸⁰**V.:** Murat Beşer, Nazife Özge Kiliç, **Analysis about Export and Economical Growth of Countries that Give Economic and Political Direction to Middle East Geography**, Microeconomics and Macroeconomics, 5(1): 1-5, 2017

⁸¹**V.:**Efdal Polat, “Effects of R&D and Innovation on High Technology Exports and Economic Growth: A Practice for Turkey”, **Logic of Our Age: The Individual and Society in the Market’s Grasp**: 55, Economic Development: Global & Regional Studies, Edited by Halil İbrahim Aydın and Magdalena Zİolo and Aniela Balacescu, Global Studies Vol. 4, April 2017

⁸²**V.:** Ali Acaravci, İlhan Ozturk, “Testing the Export-led Growth Hypothesis: Empirical Evidence from Turkey”, **The Journal of Developing Areas**44, 245-254. 10.1353/jda.0.0079, 2010

*Pretest bias.

**Serilerin entegrasyon derecelerine kısıtlama koymamaktadır.

ileri sürmektedir. Toda-Yamamoto, VAR süreçlerinin bazı birim kök içerdikleri ihtimallerde karşılaşılan hipotez testi problemleri ile başa çıkmak için pratik bir yöntem önermektedir. Toda-Yamamoto testi, VAR modelin deterministik bir trend etrafında durağan ya da herhangi bir derecede entegre veya koentegre olup olmadığı dikkate alınmaksızın uygulanabilmektedir. Ele alınan zaman serilerinin entegrasyon ve koentegrasyon derecelerine odaklanmaksızın bir seviye VAR regresyonu tahmin edilebilmekte ve Walt kıstası uygulanarak katsayılar yüklenen doğrusal ve doğrusal olmayan kısıtlar test edilebilmektedir.⁸³ VAR model gecikme uzunluğunun boyutu [optimal gecikme (OG)] ve serilerin azami entegrasyon dereceleri [entegrasyon gecikmesi (EG)] bu testte önemini korumaktadır. VAR model, OG ve EG gibi kriterler üzerine inşa edilmektedir. Model parametrelerine kısıt eklenerek Granger Nedensellik testi uygulanmaktadır. VAR model ilişkisiz regresyon*** analizi kullanılarak tahmin edilmektedir.⁸⁴ Tablo 3.12’de sıradan en küçük kareler ile ifade edilen “Model Regresyon”ların, Toda-Yamamoto testinin dayandığı VAR model formu şu şekildedir:

Model VAR Regresyon 1:

$$LNEXPT_T = \mu_{1i} + \gamma_{1i}Trend_{1T} + \sum_{i=1}^{OG+EG} \delta_{1i}LNEXP_{T-1} + \sum_{i=1}^{OG+EG} \phi_{1i}LNEUGDP_{T-1} + \sum_{i=1}^{OG+EG} \varphi_{1i}EUCUR_{T-1} + \sum_{i=1}^{OG+EG} \varpi_{1i}LNIMP5_{T-1} + \Pi_{1i}SNT_{2008\text{Ç}4} + v_{1T}$$

Model VAR Regresyon 2:

$$LNEUGDP_T = \mu_{2i} + \gamma_{2i}Trend + \sum_{i=1}^{OG+EG} \delta_{2i}LNEXP_{T-1} + \sum_{i=1}^{OG+EG} \phi_{2i}LNEUGDP_{T-1} + \sum_{i=1}^{OG+EG} \varphi_{2i}EUCUR_{T-1} + \sum_{i=1}^{OG+EG} \varpi_{2i}LNIMP5_{T-1} + \Pi_{2i}SNT_{2008\text{Ç}4} + v_{2T}$$

Model VAR Regresyon 3:

⁸³ Hiro Y. Toda, Taku Yamamoto, “Statistical Inference in Vector Autoregressions with Possibly Integrated Processes”, **Journal of Econometrics** 66, 225-250, Received February 1993; final version received January 1994, 1995, s. 227

*** *Unrelated regression.*

⁸⁴ Mücahit Aydın, Aydın Sarı, “Relationship Between GDP and Export in Turkey”, **Annals of the Economy Series**, Special Issue, 282-288, Constantin Brâncuși University of Târgu Jiu, 2014, s. 286

$$EUCUR_T = \mu_{3i} + \gamma_{3i}Trend + \sum_{i=1}^{OG+EG} \delta_{3i}LNEXP_{T-1} + \sum_{i=1}^{OG+EG} \phi_{3i}LNEUGDP_{T-1} + \sum_{i=1}^{OG+EG} \varphi_{3i}EUCUR_{T-1} + \sum_{i=1}^{OG+EG} \varpi_{3i}LNIMP5_{T-1} + \Pi_{3i}SNT_{2008\zeta 4} + v_{3T}$$

Model VAR Regresyon 4:

$$LNIMP5_T = \mu_{4i} + \gamma_{4i}Trend + \sum_{i=1}^{OG+EG} \delta_{4i}LNEXP_{T-1} + \sum_{i=1}^{OG+EG} \phi_{4i}LNEUGDP_{T-1} + \sum_{i=1}^{OG+EG} \varphi_{4i}EUCUR_{T-1} + \sum_{i=1}^{OG+EG} \varpi_{4i}LNIMP5_{T-1} + \Pi_{4i}SNT_{2008\zeta 4} + v_{4T}$$

Tablo 3.12, yukarıda kurulan geliştirilmiş VAR regresyonlarına ait görünürde ilişkisiz regresyon sonuçlarını göstermektedir. Tablo 3.4'teki Phillips-Perron birim kök sonuçları, birinci fark işleminin sonrasında bütün değişkenlerin durağan hale geldiğine işaret etmektedir. Dolayısıyla ele alınan serilerin hepsi 1. derecede entegre olmakta, entegrasyon gecikmesi (EG) “1” değerini almaktadır. Optimal gecikme sayısı (OG) ise “2” olmaktadır (EG+1). 2008 krizinin neden olduğu yapısal değişimi temsilen kukla değişkenin egzojen olarak ilave edildiği regresyonda durağan süreç, hata teriminde normalite, homoskedastisite ve ardışık ilişkisizlik varsayımlarının bir arada olduğu tek uygun gecikme uzunluğu “3” olmaktadır (OG+EG).

**Tablo 3.12: İhracattaki Bozulmaya Dair Ampirik Bir Çalışma:
Toda-Yamamoto Granger Nedensellik Tablosu**

Model SEK Regresyon 1:

$$\text{LNEXP}_t = \mu_1 + \lambda_1 \text{Trend} + \Theta_1 \text{LNEUGDP}_t - \Theta_2 \text{EUCUR}_t + \Theta_3 \text{LNIMP5}_t + \text{I}_1 \text{SNT}_{2008\text{Ç4}} + v_t$$

Açıklanan: LNEXP_t | **Açıklayıcı(lar):** μ_1 , Trend_1 , LNEUGDP_t , EUCUR_t , LNIMP5_t , $\text{SNT}_{2008\text{Ç4}}$

Egzogen(ler): μ , Trend , $\text{SNT}_{2008\text{Ç4}}$

<u>Nedensellik</u>	<u>OG + EG</u>	<u>X²(Olasılık)</u>	<u>Sonuç</u>
$\text{LNEUGDP} \blacktriangleright \text{LNEXP}$	2 + 1	6.21(.0447)**	TY Granger Nedensellik
$\text{EUCUR} \blacktriangleright \text{LNEXP}$	2 + 1	8.71(.0128)**	TY Granger Nedensellik
$\text{LNIMP5} \blacktriangleright \text{LNEXP}$	2 + 1	5.05(.0799)*	[Zayıf] TY Granger Nedensellik
$\mu_1 \blacktriangleright \text{LNEXP}$	1	18.9(.0000)***	[Güçlü] TY Granger Nedensellik
$\text{Trend}_1 \blacktriangleright \text{LNEXP}$	1	14.9(.0001)***	[Güçlü] TY Granger Nedensellik
$\text{SNT}_{2008\text{Ç4}} \blacktriangleright \text{LNEXP}$	1	27.1(.0000)***	[Güçlü] TY Granger Nedensellik
$R^2=0.98$ $\text{Adj}R^2=0.97$ $\text{BSH}=0.05$ $\text{DW}_{\text{IST}}=1.91$			

Model SEK Regresyon 2:

$$\text{LNEUGDP}_t = \mu_2 + \lambda_2 \text{Trend}_2 + \Theta_4 \text{LNEXP}_t - \Theta_5 \text{EUCUR}_t + \Theta_6 \text{LNIMP5}_t + \text{I}_2 \text{SNT}_{2008\text{Ç4}} + u_t$$

Açıklanan: LNEUGDP_t | **Açıklayıcı(lar):** μ_2 , Trend_2 , LNEXP_t , EUCUR_t , LNIMP5_t , $\text{SNT}_{2008\text{Ç4}}$

Egzogen(ler): μ , Trend , $\text{SNT}_{2008\text{Ç4}}$

<u>Nedensellik</u>	<u>OG + EG</u>	<u>X²(Olasılık)</u>	<u>Sonuç</u>
$\text{LNEXP} \blacktriangleright \text{LNEUGDP}$	2 + 1	3.64(.1615)	[Nötr] TY Granger Nedensellik
$\text{EUCUR} \blacktriangleright \text{LNEUGDP}$	2 + 1	4.03(.1330)	[Nötr] TY Granger Nedensellik
$\text{LNIMP5} \blacktriangleright \text{LNEUGDP}$	2 + 1	7.29(.0260)**	TY Granger Nedensellik
$\mu_2 \blacktriangleright \text{LNEUGDP}$	1	0.003(.9535)	[Nötr] TY Granger Nedensellik
$\text{Trend}_2 \blacktriangleright \text{LNEUGDP}$	1	2.47(.1160)	[Nötr] TY Granger Nedensellik
$\text{SNT}_{2008\text{Ç4}} \blacktriangleright \text{LNEUGDP}$	1	8.88(.0029)***	[Güçlü] TY Granger Nedensellik
$R^2=0.99$ $\text{Adj}R^2=0.99$ $\text{BSH}=0.004$ $\text{DW}_{\text{IST}}=1.96$			

Model SEK Regresyon 3:

$$\text{EUCUR}_t = \mu_3 + \lambda_3 \text{Trend}_3 + \Theta_7 \text{LNEXP}_t + \Theta_8 \text{LNEUGDP}_t + \Theta_9 \text{LNIMP5}_t + \text{I}_3 \text{SNT}_{2008\text{Ç4}} + \alpha_t$$

Açıklanan: EUCUR_t | **Açıklayıcı(lar):** μ_3 , Trend_3 , LNEXP_t , LNEUGDP_t , LNIMP5_t , $\text{SNT}_{2008\text{Ç4}}$

Egzogen(ler): μ , Trend , $\text{SNT}_{2008\text{Ç4}}$

<u>Nedensellik</u>	<u>OG + EG</u>	<u>X²(Olasılık)</u>	<u>Sonuç</u>
$\text{LNEXP} \blacktriangleright \text{EUCUR}$	2 + 1	4.70(.0952)*	[Zayıf] TY Granger Nedensellik
$\text{LNEUGDP} \blacktriangleright \text{EUCUR}$	2 + 1	6.01(.0494)**	TY Granger Nedensellik
$\text{LNIMP5} \blacktriangleright \text{EUCUR}$	2 + 1	2.56(.2771)	[Nötr] TY Granger Nedensellik
$\mu_3 \blacktriangleright \text{EUCUR}$	1	0.08(.7758)	[Nötr] TY Granger Nedensellik
$\text{Trend}_3 \blacktriangleright \text{EUCUR}$	1	1.20(.2730)	[Nötr] TY Granger Nedensellik
$\text{SNT}_{2008\text{Ç4}} \blacktriangleright \text{EUCUR}$	1	7.35(.0067)***	[Güçlü] TY Granger Nedensellik
$R^2=0.98$ $\text{Adj}R^2=0.97$ $\text{BSH}=0.12$ $\text{DW}_{\text{IST}}=1.93$			

Model SEK Regresyon 4:

$$LNIMP5_t = \mu_4 + \lambda_4 Trend_t + \Theta_{10} LNEXP_t + \Theta_{11} LNEUGDP_t - \Theta_{12} EUCUR_t + \Upsilon_4 SNT_{2008\text{Ç4}} + \rho_t$$

Açıklanan: LNIMP5_t | **Açıklayıcı(lar):** μ_4 , Trend_{4t}, LNEXP_t, LNEUGDP_t, EUCUR_t, SNT_{2008Ç4}

Egzojen(ler): μ , Trend, SNT_{2008Ç4}

<u>Nedensellik</u>	<u>OG + EG</u>	<u>X²(Olasılık)</u>	<u>Sonuç</u>
LNEXP ► LNIMP5	2 + 1	16.5(.0003)***	[Güçlü] TY Granger Nedensellik
LNEUGDP ► LNIMP5	2 + 1	3.70(.1566)	[Nötr] TY Granger Nedensellik
EUCUR ► LNIMP5	2 + 1	0.85(.6538)	[Nötr] TY Granger Nedensellik
μ_4 ► LNIMP5	1	8.78(.0030)***	[Güçlü] TY Granger Nedensellik
Trend ₄ ► LNIMP5	1	6.01(.0142)***	[Güçlü] TY Granger Nedensellik
SNT _{2008Ç4} ► LNIMP5	1	32.5(.000)***	[Güçlü] TY Granger Nedensellik

$R^2=0.96$ | $AdjR^2=0.94$ | $BSH=0.08$ | $DW_{IST}=2.28$

Modellemelere Dair Bağlayıcı İstatistikler

Jarque-Bera		Homoskedastisite		Otokorelasyon	
JB _{IST}	Olasılık	X ² _{IST}	Olasılık	Rao F _{IST}	Olasılık
9.17	.3277***	268	.5233***	1.77	.0432*

Not: TY: Toda-Yamamoto. “ v_t ”, “ u_t ”, “ α_t ” ve “ ρ_t ” beyaz gürültü hata terimleri; (*), (**) ve (***) sırasıyla %10, %5 ve %1’de anlamlılık; “ R^2 ” determinasyon katsayısı, “ $AdjR^2$ ” düzeltilmiş determinasyon katsayısı, “ BSH ” regresyonun standart hatası ve “ DW_{IST} ” Durbin-Watson istatistiği; “ OG ” optimal gecikme ve “ EG ” azami entegrasyon gecikmesi (d_{MAX}) anlamındadır.

Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi, “Granger Nedensizlik”^{*} üzerine inşa olmakta ve sıradan Granger Nedenselliğin yetersizliklerini giderme iddiasını taşımaktadır. Ki-kare dağılım formu içerisinde gelişmiş SVAR/dMAX modellemesini kullanan Toda-Yamamoto testi, sıradan Granger Nedensellik metodunu geliştirme gayesi taşımaktadır. O yüzden Tablo 3.12’nin sonuç kısmı TY (Toda-Yamamoto) “Granger Nedensellik” olarak tanımlanmaktadır. Tablo 3.12, ele alınan LNEXP, LNEUGDP, EUCUR ve LNIMP5 değişkenleri arasındaki nedensellik ilişkisini ortaya koyan ve Granger Nedensellik Analizi’nin geliştirilmiş biçimi olan Toda-Yamamoto Granger Nedensellik sonuçlarını göstermektedir.

^{*}Granger non-causality. V.: Hiro Y. Toda, Taku Yamamoto, “Statistical Inference in Vector Autoregressions with Possibly Integrated Processes”, **Journal of Econometrics** 66, Received February 1993; final version received January 1994, 1995, s. 227

Türkiye'nin toplam ihracatının (LNEXP) bağımlı değişken kabul edildiği 1 numaralı modelde, bütün değişkenler, "LNEXP"ın TY (Toda-Yamamoto) Granger nedenidir. Tablo 3.12, "LNIMP5" serisinden "LNEXP" değişkenine doğru nedensellik ilişkisini "zayıf" bir nedensellik ilişkisi olarak tanımlamaktadır. Sabite, trend ve yapısal değişimi temsil eden "SNT_{2008Ç4}"ten Türkiye'nin toplam ihracatına (LNEXP) doğru Güçlü TY Granger Nedensellik ilişkisi saptanmaktadır.

Türkiye'nin ihracat rakamlarında en büyük paya sahip 10 Avrupa ülkesinin gelir seviyesinin(LNEUGDP)bağımlı değişken kabul edildiği 2 numaralı modelde, "SNT_{2008Ç4}" ve "LNIMP5" dışında "LNEUGDP" değişkenine doğru herhangi bir TY Granger Nedensellik ilişkisi bulunmamaktadır. Tablo 3.12, "EUCUR" değişkeninden "LNEUGDP" değişkenine, "LNEXP" değişkeninden "LNEUGDP" değişkenine doğru TY Granger Nedensellik ilişkisi saptanamamaktadır.

Türk Lirası'nın Euro para birimi karşısındaki değerinin(EUCUR)bağımlı değişken kabul edildiği 3 numaralı modelde, Tablo 3.12'deki "LNEXP" değişkeninden "EUCUR" değişkenine yönelik Zayıf TY Granger Nedensellik tespit edilmektedir.*"LNEUGDP" değişkeninden "EUCUR" değişkenine doğru da TY Granger Nedensellik bulunmaktadır. Öte yandan "LNIMP" değişkeninden "EUCUR" değişkenine doğru TY Granger Nedensellik ilişkisi bulunmamaktadır. Ayrıca "SNT_{2008Ç4}" değişkeninden "EUCUR"a yönelik TY Granger nedensel ilişki güçlü iken sabite ve trend için aynı şey geçerli olmamaktadır.

Türkiye'nin ithalatına konu 5 aramalarının(LNIMP5)bağımlı değişken kabul edildiği 4 numaralı modelde, "LNEXP" değişkeninden "LNIMP5" değişkenine doğru TY Granger Nedensellik mevcutken "EUCUR" değişkeninden "LNIMP5" değişkenine yönelik TY Granger Nedensellik ilişkisi bulunmamaktadır. Tablo 3.12'ye göre "LNEUGDP", "LNIMP5"ın TY Granger nedeni değildir. Sadece "LNIMP5", "LNEUGDP"nin TY Granger nedeni sayılmaktadır. Öte yandan "SNT_{2008Ç4}", sabite ve trend'in "LNIMP5" değişkenine doğru TY Granger nedenselliği güçlü görünmektedir.

*Ki-Kare olasılığının oldukça büyük, ".0952", olduğu görülmektedir. % 0.0048 gibi çok düşük bir ihtimalle nedensellik dairesine girmektedir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Krinein terimine ait eleştirmek, yargılamak, bütünü iki parçaya bölmek, ortadan ikiye ayırmak işlevlerinin bileşimi olarak kriz kavramının, var olanı dağıtmak, kurulan dengeyi alt üst etmek, statükoyu bozmak anlamları bulunmaktadır. Risk alan yatırımcıların olağanüstü “risk iştahı”, kitlesel “irrasyonel coşku”, “ahlaki risk” ve “ters seçim” gibi iktisadi, sosyolojik ve psikolojik “yeni” olguların alevlendirdiği 2008-2012 Global Finans Krizi, piyasa mekanizmasını bozmuş, statükoyu kırmış ve eski dengeyi parçalamıştır. 2008-2012 Finans Krizi’nin global iktisadi ilişkilere etkilerinin büyük bir kısmı iktisadi literatürde birçok incelemede ele alınmış ve analiz edilmiştir. Çalışmamızı ilgili incelemelerden farklılaştıran, krizlerin neden olduğu iktisadi denge bozulmalarının yanında krizlerin sonrasında oluşan yeni denge-durumlara da vurgu yapmasıdır. Eski dengedeki kantitatif şişmeler kalitatif patlamalara neden olmakta, niceliksel birikimler niteliksel değişimleri kaçınılmaz kılmaktadır. Eski dengede meydana gelen bozulmalar, daha karmaşık müdahalelerle tampon edilmekte, bütün bu teşhis ve tedavi süreci yepyeni bir dengenin inşası ile sona ermektedir. Bu yüzden kriz kavramının, *krinein* kelimesini aşan işlevleri bulunmaktadır; *krinein* kavramı yalnızca eski dengenin bozulmasını* ifade ederken, kriz kavramı yeni bir iktisadi denge-durumun inşasını da kapsamaktadır. Gölge bankacılık uygulamaları, iktisadi büyümeye yüksek öncelik tanınması gibi nedenlerin yanı sıra, daha yukarıda ve yüksek potansiyele sahip** yeni bir denge inşa ettiğinden, krizler, “istenmeyen bir olgu” olarak görülmemektedir.

20. yüzyılın sonu ile 21. yüzyılın başı, finansal krizlerin yoğunlaştığı bir tarih olmuştur. 1990’lı yıllarda dünyanın farklı coğrafyalarında çok sayıda finans krizinin meydana geldiği görülmektedir. Finansal krizlerin meydana geldiği sektör konusunda literatürdeki çalışmaların ekseriyeti mutabık haldedir: finansal krizler, finans piyasalarında patlak vermekte ve ardından reel sektörlere bulaşmaktadır. Bazıları da (1929 ve 2008’de olduğu gibi) ulusal ve bölgesel sınırları aşarak yabancı ekonomilere sirayet edebilmektedir. Bu tez, dünyanın deneyimlediği üç büyük global

* Teknolojik yıkım, yaratıcı imhaya da yaratıcı yıkım kastedilmektedir.

** Daha karmaşık çoğaltım (üretim) ve yoğaltım (tüketim) ilişkilerini ve teknolojik gelişmelerin sebep olduğu emek ve sermayenin üretkenlik (prodüktivite) artışları kastedilmektedir.

krize (1929 Krizi, 1973 Petrol Krizi ve 2008 Finans Krizi) dayanarak bu aksiyomdan ayrılmaktadır; reel sektör dışında, iktisadi yapıda bulunan diğer bütün sektörleri, reel sektörün bir uzantısı veya yansıması kabul etmektedir. Finansal herhangi bir krizin referans noktasını finans sektöründe konumlandırmak, bu kabulle çelişmektedir. Bu tez, hâlihazırda reel sektörde baş göstermekte veya alarm vermekte olan krizin finans sektörüne bulaştığını, yeniden ve daha güçlü bir şekilde reel sektöre geri döndüğünü ileri sürmektedir. Bu bağlamda alınan önlemlerde finans sektörüyle yetinilmemek, ihracat sektörü gibi reel sektörler de dâhil edilmek durumundadır. Bu tez, finansal krizlerde reel sektörü pasif konumundan aktif konuma yerleştirmektedir.

2008 krizinde, gelişme yolundaki ülkelerin maruz kaldığı tahribatın şiddetinin, gelişmiş ülkelerde meydana gelen tahribattan aşağı kalır yanı bulunmamaktadır. Kriz öncesi yıllarda, bilhassa 2004 yılının sonu ile 2005 yılının başında meydana gelen finansal gelişmeler* neticesinde gelişmiş piyasalardaki ana balon ve gelişme yolundaki ülkelerdeki küçük balonlar arasındaki yabancı sermaye akışı kanalı ile finansal temas güçlendirilmiş ve küçük balonların beslenmesi imkânı yaratılmıştır. Gelişme yolundaki ülkelerde 2008 krizinin neden olduğu tahribatı şiddetlendiren ve finansal bir kriz sonrasında yaşanan resesyonların normal bir resesyondan daha şiddetli ve derin olmasının sorumlusu da bu ana ve küçük finansal balonlar olmaktadır. 2004, 2005 ve 2006 yılları Türkiye'nin 1989 yılında etkisi altına girdiği sıcak para akımlarının en güçlü olduğu tarihleri ifade etmektedir. Bu tarihlerde, Türkiye ekonomisi muhtemel bir finansal krize karşı daha kırılgan hale gelmiştir. Sıcak para girişleri ile Türkiye ekonomisinin kazandığı kırılganlık, kriz sonrası meydana gelen tahribatın şiddetine etkileri olmuştur. Türkiye'nin deneyimlediği iktisadi krizlerin büyük bir çoğunluğu, "döviz darboğazı" kanalı ile vuku bulmaktadır. Bu kanal, Türkiye'nin uzun yıllar çözüm bulamadığı, ileri sürülen reçetelerin faydasının görülemediği bir problemi ifade etmektedir. 2000'li yıllara değin, problemin doğru teşhisi** yapılsa da tedavisinde uygun yöntem uygulanamamıştır. 2008 yılında Türkiye'nin deneyimlediği kriz, hem teşhiste hem de

* Global likidite bolluğunun artması ve gelişmiş piyasalarda meydana gelen belirsizliklerin, yabancı yatırımcıları, faiz oranları kısmen yüksek ve belirsizliklerin daha az olduğu gelişme yolundaki piyasalara yönlendirmesi ifade edilmektedir.

** İthal ikame sanayileşme stratejileri, amaçları bakımında teşhiste doğruluk içermektedir.

tedavide yanlışın getirisi olarak, sıradan “döviz darboğazı” krizini aşmış, esasında dışsal bir kriz olan 2008 krizini, içsel bir kriz haline getirmiştir.

Türkiye ekonomisi, 1990’lı yılların sonu ve 2000’li yılların başında Avrupa Birliği ve gelişme yolundaki Doğu Avrupa ülkeleri ile olan yakınlaşmanın doğal bir sonucu olarak, global krize ihracat kanalı ile maruz kalmıştır. İhracata konu Türk mallarına olan Avrupa ülkelerinin talebinde meydana gelen azalma, Türkiye’yi yeni bir “döviz darboğazı” problemine sürüklemiştir. Döviz arzından mahrum kalan iç piyasalar ve aramalı ithalatına bağımlı endüstriyel üretim sektöre uğramış, 2009 yılının ilk çeyreğinde sabit fiyatlarla yaklaşık % 14’lük daralma kaçınılmaz olmuştur. Uygulanan ampirik çalışma ele alınan değişkenler arasında uzun dönem denge ilişkisini ortaya koymakta; döviz kuru (Euro), dış alem gelir seviyesi ve ithalata konu aramallarından Türkiye’nin toplam ihracatına doğru nedenselliğe ışık tutmaktadır. Yapılan Toda-Yamamoto nedensellik testi sonucunda dış alem gelir seviyesi ve aramalı ithalatının Türkiye’nin toplam ihracatının nedeni olduğu görülmektedir. Döviz kurundan ihracata yönelik nedenselliğin tespit edilmemiş olması, Türkiye’nin ithalatına konu aramallarının ihraç ürünler içerisindeki yüksek payına işaret etmektedir. Bu durumun nedeni, Türkiye’nin toplam ihracatı içerisinde ithalata konu aramallarının oldukça fazla yer kaplıyor olmasıdır. Kurdaki artışın ihracata aksettireceği pozitif etki, yine kurdaki artışın aramalı ithalatına yaptığı negatif etki tarafından gölgede bırakılmaktadır. Öte yandan Türkiye’nin toplam ihracatından aramalı ithalatına doğru da Toda-Yamamoto Granger Nedenselliğe ulaşılmaktadır. Bu bulgu, Türkiye’nin, aramalı ithalatını ihracattaki duruma göre ayarladığını göstermektedir. Bütün bu göstergeler Türkiye’nin hem iç piyasaya yönelik üretiminde hem de ihracat sektöründe aramalı ithalatı bağımlılığının yüksek olduğuna, 2008 krizinin hem ihracat hem de aramalı ithalatına olumsuz etkilerde bulunduğuna işaret etmektedir. Türkiye’nin hem iç piyasaya hem de ihracat sektörüne yönelik üretimde aramalı ithalatına olan bağımlılığını hafifletebilmesi için önünde ithalata konu aramallarını içeride üretebilmek ve aramalı ithalatını gerçekleştirdiği ülkelerle ikili anlaşmalar yaparak daha az maliyetli hale getirmek gibi iki yöntem bulunmaktadır.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR:

- Acemoğlu, Daron, et al.: **Ulusların Düşüşü: Güç, Zenginlik ve Yoksulluğun Kökenleri**, Çev.: Faruk Rasim Velioğlu, 15. Baskı, İstanbul, Doğan Kitap, Haziran 2016
- Avcıoğlu, Erdoğan: **Devrim ve Demokrasi Üzerine**, 1. Baskı, İstanbul, Tekin Yayınevi, 2001
- Banks, Erik: **Dictionary of Finance, Investment and Banking**, 1. Baskı, Palgrave Macmillan, 2010
- Birdal, Murat: **Bir Krizin Anatomisi: 2008 Krizi ve Dünya Ekonomisinde Dönüşüm**, 1. Baskı, Kor Yayınları, Şubat 2018
- Bliss, Robert R., et l.: **Financial Institutions and Markets 2007-2008: The Year of Crisis**, 1. Baskı, Palgrave Macmillan, 2009
- Box, George E. P., et al.: **Time Series Analysis: Forecasting and Control**, Revised Edition, USA Oakland California, Holden-Day Inc., 1976
- Čaušević, Fikret: **The Global Crisis of 2008 and Keynes's General Theory**, 1. Baskı, Springer Briefs in Economics, 2015
- Cecchetti, Stephen G., et al.: **Money, Banking, and Financial Markets**, Fourth Edition, McGraw-Hill/Irwin, 2012
- Collin, P. H.: **Easier English Student Dictionary**, Edited by Kathy Rooney, Second Edition, Upper Intermediate Level, London United Kingdom, Bloomsbury Publishing PLC, 2000
- Collin, P.H.: **Dictionary of Economics**, first published in 2003 and republished in 2006, A&C Black London, Bloomsbury, 2005
- Çakmak, Haydar: **Uluslararası İlişkiler: Giriş, Kavramlar ve Teoriler**, Sosyologca Kitapları/34, İstanbul, Doğu Kitabevi, Ocak 2014

- Downes, John: **Dictionary of Finance and Investment Terms**, 5th Edition, Jordan Elliot Goodman, 1998.
- Eakins, Stanley G., et al.: **Financial Markets and Institutions**, 7th Edition, Pearson Education India, 2012
- Eğilmez, Dr. Mahfi: **Küresel Finans Kriz- Piyasa Sisteminin Eleştirisi**, İstanbul, Remzi Kitabevi, 2008
- Everitt, B. S.: **The Cambridge Dictionary of Statistics**, Third Edition, Institute of Psychiatry, King's College London, Cambridge University Press, 2006
- Faucault, Michel: **Lectures on the Will to Know, Lectures at the College de France 1970-1971**, Edited by Daniel Defert, General Editors: François Ewald and Alessandro Fontana, English Series Editor: Arnold I. Davidson, Translated by Graham Burchell, Picador, Oedipal Knowledge, Palgrave Macmillan, 2013
- Fowler, H. W.: **Fowler's Modern English Usage**, Second Edition, Revised by Ernest Gowers, Oxford Paperback Reference, Revised by Ernest Gowers, Oxford University Press, 2000
- Friedman, Milton, et al.: **Free to Choose, A Personal Statement: The Classic Inquiry into the Relationship Between Freedom and Economics**, Harcourt Brace Jovanovich, Library of Congress Cataloging in Publication Data, 1979, 1980
- Göktaş, Özlem: **Teorik ve Uygulamalı Zaman Serileri Analizi**, İstanbul, Beşir Kitabevi, 2005
- Halmai, Peter, et al.: **Financial and Economic Crisis-Causes, Consequences and the Future**, editors: Lubor Lacina, Rozmahel Petr, Antonin Rusek, Ed. 1st. – Bučovice: Martin Stříž, 2011
- İncekara, Ahmet: **Bankacılık ve Finansal Kurumlar**, 2. Baskı, İktisadi Araştırmalar Vakfı, Mart 2017
- Kansu, Aydan: **Konut Balonundan Finansal Krize: ABD Mortgage Krizi**, İstanbul, Scala Yayıncılık, Eylül 2011

- Kemer, Osman Barbaros, et al.: **Ansiklopedik İktisat ve Dış Ticaret Sözlüğü**, Ankara, Savaş Yayınevi, 2009.
- Kendall, G. M., et al.: **A Dictionary of Statistical Terms**, Third Edition, Hafner Publishing New York, 1971
- Kindleberger, Charles P., et al.: **Manias, Panics, and Crashes, A History of Financial Crises**, Fifth Edition, Palgrave Macmillan, 2005
- Kiraz, Erkan: **Etimolojik Türkçe Sözlük**, 2006 (E-Kitap)
- Krugman, Paul: **The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008**, First Edition, W. W. Norton & Company, 2009
- Lütkepohl, Helmut: **New Introduction to Multiple Time Series Analysis**, Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2005
- Maddala, G. S., et al.: **Unit Roots, Cointegration, and Structural Change**, The Ohio State University and Sung Kyun Kwan University, Themes in Modern Econometrics, Cambridge University Press, 1998, 2004, 2007
- Mises, Ludwig von: **The Causes of the Economic Crises and Other Essays Before and After the Great Depression**, Edited by Percy L. Greaves, J.C.B. Mohr, Paul Siebeck, Jr, Ludwig von Mises Institute, presented February 28, 1931
- Mishkin, Frederic S.: **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, 11. Edition, The Pearson Series in Economics, Columbia University, Pearson Education Limited, 2016
- Orhan, Osman Z., et al.: **Para Politikası**, 1. Baskı, Kocaeli, Umuttepe Yayınları, 2013
- Porter, Dawn C., et al.: **Student Solutions Manuel for Use with Basic Econometrics**, Fourth Edition, The McGraw-Hill Companies, 2004

- Porter, Dawn C., et al.: **Temel Ekonometri**, Çev: Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, 2. Baskı, The McGraw-Hill Companies-Beşinci Basımdan Çeviri, Literatür Yayınevi, Ekim 2014
- Rao, Bhaskara B.: **Cointegration for the Applied Economist**, Editor's Introduction, (1-8), Palgrave Macmillan, 1994
- Robinson, Joan: **An Essay on Marxian Economics**, Second Edition, The Macmillan Press LTD., 1966
- Robinson, Joan: **The Economics of Imperfect Competition**, second edition, St. Martin's Press, 1969
- Soros, George: **The New Paradigm for Financial Markets, The Credit Crisis of 2008 and What It Means**, First Edition, New York Public Affairs, 2008
- Stiglitz, Joseph E., et al.: **Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis**, The Initiative for Policy Dialogue Series, Oxford University Press, 2010
- Ünsal, Erdal M.: **Makro İktisat**, Genişletilmiş 10. Baskı, Ankara, İmaj Yayıncılık, 2013
- Ver Eecke, Wilfried: **Ethical Reflections on the Financial Crisis 2007/2008: Making Use of Smith, Musgrave and Rajan**, Springer Heidelberg New York Dordrecht London, 2013
- Wise, Carol, et al.: **"The Puzzle", Unexpected Outcomes: How Emerging Economies Survived the Global Financial Crisis**, Washington, D.C., Brookings Institution Press, 2015
- Woodward, Bob: **Maestro: FED, Greenspan ve Amerikan Ekonomisi**, Çev: Canan Feyyat, Birinci Basım, Scala Yayıncılık, Kasım 2003
- Yay, Gülsüm Gürkan: **Para ve Finans-Teori ve Politika**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, Kasım 2012
- Yılmaz, Binhan Elif: **Maliye**, 1. Baskı, İstanbul, Der Yayınları, 2015

MAKALELER:

- A. Frankel, Jeffrey, et al.: “Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators”, No. w5437, **NBER Working Papers**, Department of Economics and Haas School of Business University of California, Revised Draft: January 15, 1996
- Acaravci, Ali, et al.: “Testing the Export-led Growth Hypothesis: Empirical Evidence from Turkey”, **The Journal of Developing Areas** 44, 2010, ss. 245-254
- Al-Dahash, Hajer, et al.: **Understanding the Terminologies: Disaster, Crisis and Emergency**, in: PW Chan and C. J. Neilson (eds.), Proceedings of the 32nd Annual Arcom Conference, Manchester UK, Association of Researchers in Consturction Management, Vol. 2, 5-7 Sept. 2016, ss. 1191-1200
- Alkan, Ömer, et al.: “An Investigation of Export-Import Ratios in Turkey Using Spline Regression Models”, **Economic Research-Ekonomska Istraživanja**, 30:1, 8th April 2017, ss. 223-237
- Alsamara, Mouyad, et al.: “The Impacts of Trade and Financial Developments on Economic Growth in Turkey: ARDL Approach with Structural Break”, **Emerging Markets Finance and Trade**, 29 Nov 2018
- Altınay, Galip: “Structural Breaks in Long-Term Turkish Macroeconomic Data, 1923-2003”, **Applied Econometrics and International Development**, JEL classification: C50, AEID. Vol. 5-4, 2005
- Aslan, A.: “Electricity Consumption, Labor Force and GDP in Turkey: Evidence From Multivariate Granger Causality”, **Energy Sources, Part B: Economics, Planning, and Policy**, 9:2, 2013, ss. 174-182
- Aydın, Mücahit, et al.: “Relationship Between GDP and Export in Turkey”, **Annals of the Economy Series**, Special Issue, Constantin Brâncuși University of Târgu Jiu, 2014, ss. 282-288

- Baqir, R., et al.: “How Did Emerging Markets Cope in the Crisis?”, Approved by Reza Moghadam, **IMF Strategy, Policy, and Review Department (SPR)**, Contributors: I. Asmundson and M. Saito, under the supervisor A. Husain, June 15, 2010
- Berg, Andrew, et al.: “The Asia Crisis: Causes, Policy Responses and Outcomes”, **IMF Pasific and Asia Department, WP/99/138**, IMF Working Paper, 1999
- Berument, M. H., et al.: “External Income Shocks and Turkish Exports: A Sectoral Analysis”, **Economic Modelling** 37, Science Direct Elsevier, 2014, ss. 476-484
- Beşer, Murat, et al.: “Analysis about Export and Economical Growth of Countries that Give Economic and Political Direction to Middle East Geography”, **Microeconomics and Macroeconomics**, 5(1), 2017, ss. 1-5
- Bildirici, Melike, et al.: “The Chaotic Relationship Between Oil Return, Gold, Silver and Copper Returns in Turkey: Non-Linear ARDL and Augmented Non-Linear Granger Causality,” **Procedia - Social and Behavioral Sciences** 210, 2010, ss. 397 – 407
- Bintang, Yudhistira: “The Effects of Financial Crises on Developing Countries”, **Asian Journal of Political Economy**, University of Malaysia, MPRA Paper No. 91883, July 2018, ss. 48-67
- Blanchard, Olivier J., et al.: “The Initial Impact of the Crisis on Emerging Market Countries”, **Brookings Papers on Economic Activity**, Spring, Published by Brookings Institution Press, UCLA Library, 2010, ss. 263-307
- Blinder, Alan S.: “What Did We Learn from the Financial Crisis, the Great Recession, and the Pathetic Recovery?”, **Griswold Center for Economic Policy Studies Working Paper No. 243**, November 2014
- Boissay, Frederic, et al.: “Booms and Banking Crises”, **Journal of Political Economy**, Volume 124, Number 2 April 2016, Monetary and Economic Department, February 2016

- Brändström, Annika, et al.: “Governing by Looking Back: Historical Analogies and Crisis Management”, **Public Administration**, 82(1), Sage Library in Business and Management, Crisis Management, Volume II, Edited by Arjen Boin, 2008, ss. 191–210
- Cady, John: “Does SDDS Subscription Reduce Borrowing Costs for Emerging Market Economies?”, **IMF Working Paper, WP/04/58**, IMF Staff Papers, 52(3), April 2004, ss. 503-517
- Calomaris, C. W.: “Banking Crises Yesterday and Today, The Past Mirror: Notes, Surveys, Debates”, **Financial History Review**, 17(1), 3, 2010
- Calomaris, C. W., et al.: “The Origin of Banking Panics: Models, Facts and Bank Regulation”, Volume Title: **Financial Markets and Financial Crises**, Volume Author/Editor: R. Glenn Hubbard, January 1991
- Calvo, Guillermo: **Easy to Explain, Hard to Prognosticate: Discussion Notes on Systemic Sudden Stops**, Centro de Estudios Espinosa Yglesias, A.C., Columbia University, 30th June 2009
- TCMB **The Relationship Between Inflation and Growth: A General Evaluation**, December 1999
- CRED: **Economic Losses, Poverty and Disasters 1998-2017**, United Nation Office for Disaster Risk Reduction (UNISDR), 2018
- Claessens, Stijin, et al.: “The Financial Crisis of 2008–2009: Origins, Issues, and Prospects”, **Journal of Asian Economics** 21, Science Direct, 2010, ss. 239–241
- Claessens, Stijn, et al.: “Financial Crises: Explanations, Types, and Implications”, **IMF Working Paper Research Department**, WP/13/28, 2013
- Correa, Ricardo, et al.: “Sovereign Debt Crises”, **International Finance Discussion Papers 1104, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.)**, revised 21 May 2014

- Danışoğlu, Ayşe Çelikel: “Türkiye’de Yaşanmış Krizlerin Değerlendirilmesi”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, Siyasal Bilimler Dergisi**, 2007
- De Rauwe, Paul: “The Banking Crisis: Causes, Consequences and Rmedies”, **Centre for European Policy Studies**, No: 178, Nov. 2008
- Delorme, François, et al.: “Assessing the Role of Scale Economies and Imperfect Competition in the Context of Agricultural Trade Liberalisation: A Canadian Case Study”, **OECD Economic Studies** 13, 13th Jan. 1990, ss. 205-36
- Demirtaş, Hasan: “Kriz Yönetimi”, **Kuram ve Uygulamada Eğitim Yönetimi** 23, 2000, ss. 353-373
- Dufour, Mathieu, et al.: “The 2000-2001 Financial Crisis in Turkey: A Crisis for Whom?”, **Review of Political Economy**, 21(1), University of Massachusetts Amherst and Roosevelt University, 2007, ss. 101-122
- Erdoğan, Ali: “Türkiye’nin İhracatını Etkileyen Faktörler: Çoklu Regresyon Analizi”, **Social Sciences Research Journal**, Volume 5, Issue 2, June 2016, ss. 1-8
- Eren, Fatih Mehmet: **Ekonomik Krizler ve Kriz Göstergeleri: 1990 Sonrası Dünyada Yaşanan Krizler ve Türkiye Karşılaştırması**, (Yüksek Lisans Tezi) Selçuk Üniversitesi, 2010
- Fortenbaugh, William W.: "Aristotle's Conception of Moral Virtue and Its Perceptive Role" **In Transactions and Proceedings of the American Philological Association**, vol. 95, Johns Hopkins University Press, American Philological Association, 1964, ss. 77-87
- Goldstein, Morris, et al.: “The Impact of the Financial Crisis on Emerging Asia”, **Asia Economic Policy Conference October 18-20**, Peterson Institute for International Economics, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2009

- Granger, C. J. W.: “Developments in the Study of Cointegrated Economic Variables”, **Oxford Bulletin of Economics and Statistics** 48, 3/1986
- Granger, C. W. J.: “Investigating Causal Relations By Econometric Models and Cross-Spectral Methods”, **Econometrica**, Vol. 37, No. 3, Aug., 1969, ss. 424-438
- Granger, C. W. J., et al.: “Spurious Regressions in Econometrics”, **Journal of Econometrics** 2, University of Nottingham, Nottingham NG7 ZRD, England, North-Holland Publishing Company, 1974, ss. 111-120
- Gregory, Allan W., et al.: “Residual-Based Tests for Cointegration in Models with Regime Shifts”, **Journal of Econometrics** 70, 1996, ss. 99-126
- Güriş, Burak, et al.: “The Price Of Gold And The Exchange Rate: Evidence From Threshold Cointegration and Threshold Granger Causality Analyses for Turkey”, **Acta Oeconomica**, Vol. 64 (1), 2013, ss. 91–101
- Ha, Jongrim, et al.: “Inflation: Concepts, Evolution and Correlates”, **Inflation in Emerging and Developing Economies: Evolution, Drivers, and Policies**, Editors: Jongrim Ha, M. Ayhan Kose, and Franziska Ohnsorge, World Bank Publications, 2019
- Harrison, Ann, et al.: “Learning from Developing Country Experience: Growth and Economic Thought Before and After the 2008–2009 Crisis”, Symposium Article, **Comparative Economic Studies**, 53, 2011 ACES, 2011, ss. 431–453
- Hatemi-J, Abdalnasser, et al.: “Time-series Evidence for Balassa’s Export-led Growth Hypothesis (2000)”, **The Journal of International Trade & Economic Development: An International and Comparative Review**, 9:3, 2009, ss. 355-365

- Helleiner, Eric: “Understanding the 2007–2008 Global Financial Crisis: Lessons for Scholars of International Political Economy”, **The Annual Review of Political Science** **14**, 2011, ss. 67-87
- Hermann, Charles F.: “Crises”, **The Oxford Companion to Politics of the World**, edited by Joel Krieger, New York, Oxford University Press, 1993, ss.205-206
- He, Zhiguo, et al.: “Balance Sheet Adjustments during the 2008 Crisis”, **IMF Economic Review** **58.1**, 2010, ss. 118-156
- Hiç Birol, Özlen: “The Effects of The Global Economic Crisis on Turkey’s Economy and the Recent Tilt in Her International Relations”, **International Journal of Business and Management Studies**, Vol 3, No 2, 2011
- Holman, Jill A.: “Is The Large U.S. Current Account Deficit Sustainable?”, **Economic Review-Federal Reserve Bank of Kansas City** 86, no: 1, 2001, ss. 5-24
- Hoon, Cheng; Papi, Laura: “An Econometric Analysis of the Determinants of Inflation in Turkey”, Authorized for distribution by Martin Hardy, **IMF Working Paper**, WP/97/170, December 1997
- IMF: “Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability”, **World Economic and Financial Surveys: Financial Crises, Causes and Indicators**, IMF World Economic Outlook May, 1998
- IMF: “Indicators of Financial Structure, Development, and Soundness”, **Financial Sector Assessment: A Handbook**, Chapter 2, September 29 2005
- IMF: “Institutional Sectors and the Financial System”, **Financial Soundness Indicators: Compilation Guide**, Chapter 2, Revision of the 2006 FSI Guide, 2019
- IMF: “Financial Systems and Economic Cycles: World Economic Outlook (WEO)”, **World Economic and Financial Surveys**, September 2006

- IMF: “Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues”, **World Economic and Financial Surveys**, April 2006
- IMF: “Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues”, **World Economic and Financial Surveys**, September 2006
- IMF: “Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues”, **World Economic and Financial Surveys**, April 2007
- IMF: “Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues”, **World Economic and Financial Surveys**, October 2007
- IMF: “Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues”, **World Economic and Financial Surveys**, April 2008
- IMF: “Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues”, **World Economic and Financial Surveys**, October 2008
- IMF: “Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues”, **World Economic and Financial Surveys**, April 2009
- IMF: “Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues”, Chapter 1, **World Economic and Financial Surveys**, April 2010
- IMF: “Global Financial Stability Report: Market, Developments and Issues”, **World Economic and Financial Surveys**, October 2010
- IMF: “Globalization and Inequality: World Economic Outlook (WEO)”, Chapter One: Global Prospects and Policy Issues, **World Economic and Financial Surveys**, October 2007
- IMF: “Globalization and Inflation: World Economic Outlook (WEO)”, **World Economic and Financial Surveys**, April 2006

- IMF: “Housing and the Business Cycle: World Economic Outlook (WEO)”, Chapter One: Global Prospects and Policies, **World Economic and Financial Surveys**, April 2008
- IMF: “Spillovers and Cycles in the Global Economy: World Economic Outlook (WEO)”, Chapter One: Global Prospects and Policy Issues, **World Economic and Financial Surveys**, April 2007
- IMF: “World Economic Outlook: Recovery, Risk and Rebalancing”, **World Economic and Financial Surveys**, October 2010 ve (Çevrimiçi) World Economic Outlook Database, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weodata/index.aspx>, Temmuz 2020
- Ithurbide, Philippe, et al.: How to Differentiate Emerging Countries? New Approaches for Classification and Typology”, **Cross Asset Investment Strategy**, Discussion Paper, DP-39, 2019
- Jinho, Huh; “Their Implications for Central Bank Policies: Korea’s Experience, Changes in Financial Intermediation Structure”, **BIS Papers No 83**, 2015
- Jongwanich, Jongwanich: “Determinants of Export Performance in East and Southeast Asia”, **World Economy 33**, Asian Development Bank, 2010, ss. 20-41
- Kanjilal, Kakali, et al.: “Income and Price Elasticity of Gold Import Demand in India: Empirical Evidence from Threshold And ARLD Bounds Test Cointegration”, **Resources Policy 41**, 2014, ss. 135-142
- Karagianni, Stella, et al.: “Defense Spending and Economic Growth in Turkey: A Linear And Non-Linear Granger Causality Approach”, **Defense and Peace Economics**, Vol. 20(2), April, 2009, ss. 139–148

- Karagöz, Kadir: “Determining Factors of Turkey’s Export Performance: An Empirical Analysis”, **Procedia Economics and Finance 38**, Istanbul Conference of Economics and Finance, ICEF 2015, October 2015, Istanbul, Turkey, Science Direct Elsevier, 2016, ss. 22-23
- Karimov, Mehman: “The Impact of Foreign Direct Investment on Trade (Export and Import) in Turkey”, **European Journal of Interdisciplinary Studies Articles**, European Center for Science Education and Research, vol. 5, EJIS January, 2019
- Kayhan, Selim, et al.: “Government Expenditures and Trade Deficits in Turkey: Time Domain and Frequency Domain Analyses”, **Economic Modelling 35**, ScienceDirect Elsevier, 2013, ss. 153–158
- Kazgan, Gülten: **2008 Küresel Krizi: Nedenleri, Etik İlkeleri ve İktisat Eğitimi**. No. 2012/98. Türkiye Ekonomi Kurumu, Discussion Paper, 2012.
- Kibritçioğlu, Aykut: “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler 1969-2001”, **Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı**, Cilt 1, Yıl 7, Sayı 41, 2001
- Kotkatvuori, Juha, et al.: “Stock Market Correlations during the Financial Crisis of 2008–2009: Evidence from 50 Equity Markets”, **International Review of Financial Analysis 28**, SciVerse-ScienceDirect, 2013, ss. 70–78
- Langlois, Richard, et al.: “What is Evolutionary Economics: Evolutionary and Neo-Schumpeterian Approaches to Economics”, Edited by Lars Magnusson, **Recent Economic Thought**, 1993
- Lee, Hsien-Yi: “Contagion in International Stock Markets during the Sub Prime Mortgage Crisis”, **International Journal of Economics and Financial Issues** Vol. 2, No. 1, 2012, ss. 41-53
- Lee, Junsoo, et al.: “Minimum Lagrange Multiplier Unit Root Test with Two Structural Breaks”, **The Review of Economics and Statistics**, Vol. 85, No. 4, The MIT Press, Nov., 2003, ss. 1082-1089

- Lee, Junsoo, et al.: “Minimum Lagrange Multiplier Unit Root Test with One Structural Breaks”, **Economics Bulletin**, Volume 33 Issue 4, 2013, ss. 2483-2492
- Llaudes, Ricardo, et al.: “The Impact of the Great Recession on Emerging Markets”, **IMF Working Papers**, Policy and Review Department, WP/10/237, October 2010, ss. 1-34
- Marshall, David: “Understanding the Asian crisis: Systemic Risk as Coordination Failure”, Federal Reserve Bank of Chicago, **Economic Perspectives**, Vol. 22, 3rd, No. 3, September 1998
- Meliciani, Valentina, et al.: “Internationalization Strategy, Financial Constraints and Assets (In)tangibility. A Study of Euro Area Countries After the 2008 Crisis”, **The Journal of International Trade & Economic Development**, 31 Aug. 2018
- Melody, William H.: “Liberalising Telecommunication Markets: A Framework for Assessment”, **Policy Primer Papers no: 3**, ICT Governance for Poverty Reduction, August 2006
- Morin, Edgard: “Complex Thinking for a Complex World—About Reductionism, Disjunction and Systemism”, **Systema: Connecting Matter, Life, Culture and Technology**, Volume 2, Issue 1, Centre Nationale de la Recherche Scientifique, France, 2014.
- Murphy, Austin: “An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions”, **SSRN Electronic Journal**, November 4, 2008
- Narayan, Paresh Kumar: “The Saving and Investment Nexus for China: Evidence from Cointegration Tests”, **Applied Economics**, 37:17, McGill University Library, 2005, ss. 1979-1990
- Nazlioglu, S., et al.: “Electricity Consumption and Economic Growth in Turkey: Cointegration, Linear and Nonlinear Granger Causality”, **Energy Sources, Part B: Economics, Planning, and Policy**, 9:4, 2014, ss. 315-324

- Obstfeld, Maurice: “The Logic of Currency Crises”, University of California, Berkeley, **Centre for Policy Research, NBER**, 1986
- Oh, Chi-Ok: “The Contribution of Tourism Development to Economic Growth in the Korean Economy”, **Tourism Management** **26**, 2005, ss. 39–44
- Orhan, Osman Zekayi, et al.: “Turkey’s Current Account Deficit Problem and Its Effects on the European Union Accession”, **İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Vol. 1, Issue 1, June 2014
- Öztürk, Salih, et al.: “The Economic Effects of the 1973 Oil Crisis and Stagflation Case”, **BJSS Balkan Journal of Social Sciences**, Volume/Cilt 6 Issue/Sayı 12, 2017
- Perron, Pierre: “The Great Crash, the Oil Price Shock, and the Unit Root Hypothesis”, **Econometrica**, Vol. 57, No. 6, Source: *Econometrica*, Vol. 57, No. 6 (Nov., 1989), ss. 1361-1401, Published by: The Econometric Society, Nov., 1989, ss. 1361-1401
- Pesaran, M. Hashem, et al.: “Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships”, **Journal of Applied Econometrics**, Vol. 16, No. 3, Special Issue in Memory of John Denis Sargan, Studies in Empirical Macroeconometrics, Published by: Wiley, May-June 2001, ss. 1924-1996
- Pescatori, Andrea, et al.: “Debt Crises and the Development of International Capital Markets”, **IMF Working Paper:WP/04/44**, 2004
- Carolyn Pflueger, et al.: “A Measure of Risk Appetite for The Macroeconomy”, **National Bureau of Economic Research**, No. w24529, 2018.
- Phillips, Peter C. B., et al.: “Testing for a Unit Root in Time Series Regression”, **Biometrika**, Vol. 75, No. 2, Jun. 1988, ss. 335-346

- Polat, Efdal: “Effects of R&D and Innovation on High Technology Exports and Economic Growth: A Practice for Turkey”, **Economic Development: Global & Regional Studies**, Edited by Halil İbrahim Aydın and Magdalena Ziolo and Aniela Balacescu, April 2017
- Poso, Susan, et al.: “Statistical Distributions and the Identification of Currency Crises”, **Journal of International Money and Finance** 22, 2003, ss. 591–609
- Rawdanowicz, Lukasz: “The 2008-09 Crisis in Turkey: Performance, Policy Responses and Challenges for Sustaining the Recovery”, **OECD Economics Department Working Papers** No. 819, ECO/WKP(2010)75, 13 December 2010
- Reinhart, Carmen M., et al.: “The Aftermath of Financial Crises, International Aspects of Financial Market Imperfections”, **American Economic Review: Papers & Proceedings** 99:2, 2009, ss. 466–472
- Reinhart, Carmen M., et al.: “This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises”, **National Bureau of Economic Research**, 2008
- Rodrik, Dani: “The Turkish Economy after the Global Financial Crisis”, **Ekonomi-tek Volume/Cilt:1** No: 1, Turkish Economic Association Foundation, January/Ocak 2012, ss. 41-61
- Rogoff, Kenneth: “Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options-Findings of an Interdepartmental Task Force”, **International Monetary Fund**, April 30, 2003.
- Romer, Christina D, et al.: “Fiscal Space and the Aftermath of Financial Crises: How It Matters and Why”, **Brooking Papers on Economic Activity**, BPEA Conference Drafts, March 7–8, 2019
- Safiullina, Lenar N., et al.: “Consumer Benefit in the Competitive Market”, **Procedia Economics and Finance** 5, International Conference on Applied Economics (ICOAE), 2013, ss. 667 – 676

- Salmon, Mark: "Error Correction Mechanisms", **The Economic Journal**, Vol. 92, No. 367, Wiley on behalf of the Royal Economic Society, Sep. 1982, ss. 615-629
- Schinkel, Willem. "The Image of Crisis: Walter Benjamin and The Interpretation of 'Crisis' in Modernity", **Thesis Eleven 127.1**, 2015, ss. 36-51
- Schraagen, Jan Maarten, et al.: "Improving Decision Making in Crisis Response Through Critical Thinking Support", TNO Defence, Security and Safety, **Journal of Cognitive Engineering and Decision Making**, Volume 2, Number 4, 2008
- Somanathan, T. V., et al.: **The Role of Derivatives in the Global Financial Crisis of 2008**, Cambridge University Press, 2015, ss. 107-121
- Srivastava, Vivek: "Risk Appetite: Pre and Post Crisis Effects Introduction", **Institute for Financial Management and Research**, 4 March 2014.
- Stephen G. Cecchetti: "Measuring The Macroeconomic Risks Posed by Asset Price Booms", **Asset Prices and Monetary Policy**, University of Chicago Press, 2008, ss. 9-43
- Toda, Hiro Y., et al.: "Statistical Inference in Vector Autoregressions with Possibly Integrated Processes", Elsevier: **Journal of Econometrics 66**, Received February 1993; final version received January 1994, 1995, ss. 225-250
- Tuor, Aaron: **Crisis: Extensions in meaning from the Renaissance to Contemporary times**, Semantic Scholar, 2011
- Turgut, Ahmet: "Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler", **NÜ İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi**, Cilt: 20, Sayı: Kasım 2006/Şubat 2007
- Turner, Paul: "Power Properties of the CUSUM and CUSUMSQ Tests for Parameter Instability", **Applied Economics Letters**, 17:11, 2010, ss. 1049-1053

- Udny, G. Yule: “Why do We Sometimes Get Nonsense-Correlations between Time-Series? A Study in Sampling and the Nature of Time-Series”, **Journal of the Royal Statistical Society**, Vol. 89, No. 1, Jan., 1926, ss. 1-63
- Van Meeuwen, L. F. Jr.: “A Concise Encyclopedia of Business Terms”, Stereotype Edition, **English Commercial Terminology and Business Technique in the Commercial High School at Rotterdam**, August 1918
- Verick, Sher, et al.: “The Great Recession of 2008-2009: Causes, Consequences and Policy Responses”, IZA DP No. 4934, **Forschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit Institute for the Study of Labor**, May 2010
- Watt, Andrew: “The Economic Crisis in Europe – Causes, Effects, Policies, Alternatives,” **Presentation to European Forum Cyprus seminar Two tests for Cyprus – world financial crisis and identity**, Nicosia, 12-14 June 2009
- Wen, Yi: “China's Rapid Rise: From Backward Agrarian Society to Industrial Powerhouse in Just 35 Years”, **Federal Reserve Bank of St. Louis**, Tuesday 12th April 2016
- Wen, Yi, et al.: “China’s Rapid Economic Rise: A New Application of an Old Recipe”, International Economics, **Social Education 81** (2), National Council for Social Studies, 2017
- Wisman, Jon F.: “Wage Stagnation, Rising Inequality and the Financial Crisis of 2008”, **Cambridge Journal of Economics 37**, Advance Access publication, 2013, ss. 921–945
- Yang, Yujiao, et al.: “Jump Detection in Time Series Nonparametric Regression Models: A Polynomial Spline Approach”, **Annals of the Institute of Statistical Mathematics 66.2**, Received: 7 June 2012 / Revised: 19 April 2013/Published online: Tokyo, 2014, ss. 325-344

- Yavuz, Arif: “Küresel Kriz ve İstihdama Etkisi”, **Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi**, Sayı 58, 2010, ss. 1-32
- Yılmaz, Ömer, et al.: “İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 24, Ocak - Haziran 2005, ss. 77-96
- Zellner, Arnold: “An Efficient Method of Estimating Seemingly Unrelated Regression Equations and Tests for Aggregation Bias”, **Journal of the American Statistical Association** Vol. 57, No. 298, Jun. 1962, ss. 348-368
- Zivot, Eric, et al.: “Further Evidence on the Great Crash, the Oil-Price Shock, and the Unit-Root Hypothesis”, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University, **American Statistical Association Journal of Business & Economic Statistics**, Vol. 10, No. 3, July 1992

İNTERNET KAYNAKLARI:

- Cassidy, John: “The Real Cost of the 2008 Financial Crisis”, The New Yorker, Sep 10th 2018, (Çevrimiçi) <https://www.newyorker.com/magazine/2018/09/17/the-real-cost-of-the-2008-financial-crisis>, Ekim 2019
- Corporate Finance Institute: “What are Emerging Markets?”, **Emerging Markets: Countries That are Transitioning from The "Developing" Phase to the "Developed" Phase**, (Çevrimiçi) <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/economics/emerging-markets/>, 26 Ekim 2020
- Elliot, Larry: “How Serious is Turkey’s Lira Crisis and What Are the Implications?”, The Guardian, 13 Aug 2018, (Çevrimiçi) <https://www.theguardian.com/world/2018/aug/13/how-serious-is-turkeys-lira-crisis-and-what-are-the-implications>, Haziran 2019

- Elliott, Larry: **Global Financial Crisis: Five Key Stages 2007-2011**, Elliott, economics editor of The Guardian, Aug 7th 2011: <https://www.theguardian.com/business/2011/aug/07/global-financial-crisis-key-stages>, Mayıs 2019
- European Parliament: **“ABC guide to the financial crisis Economic and monetary affairs Financial crisis glossary”**, 1 June 2010, (Çevrimiçi) <https://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+IM-PRESS+20100414FCS72750+0+DOC+XML+V0/EN>, Nisan 2019
- FED of San Francisco: **Private Credit and Public Debt in Financial Crises**, Economic Research Publications, Economic Letter, March 10, 2014, (Çevrimiçi) <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2014/march/private-credit-public-debt-financial-crisis/>, 27 Ekim 2020
- Kynge, James: **“Emerging Market Capital Outflows Eclipse Financial Crisis Levels”**, Financial Times, 7th May, 2015, (Çevrimiçi) <https://www.ft.com/content/cd212164-f429-11e4-bd16-00144feab7de>, Ocak 2020
- Elliot, Larry: **Glossary of Business Terms - A to Z**, The Guardian, 26 Nov 2013, (Çevrimiçi) <https://www.theguardian.com/business/2008/may/02/businessglossary1>
- Mishkin, Frederic: **“Not All Bubbles Present a Risk to the Economy”**, Financial Times, Opinion European Banks, Nov. 9, 2009: <https://www.ft.com/content/98e7c192-cd5f-11de-8162-00144feabdc0>, Nisan 2019
- Pitel, Laura: **“Turkey Falls into Recession as Lira Crisis Takes Long-Lasting Toll”**, Financial Times, March 11th 2019, (Çevrimiçi) <https://www.ft.com/content/92818e7c-43c6-11e9-b168-96a37d002cd3>, Haziran 2019

- Richardson, Gary: “The Great Depression 1929–1941”, **Federal Reserve History**, November 22, 2013, (Çevrimiçi) https://www.federalreservehistory.org/essays/great_depression, Temmuz 2019
- The Economist: **Defining Emerging Markets: A Self-Fulfilling Prophecy**, Special Report, October 5th 2017, (Çevrimiçi) <https://www.economist.com/special-report/2017/10/05/defining-emerging-markets>, Temmuz 2019
- The Guardian: **Glossary of Business Terms - A to Z**, The Guardian, Fri 2 May 2008, (Çevrimiçi) <https://www.theguardian.com/business/2008/may/02/businessglossary>, Mayıs 2019
- Türk Dil Kurumu (TDK): **BSTS / İktisat Terimleri Sözlüğü**, 2004, (Çevrimiçi) <https://sozluk.gov.tr/> Şubat 2019
- Türk Dil Kurumu (TDK), **Güncel Türkçe Sözlük**, (Çevrimiçi) <https://sozluk.gov.tr/> Şubat 2019
- Wolla, Scott A.: “Why Are Some Countries Rich and Others Poor?”, **Page One Economics**, Federal Reserve Bank of Saint Louis Economic Research, September 2017, (Çevrimiçi) <https://research.stlouisfed.org/publications/page1-econ/2017/09/01/why-are-some-countries-rich-and-others-poor/>, Temmuz 2019