

**TC
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

DOKTORA TEZİ

**Finansal Krizler, Erken Uyarı Sinyalleri ve 2008
Global Krizi İçin Türkiye ve ABD Örneği**

Utku Altunöz

2502060144

Tez Danışmanı

PROF. DR. Serdar ONGAN

İSTANBUL - 2012



DOKTORA

TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN

Adı ve Soyadı : UTKU ALTUNÖZ

Numarası : 2502060144

Anabilim/Bilim Dalı : İKTİSAT

Danışman Öğretim Üyesi : PROF.DR.SERDAR ONGAN

Tez Savunma Tarihi : 26/12/2012

Tez Savunma Saati : 10:00

Tez Başlığı : "FİNANSAL KRİZLER, ERKEN UYARI SİNYALLERİ VE 2008 GLOBAL KRİZİ İÇİN TÜRKİYE VE ABD ÖRNEĞİ"

TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 35. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜNE OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF.DR.SERDAR ONGAN		Kabul
2- PROF.DR.KAYA ARDIÇ		Kabul
3-PROF.DR.KEREM ALKİN		Düzeltilme
4-DOÇ.DR.MURAT BİRDAL		Kabul
5-DOÇ.DR.GÖKHAN KARABULUT		Kabul

Finansal Krizler, Erken Uyarı Sinyalleri ve 2008 Global Krizi İçin Türkiye ve ABD Örneği

Utku Altunöz

ÖZ

Çalışmada 2008 Krizi, kriz teorileri, İktisat düşünce okulları ve ekonometrik kriz modelleri çerçevesinde ele alınmıştır. Geleneksel kriz teorileri ve tek bir iktisat düşünce okulu ile açıklanamayacağı anlaşılan 2008 Krizinin Türkiye için erken uyarı verip vermediği gerek geleneksel KLR Sinyal Yaklaşımı gerekse Logit-Probit modeller ile test edilmiştir. Ekonometrik analiz öncesi ABD ile Türkiye'deki öncü kriz göstergeleri grafiksel analiz yöntemi ile incelenmiş ve krizin ABD'de Türkiye'ye göre çok daha güçlü hissedildiği karşılaştırmalı olarak gözlenmiştir. Probit-Logit modelleri, 1998-1999 ve 2001 krizi ve 2008 krizlerine yönelik ilişki çıkarabilmek için veri seti 1996 Ocak - 2010 Kasım dönemini kapsamaktadır. Veriler aylık alınmıştır. Değişkenler olarak Bankacılık Kesimi Verilen Krediler, TUFİ, İhracatın İthalatı Karşılama Oranı, Brüt Rezervler, Vadesiz Döviz Tevdiat Hesabı, İç Borç Stoku ve Otomotiv Üretimi, değişkenleri kullanılmış ve probit-logit modellerle erken uyarı sistemi arasındaki ilişki sınanmıştır. Genişletilmiş Dickey Fuller Testi sonuçlarına göre Logit modelde diğer değişkenler sabitken **iç borç stoklarındaki** artışın, **ihracatın ithalatı karşılama oranındaki** artışın ve vadesiz **döviz tevdiat hesabındaki** artışın krize ilişkin verilen sinyal olasılığını artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Probit modelde ise yalnızca **vadesiz döviz tevdiat hesabındaki artışının**, diğer değişkenler sabitken, krize ilişkin verilen sinyal olasılığını artırdığı sonucuna ulaşılmıştır Sinyal yaklaşımında ise Türkiye Ekonomisi'nin 2002:01 - 2009:12 dönemi, devamlı kullanılan Yurt içi krediler, büyüme oranı, rezerv yeterliliği, ihracat, sanayi üretim endeksi, reel efektif döviz kuru, ithalat, dış ticaret dengesi, reel faiz oranı ve cari işlemler dengesi değişkenleri kullanılmış ve bileşik öncü gösterge endeksinin 2008 krizini öngörmede başarılı olduğunu ve seçilen öncü göstergelerin bütün olarak krizi öngörmede iyi performans sergilediğini göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Kriz, Erken Uyarı Sinyali, Genişletilmiş Dickey Fuller Testi, Probit-Logit model

Finansal Krizler, Erken Uyarı Sinyalleri ve 2008 Global Krizi İçin Türkiye ve ABD Örneği

Utku Altunöz

ABSTRACT

In this study I chose to evaluate the 2008 Economic Crisis in light of crisis' theories, macroeconomic education, and, economic models. The 2008 Crisis (which cannot be explained by existing economic models but by only one economic academic institution) was tested by the KLR Signal Approach, and, Probit-Logit Models.

Before analyzing it economically, leading indicators from the USA and Turkey tested it by employing a graphical analyzing method reaching the conclusion that the crisis hit the USA much harder than it did Turkey. Probit-Logit Models made its determination using monthly data collected from 01/1996 – 02/2010 to connect the relationship of the 1998-1999 crisis to the latter one. In Probit-Logit Models anomalous variables such as credits in banking system, CPI (Consumer Price Index), export to import ratio, gross reserves, foreign exchange deposit demand, domestic debt stock and automotive production were utilized. The Expanded Dickey Fuller Test was applied to determine the existence relationship between the early warning system and Probit-Logit models. According to these results, it was understood for Logit model that increase in gross reserves, increase in export to import ratio and increase in foreign exchange deposit demand rise up the likelihood of the probability of a given signal for the crisis when other variables are stationary. For Probit model, the situation is the same for foreign exchange deposit demand. The Signal Approach Model has been applied also using the monthly model for the period of 01/2002 – 12/2012. The Signal Approach Model ordinary variables such as gross credit, the growth rate, sufficiency of reserves, exports, the foreign trade balance, real exchange rate, and, the balance of payments on current accounts.

In conclusion, it was understood that the composite leading indicator index was successful in predicting the 2008 Crisis and it can be claimed as the instrument that outperforms the selected leading indicators that show the crisis prediction as a whole.

Key Words: Crisis, Early Warning System, Expanded Dickey Fuller test, Probit-Logit model

ÖNSÖZ

Doktora tezim Yaklaşık 3 yıllık bir çalışmanın ürünüdür. Geniş bir literatür taraması yapılarak hazırlanan bu çalışma sırasında, her ne kadar 2008 krizi nedeniyle Türkçe hazırlanan çalışma sayısında artış olsa da, Türkçe kaynakların yetersizliği dikkatimden kaçmamıştır. Lisans ve yüksek lisans öğrenimim boyunca ekonometri dersi almamam ve tez süresince ekonometriyi öğrenmem sürecin yaklaşık 1 yıl uzamasına neden olmuştur. Çalışmada finansal kriz modelleri açıklanırken, ardından gerçekleşen krizlere değinilerek konunun daha iyi anlaşılması sağlanmıştır. Yine aynı şekilde bankacılık krizleri konusunun ardından, gerçekleşen önemli bankacılık krizleri detaylı olarak irdelenmiştir.

Teorik açıklamaların ardından, 2008 krizinin oluşum süreci tüm detayları ile ele alınmış ve Türkiye-ABD örneği olarak grafiksel eğilimleri analiz edilmiştir. Bu çalışmada bir kısım ekonomist tarafından iddia edildiği gibi, ekonometrik modellerin krizlerin öngörülmesinde çok önemli pay sahibi olduğu tezinin aksine, sözkonusu modellerin tutarsız sonuçlar verdiği tezi vurgulanmaktadır. Kriz dönemlerinden önce grafiksel analizlerin, finansal krizlerin önceden tahmininde daha güçlü verilere ulaşabileceğimiz, çalışmamızda açıkça görülebilmektedir. Çalışmada 4 farklı yöntemin kullanılması çalışmanın güvenilirliğini daha da arttırmıştır.

Çalışmanın yazılması aşamasında ve uygulama bölümünde sürekli yardımlarını aldığım danışman hocam Prof. Dr. Serdar ONGAN'a, ve Prof. Dr. Kaya ARDIÇ hocama teşekkürü borç bilirim. Doktora eğitimim süresince doktora başarı bursu ile yaptığım çalışmaları destekleyen İstanbul Ticaret Odasına teşekkür ederim. Her konuda desteklerini yanımda hissettiğim biricik Annem Meral Altunöz'e ve biricik babam Hasip Altunöz'e bu süreçte bana gösterdikleri anlayış ve sabır için teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

JÜRİ ÜYESİ	ii
İMZA	ii
ÖZ	iii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ	v
İÇİNDEKİLER	vi
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xvi
ŞEKİLLER LİSTESİ	xix
TABLOLAR LİSTESİ.....	xx
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xxii
GİRİŞ	1

1.BÖLÜM

FİNANSAL KRİZ TANIMI VE FİNANSAL KRİZLERİ ANLAYABİLMEK İÇİN BİLİNMESİ GEREKEN TEMEL KAVRAMLAR

1.1.Finansal krizin Tanımı ve Finansal Krizleri Anlayabilmek İçin Bilinmesi

Gereken Bazı Kavramlar.....	3
1.1.1. Krizlerin Özellikleri ve Oluşum Süreci	3
1.1.1.1. Körlük	4
1.1.1.2. Tembellik.....	4
1.1.1.3. Yanlış Karar Ve Faaliyetler	4
1.1.2 Asimetrik Bilgi: (Asimetric Information)	5
1.1.3. Ters Seçim (Adverse Selection)	8
1.1.4. Ahlaki Tehlike (Moral Hazard)	9
1.1.5. Kredi Tayınlaması (Credit Rationing).....	10
1.1.6. Sinyal Verme (Signaling).....	11

1.1.7.Screening (ayırt etme-ekranlama)	12
1.2. Uluslar Arası Para Sistemleri ve Tarihsel Gelişimi	12
1.2.1. Altın Standardı Sistemi (1870-1914)	14
1.2.2. Bretton Woods Sistemi (1946 -1973).....	15
1.2.3 .Bretton Woods Sonrası Dönem	17
1.3. ABD Finans Sisteminin Denetim Mekanizması, Sistemi Küresel Krize Sürükleyen Finansal Enstrümanlar ve Fed'in Yeni Politika Araçları	17
1.3.1. Federal Mevduat Sigorta Kurumu (Federal Deposit Insurance corporation- FDIC).....	17
1.3.2. Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı: (Troubled Asset Relief Program- TARP)	18
1.3.3. ABD Sermaye Piyasa Kurulu (Securities and Exchange Comission-SEC)	19
1.3.4.Varlığa Dayalı Finansman Bonosu (Asset Backed Commercial Papers- ABCP)	19
1.3.5. Teminatlı Kredi servisi (Collateralized Loan Obligation – CLO).....	20
1.3.6. Finansman Bonosu (Comercial Paper).....	20
1.3.7.Kredi Temerrüt riski (Credit Default Swap-CDS)	20
1.3.8. Kaldıraçlı Satın Alma (Leveraged Buyouts – LBO)	22
1.3.9. Yapılandırılmış Yatırım Araçları (Structured Investment Vehicle – SIV) .	22
1.3.10. Vadeli İhale Olanağı(Term Auction Facility – TAF).....	23
1.3.11.Varlığa Dayalı Ticari Kâğıt Para Piyasası Yatırım Fonu Olanağı (Asset- Backed Commercial paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility – ABCPMMLF)	23
1.3.12.Piyasa Yapıcısı Kredi Olanağı (Primary Dealer Credit Facility – PDCF) ..	24
1.3.13.Vadeli Menkul Değerler Borç Verme Olanağı (Term Securities Lending Facility – TSLF)	24

1.3.14. Ticari Kâğıt Fonlama Olanağı (Commercial Paper Funding Facility – CPFF)	25
1.3.15. Para Piyasası Yatırımcı Fonlama Olanağı (Money Market Investor Funding Facility – MMIFF).....	25
1.3.16. Vadeli Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler Borç Olanağı (Term Asset-Backed Securities Loan Facility – TALF)	25

2.BÖLÜM

FİNANSAL KRİZLERİN TEORİK ALTYAPISI

2.1. Klasik Yaklaşımda Finansal Krizler	27
2.1.1. Say ve Piyasalar Yasası	28
2.1.2. Ricardo’nun Bunalımlar Görüşü	28
2.1.3. Malhus ve Efektif Talep	28
2.1.4. Marksist Yaklaşımda Finansal Krizler	29
2.2. Neo-klasik (Marjinalist) Yaklaşımda Finansal Krizler:	30
2.2.1. İlk Marjinalistler: William Stanley Jevons ,Carl Menger ve Leon Walras .	33
2.2. 2. İkinci Nesil Marjinalistler: Marshall ve Fisher	33
2.2.3. Avusturyalılar: Mises, Hayek, Schumpeter	34
2.3. Yeni Keynesci Yaklaşımda Finansal Krizler	37
2.3.1. Keynes ve Bankacılık sistemi.....	38
2.3.2. Yeni Keynesyen Yaklaşımda Finansal Krizler	41
2.3.3. Post Keynesyen Yaklaşımda Finansal Krizler, Finansal Kırılganlık Hipotezi ve Minsky Anı	42
2.3.3.1. Hedge Finansman	45
2.3.3. 2. Spekülatif Finansman	46
2.3.3.3. Ponzi Finansman (Saadet Zinciri).....	46
2.4. Parasalcı (Monetarist) Yaklaşımda Finansal Krizler	50

2.5.Rasyonel Beklentiler Kuramında Finansal Krizler	55
---	----

3.BÖLÜM

DÖVİZ (PARA) VE BANKACILIK KRİZLERİ

3.1.Birinci Nesil Kriz Modelleri (Latin Tipi Kriz Modelleri).....	59
3.1.1.Rezerv Seviyesi ve Spekülatif Atağın Zamanlaması.....	72
3.1.2.Birinci Nesil Krizlere örnek olay 1:1980 Latin Amerika Krizleri	73
3.1.2.1.1982 Meksika Krizi	73
3.1.2.2.Birinci Nesil Krizlere Örnek Olay 2: 1994 Türkiye Krizi	76
3.2.İkinci Nesil Kriz Modelleri	85
3.2.1.Kendi Kendini Besleyen beklentiler ve Çoklu Dengeler:	86
3.2.2. Uyumsuzluk konuları: (İhtilaflı Konular)	92
3.2.2.1.Sürü Psikolojisi (Herd Behaviour).....	92
3.2.2.2. Bulaşıcılık (Contagion, Sirayet)	93
3.2.3.İkinci Nesil Krizlere Örnek Olay 1: Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi (Exchange Rate Mechanism Crisis)	94
3.2.4 İkinci Nesil Krizlere Örnek Olay 2: 1994 Meksika Krizi (Tekila Krizi)	98
3.3.Üçüncü Nesil Kriz modelleri	102
3.3.1.Üçüncü Nesil Krizlere Örnek Olay: Asya Krizi.....	104
3.4.Bankacılık Krizleri	109
3.4.1. Bankacılığın Riske Açık Yapısı	113
3.4.2. Finansal Serbestleşme (Finansal Liberalizasyon) ve (De) Regülasyon	115
3.4. 3. Finansal Baskılama (Financial Repression)	116
3.4. 4.Finansal Derinleşme (Financial Deepening)	117
3.4. 5.Deregülasyon.....	117
3.4.6.Finansal Serbestleşmeyi Destekleyen Yaklaşımlar	118
3.4.6.1.McKinnon-Shaw Modeli (Liberal Yaklaşım).....	118
3.4.6.2.Kapur Modeli.....	120

3.4.7.Finansal Serbestleşmeyi Eleştiren Yaklaşımlar.....	121
3.4.7.1. Yeni Yapısalcı Yaklaşım ve Taylor Modeli	121
3.4.7.2. Neo-Keynesyen Yaklaşım	122
3.4.7.3.Post-Keynesyen Yaklaşım	124
3.4.8.Tesadüfî Çekme Riski (Random Withdrawal Risk).....	125
3.4.9.Makro ekonomik yapı ve Bankacılık Krizlerindeki Rolü	125
3.4.10.Bankacılık Krizlerine Karşı Alınabilecek Önlemler	126
3.4.10.1. Son Durak Borç Mercii (Lender of Last Resort)	126
3.4.10.2. Mevduat Sigortası	127
3.4.10.3. Riske Dayalı Primler (Riske Göre Prim Ödemesi).....	127
3.4.10.4. Batmayacak Kadar Büyük (Too Big To Fail)......	128
3.4.10.5. (Re) Regülasyon	130
3.4.10.6. Dar ve Serbest Bankacılık.....	131
3.4.10.7. Mevduat Sigorta Sisteminin Tamamen kaldırılması	132
3.4.10.8. Mevduat Sigorta Sisteminin Özel Sektöre Devredilmesi	132
3.4.10.9. 1981 Şili Krizi.....	133
3.4.10.10. 1994 Brezilya Krizi.....	136
3.4.10.11 1994 Meksika Krizi (Tekila Krizi)	138
3.4.10.12 1997 Asya Krizi	140
3.4.10.13 1998 Rusya Krizi	146
3.4.10.14. Kasım 2000 Krizi.....	149
3.4.10.15 Şubat 2001 Krizi	159

4. BÖLÜM

FİNANSAL KRİZLERİN TAHMİNİNDE İSTATİSTİKİ MODELLER VE ÖNCÜ GÖSTERGELERLE ERKEN UYARI SİSTEMLERİ

4.1.Finansal Krizlerin Tahmininde Kullanılan Ampirik Yaklaşımlar	172
4.1.1.Erken Uyarı Göstergeleri (Öncü Göstergeler).....	172
4.1.2.Erken Uyarı Sistemleri: Standart Yaklaşımlar	177
4.1.2.1. Sinyal Yaklaşımı Methodu:	177
4.1.2.2 Göstergelerin Anlamlılıklarının Analizi	181
4.1.2.3 Sinyal Yaklaşımı ile ilgili Örnek Ampirik Çalışmalar	183
4.1.2.4. Doğrusal Olasılık Modeli (DOM).....	188
4.1.2.5. Probit Model ve Model ile ilgili Örnek Ampirik Çalışmalar.....	191
4.1.2.6. Logit Model ve Model ile ilgili Örnek Ampirik Çalışmalar.....	194
4.1.2.7.Probit ve Logit Modellerin Karşılaştırılması	195
4.1.3.Erken Uyarı Sistemleri: Yeni Yaklaşımlar.....	196
4.1.3.1. Panel Veri Analizi İle Krizlerin Öngörülebilirliği ve Örnek Ampirik Çalışmalar	196
4.1.3.2. Fisher'in Discriminant (Ayrırma) Analizi İle Finansal Krizlerin Öngörülebilirliği ve Örnek Ampirik Çalışmalar.....	198
4.1.3.3.Kümeleme (Cluster) Analizi ile Finansal Krizlerin Öngörülebilirliği ve Örnek Ampirik Çalışmalar.....	201
4.1.3.4.Sürekli Modelleme Yaklaşımı (Continuous Modelling Approach) ile Finansal Krizlerin Öngörülebilirliği ve Örnek Ampirik Çalışmalar.....	205
4.1.3.5. Yapay Sinir Ağları Yaklaşımı ile Finansal Krizlerin Öngörülebilirliği ve Örnek Ampirik Çalışmalar.....	207
4.1.3.6. Markov Geçiş Modellemesi İle Finansal Krizlerin Öngörülmesi ve Örnek Ampirik Çalışmalar.....	211

4.2.Finansal Krizlerin Öngörülmesi için Yapılan Diğer Ampirik Çalışmalarla İlgili Literatür.....	213
---	-----

5.BÖLÜM

2008 KÜRESEL KRİZİNİN NEDENLERİ, GELİŞİMİ VE TÜRKİYE İLE ABD AÇISINDAN SONUÇLARI

5.1.Küresel Krizin Nedenleri:	221
5.1.1.Yüksek Likidite	221
5.1.2. Menkul Kıymetleştirme ve Borcun Sirayeti.....	222
5.1.3. Faiz Oranları.....	226
5.1.4.Reyting Kuruluşlarının yetersizlikleri	228
5.1.5.Çin	229
5.1.6. Alan Greenspan Politikaları	229
5.1.7.IMF ve Dünya Bankası Politikaları.....	229
5.1.8.Türev Ürünler	230
5.2.Küresel Kriz ve ABD	233
5.2.1. ABD Ekonomisini Krize Götüren Önemli Finansal Başarısızlıklar:	233
5.2.1.1. Bearn Stearn İflası: Panik, Zararına Satış ve Risk.....	233
5.2.1.2. Lehman Brothers'ın İflası.....	235
5.2.1.3. Merrill Lynch'in Bank of America'ya Satılması.....	237
5.2.1.4. American International Group'un Kurtarılması	237
5.2.1.5. Mutual Bank'ın Sonu.....	238
5.2.1.6 Wachovia Bank'ın Faaliyetlerinin Sona Ermesi.....	239
5.2.1.7. ABD Hükümetinden Kurtarma Paketi ve İlgili Düzenlemeler (12 Ekim 2008).....	240
5.2.1.8.Citigroup'ta Tehlike Çanları Ve ABD Hükümetinin Yeni Önlemler Alması.....	243

5.2.1.9. 2009 Yılına Girerken Citigroup’a İkinci Yardımın Yapılması.....	244
5.2.1.10. Obama Hükümeti Krize El Atıyor: İkinci Büyük Teşvik	245
5.3. ABD Kaynaklı Küresel Kriz’in Dünyaya Sirayeti (Yayılması).....	245
5.3.1.İngiltere Küresel Krizin Etkisinde.....	247
5.3.2.Belçika, Fransa ve Lüksemburg Küresel Krizin Etkisinde	248
5.3.3.İzlanda Küresel Krizin Etkisinde	248
5.3.4.İrlanda Küresel Krizin Etkisinde	249
5.3.5. Almanya Küresel Krizin Etkisinde.....	249
5.3.6. Diğer Belli Başlı Avrupa Ülkeleri Krizin Etkisinde	249
5.3.7.Japonya Küresel krizin Etkisinde	250
5.3.8. Latin Amerika Ülkeleri Küresel Krizin Etkisinde.....	250
5.3.9.Diğer Asya ülkeleri Küresel Krizin Etkisinde.....	251
5.3.10. Ocak-Aralık 2009 Tarihleri Arası Avrupa, Asya Ve Latin Amerika’da Küresel Kriz’in Etkileri	251
5.4.Öncü Göstergelerle ABD’nin Küresel Kriz Analizi	253
5.4.1. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Amerika’nın Dış Ticaret Gerçekleşmeleri.....	254
5.4.2.Küresel Kriz Öncesinde Ve Sonrasında Amerika’da ki İhracat / İthalat (İhracatın İhracatı karşılama) Oranı	256
5.4.3.Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Amerika’nın Büyüme, İşsizlik, TÜFE’de ki Değişim, Bütçe Ve Cari Açık Gerçekleşmeleri	258
5.4.4.Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Amerika’nın Dış Borç Gerçekleşmeleri	271
5.4.5.Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Amerika’da Parasal Gerçekleşmeler .	273
5.4.6.Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Amerika’da Borsa Endeksleri	276
5.4.7.Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Amerika’da Rezervler	277
5.4.8. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Amerika’da Üretim Sanayi Endeksi..	278

5.4.9. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Amerika’da Yurtiçi Krediler	279
5.4.10.Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Amerika’da Kapasite Kullanım Oranı	280
5.5.Öncü Göstergelerle Türkiye’nin Küresel Kriz Analizi	281
5.5.1. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Türkiye’nin Dış Ticaret Gerçekleşmeleri	281
5.5.2. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Türkiye’nin Büyüme, İşsizlik, Enflasyon, Bütçe Ve Cari Açık Gerçekleşmeleri	284
5.5.3. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Türkiye’nin Dış Borç Gerçekleşmeleri	292
5.5.4. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Türkiye’de Parasal Gerçekleşmeler ..	294
5.5.5. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Borsa Endeksleri	296
5.5.6. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Rezervler	296
5.5.7. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Türkiye’de Üretim Sanayi Endeksi ...	299
5.5.8. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Türkiye’de Yurtiçi Krediler	301
5.5.9. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Türkiye’de Kapasite Kullanım Oranı	302

6.BÖLÜM

FİNANSAL KRİZLERİN TAHMİN EDİLEBİLİRLİĞİNİN ANALİZİ: TÜRKİYE’DE 2008 KRİZİ İÇİN PROBIT MODEL, LOGİT MODEL VE SİNYAL YAKLAŞIMI UYGULAMASI

6.1.Probit ve Logit Modellerle 2008 Krizi’nin Türkiye Analizi	304
6.1.1.Çalışmanın veri seti	304
6.1.2. Analiz	306
6.1.3. Logit Model ile Analiz	312
6.1.4. Probit Model ile Analiz	312
6.6.Sinyal Yaklaşım İle 2008 Krizi’nin Türkiye Analizi	316
6.6.2. Öncü Göstergelerin Ne Derecede Öncü Olduğu Sorunsalı	320
DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	323

KAYNAKÇA.....	332
ÖZGEÇMİŞ	352

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1:CDS'lerin Gelişimi (2004-06.2007)	21
Grafik 2:Global CDO Piyasası İhraç Verileri	22
Grafik 3 : 1929–1960 Döneminde ABD Para Stokundaki Değişim	51
Grafik 4:Para Arzı ve Safi Milli Hasıla Yıllık Değişim Oranları (1899–1958)	51
Grafik 5: Meksika'nın 1980-2009 yılları arası sabit fiyatlarla GSYH	74
Grafik 6: Meksika'nın 1980-2009 Yılları Arası Tüketici Fiyatları İle Enflasyon Oranları	75
Grafik 7: Meksika'nın 1980-2009 Yılları Arasında Cari İşlemler Dengesi	75
Grafik 8: TCMB Rezervleri (Kasım1993-Haziran 1994)	79
Grafik 9:Kamu Kesimi Fon İhtiyacı (1987-1995).....	80
Grafik 10: Almanya'da 01.1987-07.1994 Yılları arasındaki Faiz Oranları.....	97
Grafik 11:Finansal Kalkınma, Açıklık, Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi İlişkisi	118
Grafik 12:Türkiye'de Toplam Mevduatlar/ Toplam Yükümlülükler (1990-2003 yılları arası).....	128
Grafik 13:Çeyrek Dönemler İtibariyle Mevduatın Gelişimi (Aralık 2009- Aralık 2011	129
Grafik 14:Şili Enflasyon oranları (1980-1987).....	134
Grafik 15:Şili'de İhracat/GSYİH (1979-1986).....	135
Grafik 16: Şili'de İşsizlik (1980-1992 Yılları Arası İş Gücüne Oran)	135
Grafik 17:Asya Ülkelerinin Sermaye Hareketleri (GSYİH'nun Yüzdesi)	142
Grafik 18: Banka Toplam kredileri (1996-2000)	155
Grafik 19: Ulusal 100 Endeksi (1992-2002).....	160
Grafik 20: Kısa Vadeli Borçlar (1992-2002)	161
Grafik 21: Reel Kur (1992-2001).....	162
Grafik 22: Rezervler (1992-2001)	163
Grafik 23: M2Y/Rezerv Para (1992-2002).....	164
Grafik 24: Reel Faiz Oranı (1992-2001).....	165
Grafik 25: Ortalama toplam Kapasite kullanımı (1992-2002)	166
Grafik 26: Sanayi Üretim endeksi (1992-2002).....	167
Grafik 27: GSYH (1992-2003)	168
Grafik 28: Cari İşlemler Dengesi (1992-2002).....	168
Grafik 29: İhracat (1992-2002).....	169
Grafik 30: İhracat (1992-2002).....	170
Grafik 31: Kısa Dönem FED Faiz oranları (2003-2008)	220
Grafik 32:Üç ayda bir yayımlanan datalardan oluşturulmuş 2001-2009 yılları arasını kapsamaktadır.	223
Grafik 33: Standart & Poors	224
Grafik 34:ABD'de Konut Balonunun Patlaması	225
Grafik 35: En İyi Kısa Vadeli Kredi Oranları (25 banka ortalaması)	226
Grafik 36:Ürünlere Göre Türev Sözleşmeleri (1995-2008).....	231

Grafik 37: Bearn Stearn'ın 2004-2008 Yılları Arasındaki Hisse Değerlerinin Grafiği	234
Grafik 38:Bearn Stearn hisselerinin 19.03.2008 tarihli Seans hareketleri	234
Grafik 39:FED Gösterge Faiz Oranları (FED Benchmark Interest Rates)	242
Grafik 40: Dow Jones 12/2007-06/2008 Tarihleri Arası Fiyat Grafiği	243
Grafik 41: Kriz dönemi ve sonrasında Citigroup Hisse Senedi	244
Grafik 42:Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımları	245
Grafik 43:GSYİH Büyümesi (%)	246
Grafik 44:Enflasyon oranlar (%)	246
Grafik 45: İşsizlik Oranları (%)	247
Grafik 46: ABD'nin İhracat ve İthalat Rakamları(1998-2011)	256
Grafik 47: ABD'de İhracatın ithalatı karşılama oranı(1998-2012)	257
Grafik 48:ABD Gıda ve enerji hariç tüm kalemler Enflasyonu (2000-2009 yılları arası).....	259
Grafik 49:ABD'nin GSYİH Yüzdelik Gerçekleşmeleri (2002 2010)	261
Grafik 50:ABD'nin GSYİH ve Katma Değer Esaslı Fiyat Endeksleri (2003-2007)	261
Grafik 51:2008 yılı dolar fiyatlarına göre hesaplanmış petrol fiyatları	262
Grafik 52: ABD'de Bina izin sayıları (2000-2008 yılları arası)	263
Grafik 53:ABD İnşaat Harcamaları (2000-2008 yılları arası)	264
Grafik 54:ABD'de Yapımına başlanan konut sayısı ve var olan konutların satış sayısı (2001-2008 arası).....	264
Grafik 55:ABD'de Yeni Konut Satışları ve Satılmayı Bekleyen Konut Endeksi (2000-2008 Arası)	265
Grafik 56:ABD'de konut Ruhsatlarının Yüzde Değişimleri.....	265
Grafik 57:Dünyada 1991- 2009 Yılları Arasında Genç Nüfus İçinde İstihdam Edilenlerin Oranı (%)	267
Grafik 58:ABD'nin Kamu Borç Tavanı (1981-2012 yılları arası)	268
Grafik 59:ABD'nin Kamu Borç Stoğu ve Açığındaki Artış (2001-2010 yılları arası)	269
Grafik 60:Amerika'nın Cari Açığı (2002-2010)	271
Grafik 61:Amerika'nın Uzun ve Kısa Vadeli Dış Borçları (1991-2010)	272
Grafik 62:ABD'nin M1 Para Arzı Gelişimi (2002-2010)	274
Grafik 63:ABD'nin M2 Para Arzı Gelişimi (2002-2010)	274
Grafik 64:ABD'nin M2/GSMH Gelişimi (2002-2010)	275
Grafik 65:ABD'nin M2/Rezervler Gelişimi (2002-2010).....	275
Grafik 66: Dow Jones endüstri endeksi ortalaması ve Yıllık Yüzde değişim	276
Grafik 67:Amerika'nın Rezerv değişimleri (2002-2011).....	277
Grafik 68: ABD'nin Sanayi Üretim Endeksi (1920-2012).....	278
Grafik 69:ABD'nin NetYurt içi Kredi Stoğu (1993-2009).....	279
Grafik 70: ABD'nin kapasite Kullanım oranı (1965-2012).....	280
Grafik 71: Türkiye'nin İhracat ve İthalat Gerçekleşmeleri (1999-2011)	283
Grafik 72: Yıllık Tüfe Grafiği (2001-2012).....	285
Grafik 73:Türkiye Ekonomisi büyük depresyondan günümüze büyüme gerçekleşmeleri	286

Grafik 74:Türkiye'nin Yüzdesel Büyüme Rakamları (2006-2008).....	286
Grafik 75:Türkiye'de 2002-01.2011 yılları Arası işsizlik Oranları.....	287
Grafik 76:Net Kamu Borç Stoğu / GSYH yüzdesi (2002-2010)	289
Grafik 77:Net Kamu Borç Stoku(2002-2012).....	290
Grafik 78: Türkiye'nin cari Açığı (2004-2011)	291
Grafik 79: IMKB Endeksi (08. 2006-09. 2008).....	296
Grafik 80:TCMB Rezerv Durumu(2002-2012)	297
Grafik 81:Türkiye'nin kısa Vadeli Dış borcu (2002-2010)	298
Grafik 82:Türkiye'nin İmalat Sanayi endeksi (2005-2012).....	299
Grafik 83:Net yurtiçi Kredi (1993-2009)	301
Grafik 84:Türkiye'nin Kapasite Kullanım Oranı (2000-2010)	302
Grafik 85:Türkiye'nin Kapasite Kullanım Oranı (2007-2012)	302
Grafik 86: Probit – Logit model İçin Finansal Baskı Endeksi.....	310
Grafik 87Serilerin düzey değerlerindeki grafikleri.....	315
Grafik 88: Sinyal Yaklaşımı İçin Finansal baskı Endeksi.....	317
Grafik 89: Bileşik Öncü Göstergeler (Finansal Kırılganlık)Endeksi	322

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1:Yüksek Kaliteli Arabalar	6
Şekil 2: Düşük kaliteli arabalar	7
Şekil 3:Avusturya Okulu'nun iktisadi Dalgalanma teorisi	36
Şekil 4:Keynes'in Kriz Hakkındaki Görüşleri	39
Şekil 5:Keynes'e göre Finansal Sistemin dengesi	40
Şekil 6:Daralma Döneminin Paracı AS-AD Modeline Göre Gösterimi	54
Şekil 7: Genişleme Döneminin Paracı AS-AD Modeline Göre Gösterimi.....	55
Şekil 8:Sermaye Hesabı Krizi ve Kredi Daralması Etkileşimi	59
Şekil 9 :Altın fiyatının satışlar yolu ile sabitlenmesi	61
Şekil 10: Spekülatif Atak Sonucunda Rezervlerin Tükenmesi	64
Şekil 11: Ödemeler Dengesi Krizinin Ortaya Çıkışı.....	65
Şekil 12: Esnek kur oranı ile dinamik davranış	69
Şekil 13:Spekülatörlerin Davranışları ve Merkez Bankası rezervleri etkileşim	90
Şekil 14:Tüneldeki Yılan (Snake in The Tunnel)	95
Şekil 15: Milli Paraların ECU değerleri ve Pariteler	96
Şekil 16:Faiz Tavanı Altında Tasarruf ve Yatırım.....	119
Şekil 17:Konjonktürel Dalgalanmalar.....	124
Şekil 18: Doğrusal Olasılık Modeli	189
Şekil 19: Birikimli Dağılım Fonksiyonu.....	190
Şekil 20: Probit ve Logit Modellerin Aynı Grafikte Gösterilmesi.....	196
Şekil 21:Yapay Nöronların Yapısı	208
Şekil 22:İleri sürümlü YSA.....	209
Şekil 23: Geri bildirimli YSA	209
Şekil 24: Menkul Kıymetleştirme Süreci	222

TABLÖLER LİSTESİ

Tablo 1:Madof'a En Fazla Para Kaptıranlar	47
Tablo 2 :Para Stokunda Azalmanın Gerçekleştiği Dönemler	51
Tablo 3 :Seçilmiş bazı Latin Amerika Ülkeleri'nden 1979-1984 yılları arasındaki sermaye çıkışları (milyar \$)	76
Tablo 4: Türkiye'nin Kamu Kesim Borçlanma Gerçekleşmeleri (1988-1995)	78
Tablo 5:Kamu Kesimi Fon İhtiyacı Detayları (1987-1995).....	81
Tablo 6: Türkiye Ekonomisinde Net Sermaye Girişinin Net Toplam Sermaye Hareketleri içindeki Payları (%).....	83
Tablo 7: Kısa Vadeli Dış Borç stoğu	84
Tablo 8: Cari işlemler Dengesi	84
Tablo 9:1987-1998 Yılları Arasında Meksika'nın Temel Ekonomik Göstergeleri ...	98
Tablo 10:Örnek Banka Bilançosu ve Türk bankacılık Sistemindeki Yüzdeleri	111
Tablo 11:1980' li Yıllar Sonrası Bankacılık Krizleri Kronolojisi ve Finansal serbestleşme Dönemleri	133
Tablo 12:Brezilya' ya Ait Büyüme ve Enflasyon Oranları (1990-1995).....	136
Tablo 13: Brezilya' nın Dış Ticaret Hadleri (Milyar Dolar) (1990-1997).....	137
Tablo 14:Meksika'da Kamu Borcunun GSYİH'ya Oranı (%)	138
Tablo 15: Meksika'nın 1955-1993 dönemleri arası Uzun Vade Ekonomik Performansı	139
Tablo 16:Meksika'nın Tasarruf, Yatırım ve Cari Hesap Kalemlerinin GSYİH'ya Oranı (1998-1994) Kaynak: Jeffrey Sachs, Aaron Tornell and Andres Velasco The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?. NBER Working Paper No. 5142. 1995, 22.128.....	139
Tablo 17: Meksika'nın 1989-1994 yılları arasındaki iç borç yapısı (Milyon ABD Doları)	139
Tablo 18:Cari İşlemler Dengesi(GSYİH 'nin yüzdesi).....	141
Tablo 19: Özel Sektöre Açılan Krediler (GSYİH'nin yüzdesi)	141
Tablo 20: Krizdeki Ülkelere Yönelen Net Sermaye Akımları (Milyar Dolar)	142
Tablo 21: Asya Ekonomilerinde Enflasyonun % Gelişimi (1992-1998).....	143
Tablo 22:Krizi Yaşayan Asya Ülkelerindeki reel GSMH Artışı	143
Tablo 23:Asya Krizi Öncesi Bölge Ülkelerine Ait Kısa Vadeli Borç Oranları (%)	145
Tablo 24:Asya Krizi Sonrası Devalüasyon ve Hisse Senedi Değer Kaybı Oranları	146
Tablo 25: Rusya Federasyonu Cari İşlemler Dengesi (milyar USD).....	148

Tablo 26: Rusya'nın 1994-2003 Yılları Arasındaki Büyüme ve Enflasyon Rakamları	148
Tablo 27:Rusya Federasyonu Bütçe Dengesi'nin GSYİH'ya Oranı.....	149
Tablo 28: Kriz Öncesi Dönemde Döviz Kurlarında Gözlenen Gelişmeler.....	150
Tablo 29: Konsolide Bütçe Gelir Ve Harcamalarının % Dağılımı (1989-1996)	151
Tablo 30: Konsolide Bütçe Gelir Ve Harcamalarının % Dağılımı (1989-1996)	152
Tablo 31: Toplam Mali Varlıklar (1988-1996).....	153
Tablo 32: 2000 İstikrar Programı Performans Kriterleri ve Hedefleri.....	154
Tablo 33: Ortalama Hazine Bileşik Faizi-12 Aylık TEFE ve 12 ay sonra Beklenen TEFE	156
Tablo 34:Ödemeler Dengesi (Milyon ABD Doları)	157
Tablo 35: Potansiyel öncü Göstergeler	173
Tablo 36: Para ve Bankacılık Krizleri: En İyi Göstergeler.....	174
Tablo 37: Erken Uyarı Göstergeler ve Öngörü Beklentileri	175
Tablo 38: Öncü Göstergeler	176
Tablo 39: Sinyal Yaklaşımında Göstergelerin Değerlendirilmesi	180
Tablo 40: Sinyal Yaklaşımı Altında Gösterge performansları.....	182
Tablo 41:ABD Mortgage Kredilerinde Genel Durum (2001-2006)	226
Tablo 42:ABD Bankacılık Sektöründe Türev Ürünlerdeki Gelişimi(2001-2008/1) 232	
Tablo 43:Washington Mutual Bank'ın 1998-2008 Yılları Arasındaki Hisse Senedi Fiyatları	239
Tablo 44: ABD'nin 700 Milyar dolarlık Yardım paketinin Dağılımı.....	241
Tablo 45: Ocak 2007-Haziran 2010 tarihleri Arası Fed Gösterge Faiz Oranları... 242	
Tablo 46:ABD'nin 2000-2007 yılları arası dış ticaret dengesi	254
Tablo 47:2008 Krizi öncesi Dünya ve Seçilmiş Ülkelerin GSYH Oranları	255
Tablo 48: Seçilmiş Ülkelerin İşsizlik Oranları (2008-09.2011)	266
Tablo 49:ABD'nin Bütçesi ve Borçları (2010-2012).....	270
Tablo 50: Türkiye'nin Dış Ticaret Gerçekleşmeleri (2005-2012)	281
Tablo 51: TÜFE Önceki Ayın Aynı Dönemine Göre Değişim	285
Tablo 52:Türkiye'de 2002-01.2011 yılları Arası işsizlik Detayları.....	288
Tablo 53: Türkiye'nin Brüt Dış Borç Stoku (2002-2009 Yılları).....	293
Tablo 54: Türkiye'nin M1 Gerçekleşmeleri (2007-2012/Q1)	294
Tablo 55: Türkiye'nin M2 Gerçekleşmeleri (2007-2012/Q1)	295
Tablo 56: ADF birim kök testi sonuçları	308
Tablo 57: KPSS Test Sonuçları.....	309
Tablo 58: FBE'nin Bir Finansal Krize İşaret Ettiği Dönem ve Değerler.....	311
Tablo 59: Probit ve Logit Modele İlişkin TahminlerTablosu	313
Tablo 60:FBE'nin Bir Finansal Krize İşaret Ettiği Dönem ve Değerler.....	317
Tablo 61:değişkenlerin Önem Sıralarının Hata-Sinyal Oranları ile Belirlenmesi ... 319	
Tablo 62:Değişkenlerin öncü Sinyal Verme Zamanı ve sinyallerin Sürekliliği	321

KISALTMALAR LİSTESİ

A.Ş.- Anonim Şirketi

ABCP-Asset Backed Comercial Papers

ABD-Amerika Birleşik Devletleri

AIG-American International Group

API- Açık Piyasa İşlemleri

BDDK-Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu

Bkz.-Bakınız

CDS-Credit Default Swap

CLO-Colleteralized Loan Obligation

CPFF-Commercial Paper Funding Facility

EPB-Ekonomik parasal birlik

ERM- European Exchange Rate Mechanism

FBE:Finansal Baskı Endeksi

FDIC –Federal Deposit Insurance Corporation

FED-federal Reserve

G.O.Ü- Gelişmekte Olan Ülke

GSMH-Gayri Safi Milli Hasıla

IMF-International Monetary Fund

İMKB-İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

IS- Investment&Saving

KİT-Kamu İktisadi Teşekkülü

KLR-Kaminsky/ Lizondo / Reinhart

LAS- Long –run aggregate Suply Curve

LAS-Long-term aggregate Supply

LBO-Leveraged Buyouts

LM-Liquidity Demand and Money Supply

MMIFF- Money Market Investor Funding Facility
NBER: The National Bureau of Economic Research
ÖAV-Özel Amaçlı Varlık
OECD: Organization for Economic Co-operation and Development
OPEC-*Organization of the Petroleum Exporting Countries*
PDCF-Primary Dealer Credit facilityu
QE- Quantitative Easing
SAS-Short-term aggregate Supply
SEC-Securities and Exchange Comission
SIV-Structured Investment Vehicle
TAF-Term Auction Facility
TALF-Term Asset- Backed Securities Loan Facility
TAO-Türkiye Anonim Ortaklığı
TARP-Troubled Asset Relief Program
TAŞ-Türkiye AnonimŞirketi
TCMB-Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TC-Türkiye Cumhuriyeti
TEFE-Toptan Eşye Fiyat Endeksi
TMSF- Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu
TSLF-Term securities Lending Facility
TUİK-Türkiye İstatistik Kurumu
YP-Yabancı Para
YY-Yüzyıl

GİRİŞ

Son yıllarda adından çok söz ettiren küreselleşme olgusu gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere hem olumlu katkılar sağlamakta, hem de beraberinde çeşitli riskleri getirmektedir. Küreselleşme bir yandan piyasa mekanizmasını güçlendirirken, diğer yandan ülkeleri acımasız bir rekabet ortamına sürüklemektedir. Küreselleşmenin sonucu olarak ülke ekonomileri dışa açık ve kırılgan bir yapıya bürünmektedirler. Özellikle liberal politikaların yarattığı kırılganlık etkisi sonucunda gelişmekte olan ülkeler dış şoklara daha açık hale gelmektedir. Kapitalizmin küreselleşmesi, piyasa sisteminin özünde yer alan kriz yaratıcı mekanizmayı bütün dünyaya yaymış bulunuyor.

Sermayenin hareket serbestliği kazanması, girişimcinin sermayeyi alıp en ucuza doğal kaynakları bulabileceği, emeğe en düşük ücreti ödeyeceği ve dolayısıyla en yüksek getiriyi sağlayacağı yerlere serbestçe girerek, çok daha yüksek kazançlar sağlayabilmesi demektir.¹ 1980 sonrası arz yönlü politikalara paralel olan liberal düşünce ve iki kutuplu dünya düzeninin ortadan kalkması bu rüzgâra olumlu bir ivme kazandırmıştır. Bu akımların olumlu etkilerinden yararlanmak isteyen birçok ülke 1980-1990 yılları arasında finansal serbestleşme politikalarını benimsemiş; ancak birkaç Güney Doğu Asya ülkesi dışında bu politikaların çoğu başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Bu zararlar neticesinde iktisat çevreleri finansal krizler üzerinde yoğun çalışmalarda bulunmuşlardır. Bu çalışmalar krizleri neden sonuç ilişkileri çerçevesinde inceleyerek sınıflara ayırmış ve krizlerin önüne geçmek için çeşitli tedbirleri içermiştir.

Ekonomilerde olmazsa olmaz kurallardan biri ekonomik büyümedir. Fakat burada önemli konu yüksek büyüme hızı değil, büyümenin sürdürülebilirliği meselesidir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde sürdürülebilir büyüme önündeki en büyük engel finansal krizlerdir. Krizler reel sektörü, hükümet politikalarını ve

¹ Mahfi Eğilmez, **Küresel Finans Krizi, Piyasa Sistemini Eleştirisi**, Remzi Kitabevi, 3. Baskı, İstanbul, 2008, S.44.

merkez bankalarının kararlarını etkilemek suretiyle ekonomik büyümenin gerilemesine yol açmaktadır.

Bu çalışmada finansal krizler tüm boyutları ile ele alınacak ve 2008 Krizin'nin hangi kriz modelleriyle ve ekonomik ekollerle açıklanabileceği anlaşılmaya çalışılacaktır.

Ayrıca çalışmamızda uzun yıllardan beri tartışılan ekonometrik modellerin güvenilirliği test edilecek ve alternatif yöntemlerle 2008 krizinin sinyal verip vermediği incelenecektir. Probit ve logit modellere alternatif olan sinyal yaklaşımı ve grafiksel eğilim analizleri çalışmamızda 2008 krizi için uygulanacaktır.

1.BÖLÜM

FİNANSAL KRİZ TANIMI VE FİNANSAL KRİZLERİ ANLAYABİLMEK İÇİN BİLİNMESİ GEREKEN TEMEL KAVRAMLAR

1.1.Finansal krizin Tanımı ve Finansal Krizleri Anlayabilmek İçin Bilinmesi Gereken Bazı Kavramlar

Yunanca ‘krisis’ kelimesinden türeyen kriz, günlük dilde, zor seçim, bunalım, buhran karşılığı olarak kullanılmaktadır. Farklı kullanım alanlarında, dengesiz, olumsuz ve istenmeyen duruma geçişi ifade etmektedir. Bir ekonomi-finans terimi olarak kriz, mal, hizmet, faktör, para-döviz piyasalarında, tolere edilebilir düzey ötesinde yaşanan dalgalanmayı anlatır. Bir başka anlatımla kriz, bir ekonominin temel dengelerinde ortaya çıkan sürdürülemez yapılanmanın onarımı için kendiliğinden oluşan ya da harekete geçirilen dalgalanmalardır.² Mishkin’e göre, “Finansal kriz, verimli yatırım olanaklarına sahip finansal piyasaların ahlaki tehlike ve ters seçim problemlerinin gittikçe kötüleşmesi nedenleriyle, fonları etkili biçimde kanallı edememesi sonucu ortaya çıkan doğrusal olmayan bozulmadır.³ Özellikle Mishkin’in kriz tanımında sözü edilen asimetrik bilgi sorunu, iktisat biliminin son yıllarda üzerinde oldukça fazla kafa yorduğu konularından biridir. Krizlerin oluşumunda da büyük pay sahibi olan bu konu ileriki bölümlerde ayrıntılı bir şekilde ele alınacaktır.

1.1.1. Krizlerin Özellikleri ve Oluşum Süreci

Krizleri olağan gerilim ve bunalımlardan ayıran belli başlı özellikler vardır. Bunlar;

- Kriz önceden öngörülemeyen ve birdenbire olan bir değişmeyi ifade eder.
- Kriz acil olarak analiz edilip cevap verilmesi gereken bir süreçtir.
- Kriz devamlılığın önündeki en büyük tehdittir

² Yusuf Bayraktutan, “Küreselleşme, Kriz ve IMF ” , **Liberal Düşünce** , sayı:19, 2000, s.14-18.

³Frederic Mishkin, “Lessons From the Asian Crisis”, NBER Working Papers, p.p. 1-2. (Çevirim içi) Journal of International Money and Finance 18 (1999) 709–723, Erişim Tarihi 10.09.2012.

- Krizin diğerk bir özelliğı kişiler ve organizasyonlar için hem bir tehlike ve tehdit oluşturması, hem de yeni fırsatlar yaratmasıdır. Bu anlamda kriz düşünöldüğü gibi tamamen negatif bir kavram değildir.⁴

Finansal krizlerin oluşum süreçlerini incelediğimizde;

1.1.1.1. Körlük

Etraftaki uzak ve yakın değışim ve gelişmelerden haberdar olamama durumudur. Bu aşamada iç ve dış dünyadan krizle ilgili sinyaller alınabilir fakat bu gelişim ve değışimler idrak edilemez. Bu aşamanın en karakteristik özelliğı iyi sonuçlar var olan olumsuzlukların ciddiye alınıp engellenme girişimlerini engeller. İletişimde zayıflık vardır.

1.1.1.2. Tembellik

Bu aşamada kriz sürecinin içinde olunmasına rağmen önlem alınması için harekete geçilmez. Rutinin dışına çıkma gereğı hissedilmez. Gerekli tedbirlerin alınmadığı dönem olarak ta bilinir. Olumsuzlukların geçici olduğı ve kendi kendine düzeleceğı düşüncesi hâkim olmaktadır. Kriz derinleştikçe krizin olumsuz etkileri kendini daha fazla belli etmeye başlar.

1.1.1.3. Yanlış Karar Ve Faaliyetler

Gerilimin artması, kararların merkezileşmesi ve eksik bilgi akışı, kararların niteliğini bozar. Panik havası hâkimdir. Ortak strateji geliştirme söz konusu olamamaktadır.

Finansal krizler 1929 Büyük Buhranla ekonomi dünyasında adından daha da söz ettirmeye başlamıştır. Özellikle krizlerin oluşumunda rol oynayan aktörlerin farklılık göstermesi ve farklı coğrafyalarda, farklı yapıdaki krizlerin patlak vermesi konuyla ilgili yeni yaklaşımların doğmasına neden olmuştur. Çalışmamızda tüm ayrıntıları ile göröleceğı gibi 1929 buhranında genelde talep noksanlığı yaşanırken 1973 petrol krizi, petrol fiyatlarına dayanan arz kökenli bir kriz görüntüsü vermekteydi.

⁴ Coşkun Can Aktan ve Hüseyin şen, “Ekonomik Kriz:Nedenler ve Çözüm önerileri ”, **Yeni Türkiye Dergisi**, 2002, s.1.

Kriz çalışmaları bu nedenlerden dolayı devamlı gelişimler ve değişimler gösterdi. Finansal kriz çalışmalarını daha iyi anlayabilmek, psikoloji, sosyoloji ve ekonomi bilimlerinin sentezleşmelerini görebilmek için bazı kavramların çok iyi anlaşılması gerekmektedir. Aşağıda ayrıntılı olarak anlatılacak kavramları bilmemiz bu çalışmamızın daha iyi kavranmasını ve Finansal krizlerin daha iyi anlaşılmasını sağlayacaktır.

1.1.2 Asimetrik Bilgi: (Asimetric Information)

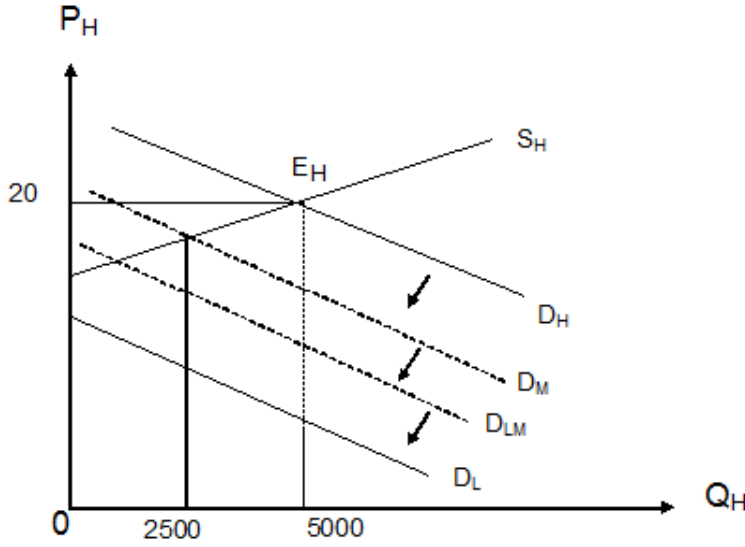
Refah teorilerinin temel varsayımı, piyasadaki tüm alıcı ve satıcıların, tüm mallar hakkında tam bilgiye sahip olduğu şeklindedir.⁵ Eğer bir piyasada bu varsayımlar geçerli değilse, bu piyasada tam rekabet piyasası varsayımları da geçerli olmayacaktır. Bu bilgilere paralel olarak asimetrik bilgiyi birinin bildiğini başkasının bilmemesi olarak tanımlayabiliriz.

Asimetrik bilgiye işçilerle sözleşme yapan firmanın, işçilerin yetenekleri konusunda işçilerden daha az bilgiye sahip olması örneği verilebilir. Benzer şekilde otomobil sigortası yapan bir şirketin, sigortasını yaptığı kişinin sürücülük deneyimi ve kaza yapma ihtimali ile ilgili daha az bilgiye sahip olması, ikinci el araba piyasasında, araba alıcılarının satıcılarına göre daha az bilgiye sahip olması gibi örnekler verilebilir. 2001 yılında Yeni Keynesyen Berkeley’li George Akerlof, Dünya Bankası eski Başkan Yardımcısı (ve eski Stanford’lu) Joseph Stiglitz ve yine Stanford’lu Michael Spence 2001 yılında asimetrik enformasyonlu piyasalardaki analizleri için⁶ ekonomi alanında Nobel Ekonomi Ödülü’nü paylaşmışlardır. Bu konuda en büyük katkıyı yapan çürük limon jargonunu ekonomi bilimine kazandıran George Akerlof tur. ‘The Market for Lemons’ adlı makale ile asimetrik enformasyon kavramını ortaya atan ve enformasyon ekonomisi alanının kurucusu olan Akerlof temelde şunu söylüyordu: Standart iktisat teorisinde tam rekabet, homojen ürün, çok sayıda firma gibi bir sürü basitleştirici varsayım var. Ama gerçek dünyada bu varsayımlar tam doğru değil. Enformasyon konusundaki varsayım da geçerli olmayabilir. Birçok vakada taraflardan birinin enformasyonu varsa, ama diğerinin

⁵ Utku Altunöz, “Bankacılık ve Finans Kesiminde Asimetrik Bilgi Sorunu”, **Sermaye Piyasası**, Sayı 7, Temmuz-Eylül 2011.

⁶2001 Nobel prize in Economics (çevirimiçi)
http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2001/press.html, (çevirim içi) 28.11.2009

enformasyonu yoksa ortaya ‘asimetrik enformasyon’ durumu çıkmış demektir ve bu ortamda da piyasa istenen sonucu vermez, ‘adverse selection’ denen terslik çıkar. Mesela sağlık sigorta şirketi insanları tanımaz, hâlbuki sağlığı en bozuk olanlar sağlık sigortasına en çok ve en önce talip olanlardır, bu durum da fiyat sisteminin etkin çalışmasını etkiler.⁷ Limon piyasasının işleyişini daha iyi anlayabilmemiz için 10 000 kişinin belli süredir kullandığı arabasını satmak istediğini, diğer bir 10 000 kişinin ise kullanışmış araba almak istediğini varsayalım. Diğer bir varsayımımız ise alıcıların satılan arabaların yarısının iyi kalitede, diğer yarısının da kötü kalitede olduğunu bilmesi olsun. Fakat alıcılar bu araçların hangilerinin iyi, hangilerinin kötü olduğunu bilemedikleri için ortada bir asimetrik bilgi durumu söz konusudur. Konuyu grafik yardımı ile inceleyecek olursak⁸;

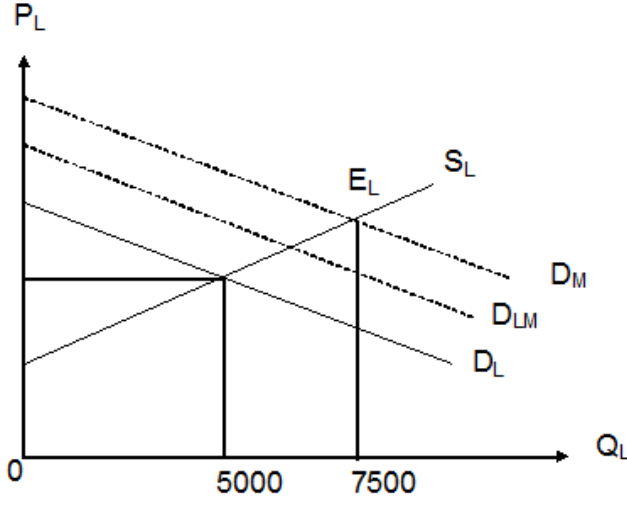


Şekil 1:Yüksek Kaliteli Arabalar

Eğer alıcılar ve satıcılar arabaların gerçek durumları ile ilgili simetrik bilgiye sahip olsalardı, yüksek kaliteli arabalar piyasasında arz ve talebin (S_H ve D_H) kesiştiği E_H noktasında denge sağlanacaktı. Dengede araçların yarısı (5000) her biri 20 liradan satılacaktı.

⁷ Deniz Gökçe, “Stiglitz,Nobel ve IMF ! ” , **Akşam Gazetesi**, 15 Ekim2001.

⁸ Grafik x ve Grafik y Dominick Salvatore’nın Microeconomics 4. Edition kitabının 698. sayfasındaki şekillerden basit ve kolay anlaşılması için tarafımda uyarlanmıştır



Şekil 2: Düşük kaliteli arabalar

Aynı şekilde düşük kaliteli arabalar (Bkz.şekil 2) piyasasında (limona pazarı) arz ve talep eğrilerinin (S_L ve D_L) kesiştiği E_L noktasında denge oluşacak ve arabaların kalan yarısı (5 000) her biri 10 000 liradan satılacaktı. Fakat arabaların kaliteleri ile ilgili alıcı ve satıcıların asimetrik bilgiye sahip olmaları, alıcıları piyasadaki arabaların % 50 sinin kaliteli olabileceği gibi bir düşünceye itebilir. Bunun sonucu olarak piyasada mevcut olan tüm araçlar orta kaliteli olarak nitelendirilirler. Sonuç olarak yüksek kaliteli araba piyasasında yüksek kaliteli araba talebinin altında orta kaliteli araba talebi oluşurken (D_M), Limon piyasasında da düşük kaliteli araba piyasasının üzerinde orta kaliteli araba talebi (D_M) oluşur. Buna paralel olarak orta kaliteli araba talebi oluşması sonucu yüksek kaliteli araba piyasasında 2500 araba satılırken, limon piyasasında 7500 araba satılacaktır.

İkinci el piyasasındaki bu denge oluşumu neticesinde arabaların tümü satılamayacaktır. Orta kalite olarak nitelendirilen arabaların satıldığını gören alıcılar, bu durumda da o arabaların orta kalitenin altında olduklarını düşünmeye başlarlar ve taleplerini D_M den D_{LM} ye düşürürler. Bu durum hem düşük kaliteli arabalar piyasasında, hem de yüksek kaliteli arabalar piyasasında geçerlidir. Ancak denge burada da sağlanamamaktadır. Çünkü alıcılar arabaların hangilerinin kaliteli, hangilerinin kalitesiz olduklarını bilmemektedirler. Ortada bir asimetrik bilgi sorunu mevcuttur. Bu asimetrik bilgi neticesinde alıcılar piyasadaki tüm araçların limon olduğunu düşünürler ve talepleri D_L konumuna çekerler. Bu durumda kaliteli araba

satıcıları arabalarının yüksek kalitede olduklarını bildikleri için, arabalarını satmaktan vazgeçerler ve piyasadan çekilirler. Benzer şekilde eğer tüketiciler satın almayı düşündükleri bir malın kalitesini bilmiyorlarsa, bazı firmalar düşük kaliteli bir malı yüksek kaliteli bir malın fiyatından satmaya çalışabileceklerdir. Ancak, eğer tüketiciler kötü mal satın alma riskinin yüksek olduğunu bilirlerse, bu durumda kalitesi belli olmayan mallara fazla fiyat ödemek istemeyeceklerdir. Bu durumda yüksek kaliteli mal üreten firmalar üretim maliyetlerine yakın bir fiyattan mal satmak istemeyeceklerdir. Diğer bir ifadeyle, kötü mallar iyi malları piyasadan kovacaktır⁹ Bu durum akıllara iktisattaki meşhur Grasham Kanunu'nu getirmektedir. Bu kanuna göre değer itibarıyla piyasada birbirinden farklı iki ödeme aracı bulunduğu zaman, kötü para iyi parayı kovar, tedavülde yalnız kötü para kalır.¹⁰ Asimetrik bilginin para piyasalarına uyarlanması ve kriz teorilerinde kullanılması Yeni Keynesçi iktisatçılar tarafından gerçekleştirilmiştir. Özellikle kredi piyasasında iki genel enformasyon probleminde söz edilmektedir

1.1.3. Ters Seçim (Adverse Selection)

Ters seçim taraflar arasında sözleşme imzalanmadan önce ortaya çıkan bir sorun olup farklı niteliklere sahip olan malların asimetrik bilgi nedeniyle tek bir fiyattan satılmasıyla meydana gelmektedir. Böyle bir durumda piyasada çok fazla sayıda düşük kaliteli ürün satılırken, ancak çok az miktarda kaliteli ürün satılabilmektedir¹¹ Sigorta şirketlerinin amacı riski düşük kişileri sigorta etmektir. Fakat riski yüksek kişiler sigortaya daha fazla talep gösterirler. Sigorta primleri artarsa riski yüksek kişiler hala sigorta yaptırmak isteyecektir, öte yandan riski düşük kişiler sigortadan kaçacaktır yine ters seçim durumunda, potansiyel borçlanıcıların büyük ihtimalle kredi riskleri en kötü kişiler oluşu söz konusudur. Söz konusu kişilerin kredi için çok istekli olması, ödünç veren kurumları bu kişilere kredi vermeye zorlamaktadır. Burada ilginç olan nokta ödünç veren kurumun, bu kişilerin aynı zamanda adlıkları kredileri geri ödememe ihtimali en yüksek kişiler olduklarını da bilmektedirler. Ters

⁹ Meltem Erdoğan, “ Bankacılık sektöründe asimetrik Bilgi:Sorunlar ve çözüm önerileri”,**Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı 20, Nisan 2008, s.2.

¹⁰ Erdoğan Alkin,**İktisat**,İstanbul,Filiz Kitabevi,1992,s.222

¹¹ Robert S. Pindyck and Daniel L Rubinfeld,**Microeconomics**,Sixth Edition ,United states of America, Pearson Prentice Hall ,2005,pp.613.

seçimde sonuç olarak bu örnekten de görüleceği gibi ödünç veren kurumun piyasada kredi riskleri iyi kimseler bulunmasına rağmen kredi vermemesidir.

Ters seçim için kullanılan yaygın bir örnek, sigara kullanan ve sigara kullanmayanlardır. Sigara kullananların ciddi sağlık problemlerine yakalanma ihtimali, sigara kullanmayanlara göre göreceli olarak daha yüksektir. Bu tür kişiler, sağlık sigortası yaptırmak istediklerinde, sigorta şirketleri kendilerini önemli bir ikilemin içinde bulmaktadırlar. Varsayalım ki bir sigorta şirketi tüm müşterilerinden aynı primi alıyor olsun. Aynı zamanda primler ölüm oranına bağlı olsun. Sigara imeyenleri primleri pahalı bulacaklardır. Sigara içenler ise fiyatları kelepir olarak algılayacaklardır.¹²

1.1.4. Ahlaki Tehlike (Moral Hazard)

Değeri düşük bir firmanın borç alması durumunda ahlaki risk denilen, borç alanların aldıkları borcun geri ödenmemesi zorlaştıracak davranışlar daha çok ortaya çıkar. Genişleyen para miktarı ile firmaların net değeri yükselirse ülke genelinde ahlaki risk azalacaktır. Bu durumda bankalar da daha fazla borç verecek, tayınlama miktarı azalacaktır. Bu durum yatırımlar ve milli gelir üzerinde olumlu etkiler doğuracaktır.¹³

Yukarıdaki bilgilerin ışığında ahlaki tehlike, ödünç verenin bakış açısından ödünç alanın istenmeyen (tehlikeli) faaliyetlere girmesi, bu yönde teşviklere sahip olması durumudur. Krediyi alan kişi, bunun getirisi ve riski belli olan bir enstrümana yatırabileceği gibi getirisi ve riski yüksek bir enstrümana da yatırabilir. Alınan kredinin riskli bir enstrümanda kullanılması durumunda, farklı iki ihtimal söz konusudur. Ya yüksek kar ile kazançlı duruma gelecek, ya da parayı kaybedecektir. İlk ihtimalde, yani riskli projenin başarılı bir şekilde sonuçlanmasında, yatırımcı bu iş için koyduğu paranın çok üzerinde bir kazanç sağlamış olacaktır. Fakat bu kazanç tek taraflıdır çünkü karşı tarafa ödeyeceği para bellidir. İkinci olasılıkta yani projenin başarısızlıkla sonuçlanması durumunda ise, yatırımcının karşı tarafa (dn veren kuruma) karşı borcu değişmeyecektir.

¹² David Beggand, Stanley Fischer ve Rudiger Dornbusch, **Mikroiktisat**, İstanbül, Alkım Yayınları, 2000, ss. 225.

¹³ Merih Paya, **Makroiktisat**, İstanbül, Filiz Kitabevi, 1997, s..346.

Borç, alınan kredi miktarı ve bunun faizi ile sınırlıdır. Yatırımcıyı, getirisi ve riski daha yüksek projeyi seçmeye götüren etken, ödünç veren kuruma karşı sorumluluğunun sınırlı olmasıdır. Projenin başarısız olduğunu düşünelim. Bu durumda kredinin geri ödenmesinde büyük bir risk meydana gelecektir. Yatırımcıların bu ve benzeri davranışları, ödünç verenlerden ödünç alanlara servet transferi anlamına gelmekte, ödünç verenler tarafından da hoş karşılanmamaktadır. Sonuç olarak ahlaki risk faktörüne karşı, piyasada riski ve getirisi düşük (güvenli) olmasına rağmen kredi vermek istememektedirler.

Ahlaki tehlikeye gündelik hayattan örnekler verebiliriz. Arabamızın kapısını kilitlemeyi unuttuğumuz zaman eğer arabamız hırsızlığa karşı tam olarak sigortalı ise fazla telaşa kapılmayabiliriz. Ya da tam sağlık sigortası yaptırmışsak sağlığımızı fazla önemseyemeyebiliriz. Ahlaki tehlikeye verilebilecek bu örnekler aynı zamanda sigorta fiyatlarının pahallaşmasına da neden olmaktadır. Sonuç olarak ölümcül bir hastalığı olan bir kişinin sağlık sigortası yapması ters seçim, geride kalanların rahat etmesi için hayat sigortalı birinin aniden depresyona girerek canına kıyması ahlaki risktir.

1.1.5. Kredi Tayınlaması (Credit Rationing)

Asimetrik bilgi probleminin kredi piyasasında kendini göstermesi kredi tayınlaması yolu ile olmaktadır. Bazen geçerli faz haddinden fon talep edildiği halde fon arz edenler, ortamı riskli gördüklerinden borç verme eğiliminde olmazlar. Bazen fonlarını arz etmek isteyenler olduğu halde, talep kısıtlıdır. Bu iki duruma kredi tayınlaması denir. Diğer bir ifadeyle, ‘Türkiye’deki bankaların kredi faizlerinde aşırı yükselme olduğunda (örneğin kamu menkul kıymetlerinin faizlerine oranla), bundan kredi piyasasında riski yüksek müşterilerin arttığı sonucunu çıkardıkları görülüyor. Bu durumda bankaların faiz-getirili aktifleri içinde kredilerin payı azalıyor. Buna iktisatta kredi tayınlaması (Credit Rationing) adı veriliyor.’¹⁴

¹⁴ Hasan Ersel, Bankaların kredi açmasını etkileyen faktörler nedir,Referans Gazetesi, 3.11.2008.(Çevirimiçi)
http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD=109665&YZR_KOD=5, Erişim Tarihi.20.01. 2010

Fon arz edenler. Arzı kısıtıklarında fon talebi tayınlanır. Fon talep edenler, talebi kısıtıklarında arz edenler tayınlanmış olurlar.

Stiglitz ve Weiss'e göre Kredi tayınlaması, kredi pazarında ters seçim sonucu oluşan bir durumdur.¹⁵

1.1.6. Sinyal Verme (Signaling)

Sinyal verme (signaling) alıcı ve satıcının asimetrik bilgiyi ortadan kaldırmaya çalıştığı mekanizmalardan biridir. Bu kavram ilk olarak Nobel ödüllü iktisatçı Michael Spence tarafından geliştirilmiştir. Spence bu çalışmasının temeli, bazı piyasalarda satıcıların ürünün kalitesi hakkında alıcılara, ürün hakkında bilgi içeren sinyaller göndermesi üzerindedir. Konuyu daha iyi anlayabilmek için asimetrik bilgiye bolca rastlanan emek piyasasını ele alabiliriz. Bir işletmenin insan kaynakları departmanının yeni işe alım yaptıklarını varsayalım. Doğal olarak bu yeni işçiler diğer bir tabirle emek satıcıları, verimlilikleri konusunda işletmeden yani emek alıcısından daha fazla bilgiye sahiplerdir. Kısacası kendi donanımlarını, sorumluluk alma kapasitelerini, sıkı çalışma konusunda yatkınlıklarını ve buna benzer birçok özelliği işletmeden daha iyi bilmektedirler. İşletme kişilerin bu özelliklerini ancak işe alıp belli bir süre çalıştırmaları sonucunda öğrenebileceklerdir. Bu durumda akla gelen soru işletmelerin neden gerektiği kadar işçiyi işe alıp, sonra bunların verimlilik durumunu görüp, yeterli düzeyde olmayanları işten çıkarma konusunu düşünmez? Cevap oldukça basittir. Gereğinden fazla maliyet. Bu noktada sinyal verme konusu devreye girmektedir. İşe alınacak potansiyel bir işçi kendi verimliliği konusunda işletmeye yardımcı olabilecek bilgiler taşıyabilir mi? Burada dikkat etmemiz gereken husus düşük kaliteli işçi ile yüksek kaliteli işçinin göndereceği sinyaller arasında fark olmasıdır. Örneğin kişinin güzel giyinmesi düşük bir sinyaldir. Kaliteli, vasıflı işçi adayı gibi, kalitesiz ve vasıfsız bir işçi adayı da güzel giyinebilir. O halde güçlü sinyal, yüksek kaliteli işçinin göndermesinin düşük kaliteli işçiye göre daha kolay olması gerektiği sinyalidir.

¹⁵ Joseph E. Stiglitz and A. Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review* 71 (1981), pp. 393-410.

Bu durumda eğitim, emek piyasası için güçlü bir sinyaldir. Bir kimsenin eğitim seviyesi birçok yönden ölçülebilir. Bir kişinin aldığı eğitimin türü, kalitesi, süresi güçlü sinyallere örnek verilebilmektedir.

1.1.7.Screening (ayırt etme-ekranlama)

Sinyal verme ile yakından ilişkili diğer bir durumda ayırt etmedir (screening).Bu konu ilk olarak Rothschild ve Stiglitz tarafından geliştirilmesine rağmen, bu yazarlar ayırt etme kavramını makalelerinde kullanmamışlardır¹⁶ Sinyal verme modelinde birinci hareket iş talep edenlerden gelmekteydi. Eğitim vb. Sinyaller işverene gönderilmekteydi. Ayırt etmede ise ilk hareket işçilere (ajanlara), farklı eğitim seviyelerine göre farklı ücret teklifini kapsayan bir sözleşme sunan amirden gelmektedir¹⁷ diğer bir deyişle ayırt etme, asimetric bilginin olduğu piyasalarda sinyal vermenin aksi yönünde çalışan bir mekanizmadır.

1.2. Uluslar Arası Para Sistemleri ve Tarihsel Gelişimi

Uluslar arası para sistemi, ülkeler arasında dış ödemelerle ilişkili sorunların çözümü için geliştirilen kurallar, yöntemler, örgütler ve uygulamalar bütünüdür. Diğer bir ifadeyle Uluslar arası para sistemi genel anlamda ülkelerin döviz kuru sistemlerini, uluslar arası anlaşmalarla yapılan düzenlemeleri, öngörülen mekanizmaları ve oluşturulan mali kuruluşları ifade eder. Dünya ekonomisi, Altın Para Sistemi ve Bretton Woods sistemi deneyimlerinden sonra günümüzde uluslararası kurallara bağlı bir sistem kuramamıştır. Her ülke kendi para sistemini uygulamaktadır. 1990'lı yıllarda artan küreselleşme, kendisini özellikle sermaye akımlarının büyük hacimlere ulaşmasında ve sıklaşan krizlerde göstermiştir. 2008 yılında dünya ölçeğinde görülen küresel kriz ile birlikte, hemen herkes küreselleşme, sermaye akımları, IMF, Dünya Bankası, Kur rejimleri, uygulanan para ve maliye politikalarının yanında sistemin kendisine yani mevcut kapitalist sistemi ve onun en önemli mekanizmalarından biri olan uluslararası para sistemini tartışmaya başlamıştır.

¹⁶ Rothchild, Micheal and Stiglitz, Joseph (1976), "Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information", (çevirimiçi)

www.econ.yale.edu/~dirkb/teach/pdf/rothschild/1976%20equilibrium%20in%20competitive%20insurance.pdf 10.02.2010

¹⁷ A.g.e. pp..639-648

Tarihsel gelişime bakıldığında dış ticaret politikalarında korumacılığın yerini serbestleşme politikalarının alması, 1500-1800 yıllarını kapsayan merkantilist düşüncenin doğuşuna sebep olmuştur. Merkantilist akımın etkisiyle ülkeler daha fazla altına ve gümüşe sahip olabilmek için daha az ithalat, daha fazla ihracat politikasını benimsemişlerdir. Daha sonra Smith ve Ricardo'nun öncülüğündeki Klasik Yaklaşımda kabul gören karşılaştırmalı üstünlükler teorisinin ön plana çıkmasıyla 19. YY da dış ticaretin serbestleşmesi daha da hızlanmıştır. Birçok ülke İngiltere'nin öncülüğünde dış ticaret kotalarını kaldırmıştır. Altın standardının uygulandığı dönemde, ihtiyaç duyulduğunda kurların istikrarı terk edilebilmiş olmasına rağmen, belli başlı paralar arasındaki kur istikrarı korunmuş, fiyat istikrarı ve diğer ulusal amaçlar gerçekleştirilmiştir. 1914 yazında Birinci Dünya Savaşı'nın başlaması üzerine, Avrupa'daki güçler dengesi sarsılmış ve birbirini izleyen finansal krizler sonunda, basta İngiltere olmak üzere, uluslararası altın standardını benimsemiş ülkeler giderek altından kopmuşlardır.¹⁸ Bununla birlikte Döviz kuru sistemlerinin bir ucunda sabit kur sistemi, diğer ucunda ise serbest dalgalı kur sistemi yer almaktadır. En eski sabit kur sistemi altın standardıdır. İkinci Dünya Savaşı sonrasında 1973'e kadar uluslararası para sistemi olarak uygulanan Bretton Woods Sistemi de bir sabit kur sistemiydi. Katı sabit kur sistemleri ile en aşırı serbest dalgalı kur sistemleri arasında çok çeşitli karma sistemler oluşturulmuştur. Bu sistemler sabit ve değişken kur sistemlerinin belirli özelliklerinin birleştirilmesinden elde edilmiştir. Farklı döviz kuru sistemlerinin bir yelpaze oluşturdukları düşünülürse bu yelpazenin bir ucunda serbest değişken veya dalgalı kur sistemi (*freely fluctuating exchange rate system*), diğer ucunda ise sabit kur sistemi (*pegged exchange rate system*) yer almaktadır. Ancak bu iki sistemde aşırı uygulamalardır, bunların arasında birçok karma model bulunmaktadır.

Bu çerçevede önce altın para sistemi tanıtılacak, sonra 1973'te son bulan Bretton Woods Sistemi ele alınacak ve en son daha yakın geçmişteki gelişmeler ve bugünkü uygulamalar söz konusu edilecektir. Daha sonra döviz kuru sistemlerinin sınıflandırılması konusu incelenecektir.

¹⁸ Muhammed Akdiş, **Global finansal sistem ve finansal krizler ve Türkiye** 1.basım., İstanbul Betaş Yayınevi,2000.s.9.

1.2.1. Altın Standardı Sistemi (1870-1914)

Dünyada 1870'lerden Birinci Dünya Savaşı'nın başlangıcına kadar kesintisiz olarak altın standardı uygulanmıştır. En eski sabit kur sistemi olan altın standardı sisteminde ulusal paralar arasındaki değişim oranı, ilgili paraların altın değerine göre belirlenmektedir. Döviz kurlarındaki değişimler, altının bir ülkeden diğerine gönderilmesi için gerekli masrafların belirlediği altın ithal ve ihraç noktalarıyla sınırlandırılır. Bu durumda iktisat politikasının temel amacı olan dış denkleşme, otomatik gelir ve fiyat mekanizması aracılığıyla sağlanmaktadır. Altın Para Standardı gereği olarak ülkeler, bir dış dengesizliğin para arzı üzerindeki otomatik etkilerini önleme (kısırlaştırma) yoluna gidememektedir. Bu sistemde otomatik ayarlamaların yapılabildiği, her türlü siyasi ve ekonomik dayatmanın mevzubahis olmadığı belirtilse de uygulamada sistemin işlemesi teorideki kadar basit olmamıştır. Altın standardı sisteminin ekonomik krizleri her zaman engelleyemediği ve üye ülkelerin sistemin kurallarına pek uymadıkları gözlemlenmiştir.¹⁹ En parlak dönemi Birinci Dünya Savaşı'nın başlamasından önceki son yirmi yılı kapsayan Altın Standardı'nın işleyişine yönelik teorik model Klasik iktisadi düşünce varsayımları üzerine kurulmuştur.²⁰

Altın standardı sisteminin istikrarlı işlemesi üç koşulun gerçekleşmesine bağlıydı. Birincisi, her ulusal paranın altın cinsinden fiyatının sabitlenmesidir. İkincisi, altının ülkeler arasında ihraç ve ithalinin serbest olmasıdır. Üçüncü olarak, dış ticareti fazla veren ülkenin, içeriye giren altın miktarındaki artışa bağlı olarak para arzının artmasına; açık veren ülkenin ise altın kaybına bağlı olarak para arzının azalmasına izin vermesinin gerekliliğidir. İlk iki şart, sistemdeki ülkelerin döviz kurlarının dar bant içinde istikrarlı olmasına olanak sağlamıştır. . Ulusal paraların altın cinsinden fiyatının sabitlenmesiyle, söz konusu paralar arasındaki kur da sabitlenmiş olmaktadır. Bu sabit kurdan sapmalar, arbitraj işlemleri kanalıyla kısa sürede düzeltilmektedir. Üçüncü şart, ortaya çıkan ödemeler bilançosu dengesizliklerini otomatik olarak ortadan kaldıran bir mekanizma oluşturmaktadır.²¹

¹⁹ Gül G.Turan, **Uluslararası Para Sistemi Dünyası ve Bugünü**.Ankara,Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları,1.bs,1980,s.39.

²⁰ Dilek Özbek, **Uluslararası Para Sistemi Teori ve Politika**, Ankara,İmaj Yayıncılık, 1999,s 40.

²¹ Ünal Çağlar, **Döviz Kurları Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, Alfa Yayınları, İstanbul, 2003, s. 22-23.

... Bu dönemde ABD'den Avrupa'ya sanayileşmiş ülkeler hem hızlı büyüdü, hem de fiyat istikrarı korundu. Savaş bu süreci kesintiye uğrattı. Savaş sonrası yeniden altın standardına dönmek istense de bu tam anlamı ile gerçekleşmedi. Sistem total da olsa 1929 buhranına kadar sürdü. Sistemin özünde döviz kuru sabitti. Sistem altın-döviz-ulusal para şeklinde çift yönlü konvertibilite üzerine kurulmuştu. Ülkelerin paralarının değeri altına bağlı idi, bu değer üzerinden de diğer paralar karşısındaki değeri belirleniyordu. Sistemde belirlenmiş olan kur üzerinden her ülke altınını ulusal paraya dönüştürebiliyordu. Görüldüğü üzere sistem sabit döviz kuru ile işlediği için ülkenizin ulusal parası değeri tamamı ile dışa bağlıdır. Yani Merkez Bankasının ulusal bir para politikası üretmesi mümkün değildir. Sistemin yaklaşık 45 yıl işlemesinin ana nedeni ise ulusal parayı, dövize altına dönüştürmesinde esas alınan para biriminin (ABD Doları) altın fiyatlarına hâkim olmasından, spekülasyon ataklara yanıt vermesinden geçiyordu. Savaş sonrası bu durum ortadan kalktığı için altın standardı sona erdi.²²

1.2.2. Bretton Woods Sistemi (1946 -1973)

İkinci Dünya Savaşı sonrasında 1973'e kadar uluslararası para sistemi olarak uygulanan Bretton Woods Sistemi de bir sabit kur sistemiydi. Önceki dönemde yaşanan gelişmelerin neticesinde dünya ticaretini serbestleştirecek, çok taraflı denkleşmeye imkân sağlayacak ve savaşta yıkılan ekonomilerin onarımını kolaylaştıracak bir uluslararası ticari ve mali sistemin kurulması herkes tarafından gerekli görülüyordu. II. Dünya Savaşından zarar gören ülkelerin yeniden inşası, tek taraflı ithalat sınırlamalarına ve devalüasyonlara engel olunması, çok taraflı serbest ticaret olanaklarının iyileştirilmesi, ekonomik işbirliğinin sağlanması prensipleri üzerinde anlaşarak uluslararası para sisteminin temelleri atıldı.²³ Doğu bloğu ülkeleri dışındaki 44 ülkeden 730 delegenin katıldığı bu anlaşma ile katılan ülke paraları için sabit kur esas benimsenmiş ve anlaşmaya katılan her ülkenin parasının değerinin, dolar esas alınarak saptanması kabul edilmiştir. Uluslararası para sisteminin kurallarını belirleyen bu anlaşma, Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) kurulmasına karar vermiştir. Bu kurumlar, 1946'da, yeterli sayıda ülke anlaşmayı imzalayınca faaliyete geçmiştir. Bretton Woods

²² Ömer Faruk Çolak, Kur savaşları ya da talep savaşı, **İşveren Dergisi**, Kasım-Aralık 2010, Ankara ,s.21.

²³ Nazım Öztürk, “ IMF'nin Değişen Rolü ve Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkileri ”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**,57-4, Ankara,s.98.

anlaşmasıyla ortaya çıkan yeni uluslararası para sisteminin özellikleri şöyledir:

- Uluslar arası rezervler altına dayandırılmıştı. Bununla birlikte ABD doları altına dönüştürülebilen yegâne ulusal paraydı. Bunun anlamı rezerv para olarak ABD doları belirlenmişti. İstisna olarak ABD dolarının altına dönüşüm özelliği % 100 olarak değil % 25 olarak belirlenmişti.
- Bretton-Woods Konferansında "altın- kambiyo" ve "ayarlanabilir sabit kur" esasına dayalı, "Ulusal Paraların Konvertibilitesi"ni hedef alan ve tüm bu konularda IMF' yi çeşitli görev, yetki ve imkânlarla donatan bir uluslararası para sisteminin temelleri atılmıştır.
- Anlaşmaya katılan ve parasını altına dönüştürülebilir yapmayı kabul eden her ülkenin parasının değeri dolara göre saptanmıştır. Dolar altın ile dönüştürülebilirliğini koruyan tek ulusal para olarak kalmıştır. Anlaşma ile 1 ons altın = 35 dolar ya da 1 dolar 0,88867 gr. altın olarak belirlenmiş ve ABD dış talep olduğunda doları bu parite'si üzerinden altına çevirmeyi kabul etmiştir.
- Anlaşma, ancak çok özel ve düzeltilmesi olanaksız parasal dengesizliklerde herhangi bir ülkeye, parasının dolara karşısındaki değerini değiştirme olanağı tanımaktadır. Bu tür düzeltmeler için öngörülmüş olan devalüasyon ve revalüasyon oranları en çok % 10 dur. Ancak söz konusu ekonominin yapısından doğan dengesizlikler nedeni ile ayarlama ile yapılacak değişiklik % 10'u aşacaksa, bu takdirde IMF'nin izni gerekecektir.

1970'lere gelindiğinde ise bu sistemin çözüldüğü ve küresel üretim süreçlerinde hazırlık niteliğinde olan bir dizi dönüşümün gerçekleştiği gözlenmektedir. Vietnam savaşının da etkisiyle aşırı miktarda dolar arz etmiş bulunan ABD, doların uluslararası dolaşımının kontrolünü kaybetmiş ve dünyayı

Bretton Woods sisteminin sonunu hazırlayan esnek kur sistemine geçmeye zorlamıştır.²⁴

1.2.3 .Bretton Woods Sonrası Dönem

1944 yılında ortaya çıkarılan ve sabit kurlara dayanan Bretton Woods Sistemi, 1960'ların ortalarına kadar herhangi bir aksaklık yaşamadan işleyişini sürdürmüştü ve 1973 yılında gelişmiş ülke paralarının dalgalanmaya bırakılmasıyla yıkılmıştır. Bretton Woods sisteminin yıkılışını ardından sanayileşmiş ülkelerde serbest değişken kur rejimleri uygulamaya konu olmuştur. Fakat bu uygulamalar kısa süreli bir çözüm olarak görülmüş ve uzun süreli olmamıştır. İleride Bretton Woods benzeri uluslararası anlaşmalara dayalı geniş kapsamlı yeni bir düzenleme getirileceği düşünülmüştür. Ancak, uluslararası para sistemi reformu hayli ağır ilerlemiş, 1997 yılı ortalarında Asya ülkelerinde yaşanan kriz sonrasında uluslararası para sisteminin regülasyonu konusu yeniden gündeme gelmiştir. Günümüzde döviz kurları, sabit kur rejimlerinden serbest dalgalanmaya kadar geniş bir yelpaze içinde belirlenmektedir.²⁵

Bretton Woods Sisteminin sona ermesi özellikle gelişmekte olan ülkeleri enflasyon-faiz –kur üçlemesiyle karşı karşıya getirmiştir. Yüksek faiz uygulamaları yatırımları engellerken buna bağlı durgunluklar meydana gelmiştir. Benzer şekilde yüksek faiz politikasından vazgeçilmesi de kısa dönemli sermaye hareketlerinde istikrarsızlık meydana getirmiş ve döviz kuru üzerinde önemli bir baskı oluşturmuştur. Bunun sonucunda Bretton Woods sonrasında ülkeler iktisat politikalarının uygulanışında problemler yaşamaya başlamışlardır.²⁶

1.3. ABD Finans Sisteminin Denetim Mekanizması, Sistemi Küresel Krize Sürükleyen Finansal Enstrümanlar ve Fed'in Yeni Politika Araçları

1.3.1. Federal Mevduat Sigorta Kurumu (Federal Deposit Insurance corporation-FDIC)

²⁴ Philip McMichael, **Development and Social Change: A Global Perspective**, Pine Forge Press, California, 1996, pp.22.

²⁵ Yusuf Bayraktutan, "Küresel Finansal Krizler ve IMF", Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri" Makale Derlemesi, Edt. Halil Seyidoğlu., Rifat Yıldız, İstanbul, Arıkan Basım Yayın, 2006, s.24-54, s.32

²⁶ Taner Berksoy, "Kur-faiz Kısılacı" **Görüş**, Sayı:8, TUSİAD, Nisan-Mayıs 2001, s.54

Küresel kriz olmadan önce ABD’de ticari bankalar kamusal fakat özerk denetime tabilerdi ve söz konusu denetim FDIC tarafından yapılmaktaydı. Ülkemizdeki tasarruf mevduat sigorta fonu (TMSF) ye denk gelen kurumun fiilen denetimi oldukça kısıtlıydı. Sorunla karşılaşan bankalar, FDIC’e başvurmaları durumunda yardım alabiliyorlardı. Fakat dikkat çeken husus, kriz öncesi hiçbir bankanın FDIC’e kurtarılmaya ya da yardım için başvurusu olmamıştır. FDIC’nin çalışma prensibi şu şekilde gerçekleşmektedir.

..... Bir banka batır duruma gelmiş ise, Federal Mevduat Sigorta Kurumu bırakıyor bankayı, ticaret kanunu çerçevesinde batmaya... Bankanın varlığı, (1) Mevduatı 100.000 dolardan az olanlara tüm mevduat alacaklarını, ödemeye ve de (2) Mevduatı 100.000’den fazla olanların her biri için 100.000 dolar ödeme yapmaya yetmiyor ise, bu ödemeleri Federal Mevduat Sigorta Fonu kendi kaynaklarından yapıyor. Ve o ödemeler yapıldıktan sonra mevduat sahiplerinin ve de banka hissedarlarının artık banka hakları kalmıyor. Çünkü banka iflas etmiş durumda. El koyma söz konusu değil... Yaptığı ödemelere karşılık Federal Mevduat Sigorta Kurumu bankanın bütün varlığına sahip oluyor. Binasını, makinelerini satıyor. Geliyor sıra bankanın alacaklarına... Tabii ki her batan bankanın alacağı var. Bankanın alacakları, batmadan önce dağıttığı krediler. Kredi kullananların borç senetleri var... Federal Mevduat Sigorta Kurumu batan bankanın alacak senetlerini gruplandırıyor: Tahsili garanti olan senetler... Biraz gecikme ile ödenebilecek senetler... Zorlama ile ödenebilecek senetler... Tahsili şüpheli alacaklar... gibi... Sonra hemen bunları satışa çıkarıyor. Tahsili garantili senetlerin 100 dolarlığı için (mesela) 95 dolardan, biraz gecikmeli tahsil edilebilecekler için (mesela) 75 dolardan, tahsili şüpheliler için (mesela) 50 dolardan ihale açıyor... Bankalar ve özel finans kuruluşları ihaleye girip bu senetleri satın alıyor. Batan banka için yapılan ödemeler karşılığı devir aldığı varlıkları ve alacakları sattıktan sonra Federal Mevduat Sigorta Kurumu’nun artık batan banka ile hiçbir ilişkisi kalmıyor.²⁷

1.3.2. Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı: (Troubled Asset Relief Program-TARP)

ABD’nin küresel krizde finansal kuruluşları rahatlatmak ve krizin etkisini azaltmak için yapmış olduğu programlar bu şekilde adlandırılmıştır. 3 Ekim 2008’de

²⁷ Güngör Uras, “İstanbullu ki Ohannes, ABD’de Banka Kasaplığı Yapıyor”, **Milliyet Gazetesi**, 17.12.2010, (Çevirim içi), <http://www.milliyet.com.tr/2000/01/17/yazar/uras.html>, Erişim.25.06.2012

Başkan George W. Bush'un imzasıyla uygulamaya koyduğu, finans kurumlarının elindeki sorunlu varlıkların satın alınması yoluyla bu kurumların finansal durumlarının düzeltilmeye çalışılması çabasıdır. Çalışmamızın ileriki bölümlerinde incelenecek olan TARP girişimi ile 700 milyar dolarlık yardım paketi finans sektörü için kullanılacaktı. Paranın yarısı Bush hükümeti tarafından yönlendirilecek, diğer yarısı ise Obama hükümetince verilecek karara göre kullanılacaktı.

1.3.3. ABD Sermaye Piyasa Kurulu (Securities and Exchange Comission-SEC)

SEC, Amerika Birleşik devletleri'nde sermaye piyasasını düzenleyen kurumdur. Türkiye'deki SPK gibi çalışır.

1.3.4.Varlığa Dayalı Finansman Bonosu (Asset Backed Commercial Papers-ABCP)

Bankalar ve diğer mali kuruluşlar tarafından çıkarılan, genellikle 90 ile 180 gün vadeli borç senetleridir. Kurumların elindeki fiili varlıklara dayanırlar.

Menkul kıymetleştirme sayesinde;

- Yatırımcılar yüksek bir getiri kazanma imkânı yakalamaktadır.
- Finansman giderleri azalmaktadır. Bu durum nakit akışının daha düzenli bir şekilde girmesine neden olduğu için borçlanma maliyetlerinin azalmasına neden olmaktadır.
- Daha düşük sermaye ihtiyacı duyulmakta olup firmaların sermaye yapılarını güçlendirmektedir.
- Firmaların kendi kendilerini finanse etmelerine imkân tanımaktadır.
- Kredi ve likidite gibi risklerin belli bir süre için dağıtılmasını ve azalmasını sağlamaktadır ve şirketler için önemli bir likidite kaynağıdır.
- Aktif – pasif dengesizlikleri giderilmektedir.
- Düşük maliyetli fon kaynağı sağlanmaktadır.

Bu olumlu yanların yanı sıra, ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarına neden olması, para arzı ve kredi kontrolünü zorlaştırmak, kredi stoklarını aşırı yükseltmek, portföy kalitesini düşürmek, pahalı maliyetleri içermek gibi olumsuz yönleri bulunmaktadır.

1.3.5. Teminatlı Kredi servisi (Collateralized Loan Obligation – CLO)

Orta boy ve büyük şirketlere açılan kredilerin değişik tahmini risk düzeylerinden yatırımcılara satılmasıdır. Teminatlı Mortgage kredi servisleriyle varlıkları güvene alma konusu dışında aynı özellik taşırlar. Teminatlı kredi servisi bankalara, sermaye gereksinimi duyduklarında ticari kredilerini uluslararası pazarlara satarak ya da kiralarak riski düşürme yetkisi vermektedir.

1.3.6. Finansman Bonosu (Comercial Paper)

Vadesi 60 günden az 720 günden fazla olmaması sebebiyle kısa vadeli menkul kıymetlerdir. Büyük anonim şirketleri, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dâhil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş idare ve işletmeler tarafından kısa vadeli finansman sağlamak amacıyla ihraç edilir. Satış süresi toplam vadenin % 25'inden fazla olamaz. Kredi değeri yüksektir. Anapara ve faiz getirili, iskonto esasına göre satılan ve kredi riski düşük emre ya da hamiline yazılı menkul kıymetlerdir. Borç senedi olarak da adlandırılan Finansman Bonoları teminat türü farklılıkları sebebiyle aşağıdaki gibi 5 farklı kategoriye ayrılır;

A Tipi; Hiç bir garanti kaydı taşımayan finansman bonolarıdır.

B Tipi; Bankanın ihraççıya sağladığı, finansman bonosu bedellerinin ödenmesi için bankanın kısmen veya tamamen kullandırmayı taahhüt ettiği kredi desteği ile çıkarılan finansman bonolarıdır.

C Tipi; Banka garantisi ile çıkarılan finansman bonolarıdır.

E Tipi; Hazine garantisi ile çıkarılan finansman bonolarıdır.

F Tipi; Başka bir anonim şirketin müşterek borçlu ve müteselsil kefil sıfatıyla ödeme garantisi ile çıkarılan finansman bonolarıdır.²⁸

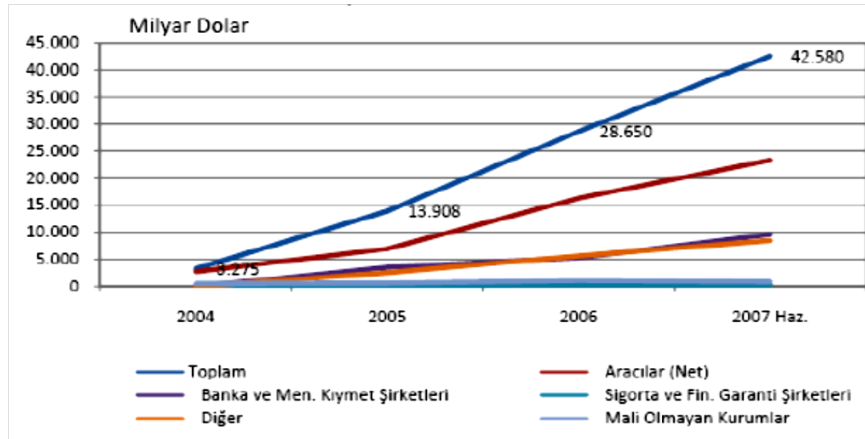
1.3.7. Kredi Temerrüt riski (Credit Default Swap-CDS)

Kredi riskini daha etkin bir şekilde yönetebilmek için kullanılan finansal sigorta sözleşmeleridir. CDS'ler ile herhangi bir finansal kredinin geri ödenmeme riskine karşı alacaklının parasını koruma altına alan, bu hizmeti sigorta primi karşılığında yapan kredi türev enstrümanlarıdır. CDS sözleşmesi alarak kendine belli bir koruma sağlayan taraf, klasik sigorta poliçesinde olduğu gibi, kredi olayı gerçekleşene veya sözleşmenin vadesi dolana kadar kendisine koruma satan tarafa belli periyotlarla

²⁸ Sermaye Piyasası Kurulu Seri: III No:13 sayılı Tebliğ

prim ödemesi yapar. A,B ve C isimli üç kişi olduğunu ve C nin A ya borcu olduğunu var sayalım. A riski sevmeyen ve borcunun ödenemeyeceği endişesi taşıyan bir kişi ise B den CDS almaktadır. Karşılık olarak ta B ye her dönem belli prim öder. Eğer gün gelir de C, A ya olan borcunu ödemezse, A da B den CDS aldığı için borcu A ya C yerine B öder. Türkiye’de sıklıkla gördüğümüz sigortalama işlemi bir nevi CDS olarak adlandırılabilir.

Mortgage kredilerine dayalı menkul kıymet ile türev ürünlerin hacim olarak artması Krizin temel nedenlerinden biri olarak gösterilmektedir. Özellikle de CDS (Kredi Temerrüt Swapı) ve CDO (teminatlandırılmış borç yükümlülükleri) gibi kredi türevlerinin artması krizin çıkışında temel rol oynamışlardır.

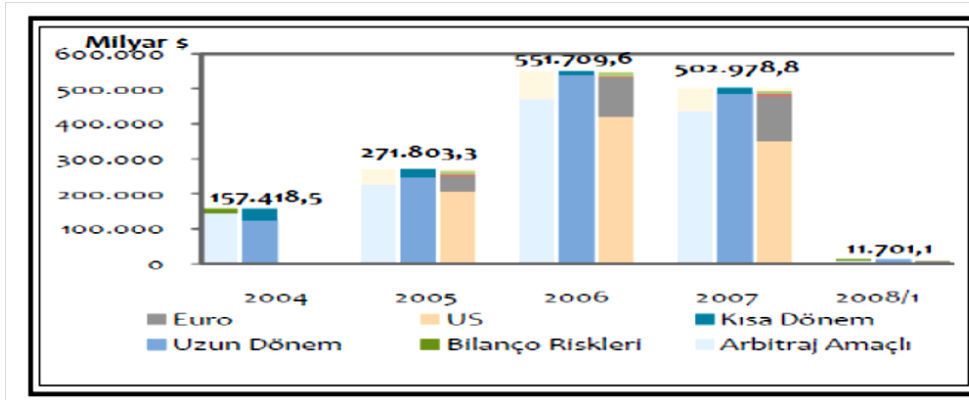


Grafik 1:CDS’lerin Gelişimi (2004-06.2007)

Kaynak:Burçhan Sakarya ,“Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları”,Çalışma Tebliği 2 ,2008,(Çevirim içi)

http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Calisma_Raporlari/4726K%C3%BCresel%20Finansal%20Yap%C4%B1%20ve%202007%20Y%C4%B1%C4%B1%20Dalgalanmalar%C4%B1.pdf,
Erişim Tarihi:10.03.2010.

En büyük payın grafik (1) %98.29 oranıyla kredi temerrüt swaplarına ait olduğu izlenmektedir. Kredi türevleri son yıllarda hızlı bir artış göstermiştir. 2003 yılının sonlarından 2008’e kadar kredi türevi sözleşmelerinin yıllık büyüme oranları %100 olmuştur.



Grafik 2:Global CDO Piyasası İhraç Verileri

Kaynak: Adnan Erdal, 2008 Küresel Krizi Ve Türkiye Ekonomisi'ne Etkileri, Ankara,2011, s.97

Yukarıdaki grafik (2) tüm dünyadaki CDO ihraçlarını göstermektedir. 2006 yılında global ölçekte CDO ihraçları 551,7 Trilyon Dolara ulaşmıştır. CDO ihracının en fazla yapıldığı ülke ABD'dir. Dünya GSMH'sının 60 Trilyon dolar, ABD'nin GSMH'sının 14 Trilyon dolar olduğu dikkate alınır, finansallaşmanın boyutları daha iyi anlaşılacaktır. Bu durum finans ve üretimin birbirinden koptuğunun kanıtıdır.

1.3.8. Kaldıraçlı Satın Alma (Leveraged Buyouts – LBO)

Yatırım gruplarının borçlanarak bir şirketi satın almalarında meydana gelen durumdur. Bu yöntem kullanılarak satın alınan şirket, satın alma anlaşması sırasında yeni borçlara girer. Bu borçlarla sağlanan para şirketin yeni sahiplerinin alacaklarının ödenmesinde kullanılır. Ardından, şirketin yeni borçlar yüklenmiş hisse senetleri borsada halka arz edilir. Böylece el değiştiren şirketler kısa vadeli kar marjlarını yükseltmek üzere yeterince karlı olmayan işletmeleri kapatabilirler. Kısa vadeli kar marjının yükselmesi şirketin hisse senetlerini alıcılar gözünde cazip kılar ve fiyatlar artar.

1.3.9. Yapılandırılmış Yatırım Araçları (Structured Investment Vehicle – SIV)

Piyasa katılımcılarının yapılandırılmış ürünlerin risklerini doğru fiyatlayamamaları krizin ortaya çıkmasında etkili olan sebeplerden biridir. Küresel finansal krize yol açan nedenler arasında yapılandırılmış finansal ürünlerin önemli bir payının bulunduğu genel olarak kabul edilmektedir. Bununla birlikte söz konusu

ürünlerin esneklik, finansal yaratıcılık ve finansal piyasalarda akışkanlığın sağlanması gibi önemli işlevleri de bulunmaktadır.

Yapılandırılmış yatırım aracı kavramı, yatırım araçlarının bir havuzda toplanması ve havuzdaki varlıklardan kaynaklanan nakit akımlarına dayalı alacakların “farklı risk ve getiri özelliklerine sahip birden fazla menkul kıymet ihracı” biçiminde yatırımcılara satılmasına yönelik işlemleri kapsamaktadır. Yapılandırılmış finans; kredi, ipotek kredisi, bono ve hisse senedi gibi klasik finansal varlıkların “değer yaratılması amacıyla” organize/ tezgahüstü piyasada gerçekleştirilen gelecek işlemleri, opsiyon ve swaplarla birleştirilmek suretiyle risk ve getiri yapılarının değiştirilmesine dayanmaktadır.²⁹

1.3.10. Vadeli İhale Olanağı(Term Auction Facility – TAF)

İlk defa 2007 yılında kullanılmaya başlayan FED’in yeni politika aracıdır. Vadeli fonlar TAF adı altında FED tarafından mevduat kuruluşlarına ihale edilmektedir. Birincil kredi programlarında borçlanabilen mevduat kuruluşları TAF ihalelerinde de yer alabilmektedir. Her bir TAF ihalesi belirli bir miktar için, ihale boyunca belirlenen oranla yapılmaktadır. Teklifler yerel merkez bankaları aracılığı ile ve telefonla verilmektedir. Tüm avansların tamamıyla teminatlandırılması zorunludur.

1.3.11.Varlığa Dayalı Ticari Kâğıt Para Piyasası Yatırım Fonu Olanağı (Asset-Backed Commercial paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility – ABCPMMFLF)

İlk defa 2008 yılında kullanılmaya başlayan FED’in yeni politika aracıdır. Amerikan mevduat kuruluşlarına ve banka holding şirketlerine belirli koşulların sağlanmasıyla para piyasası yatırım fonlarından yüksek kalitede varlığa dayalı ticari kâğıt alımlarını finanse etmeleri için fonlama olanağı sağlayan borçlanma araçlarıdır.

²⁹ Daniel Singer,(2001), **Market Innovation in Securitization and Structured Finance. Accessing Capital Markets Through Securitization**, Frank J. FABOZZI (Ed.), John Wiley & Sons, New Jersey, USA,2001i, p.p.3-9.

1.3.12.Piyasa Yapıcısı Kredi Olanığı (Primary Dealer Credit Facility – PDCF)

İlk defa 2008 yılında kullanılmaya başlayan FED’in yeni politika aracıdır. Operasyonların yürütülmesinden New York FED sorumludur ve operasyonların yapılma sıklığı katılımcının talebine bağlı olarak değişebilmektedir. Bu olanığın yürürlüğe girmesinin nedeni, piyasa yapıcılara ilave likidite olanığı sunarak piyasa yapıcılarının fon bulma sıkıntısını gidermektir. PDCF, gecelik vadede ve tüm piyasa yapıcılara sağlanmaktadır. Bu imkândan yararlanma APİ ve iskonto penceresinde olduğu gibi teminat karşılığında gerçekleştirilmektedir. Ancak kabul edilecek teminatlar daha geniş kapsamlıdır.

PDCF çerçevesinde, piyasa fiyatına sahip ipoteğe ve varlığa dayalı menkul kıymetler, belediyelerin ihraç ettiği menkul kıymetler, yatırım yapılabilir dereceli Şirket menkul kıymetleri teminat olarak kabul edilmektedir.³⁰ Şubat 2010 itibariyle kaldırılmıştır.

1.3.13.Vadeli Menkul Değerler Borç Verme Olanığı (Term Securities Lending Facility – TSLF)

İlk defa 2008 yılında kullanılmaya başlayan FED’in yeni politika aracıdır. TSLF varlığa dayalı birprogram olmuştur, yani bir teminat türünün diğer bir teminat türüyle değiştirilmesine dayanmakta, ancak rezerv paranın fiyatını ya da hacmini doğrudan etkilememektedir. Bu tür operasyonlar geleneksel para politikası operasyonlarından ziyade menkul kıymet ödöncü kapsamındadır

TSLF uygulaması APİ’ye teminat olarak kabul edilen kıymetlerle kamu garantörlüğü dışında kalan AAA/Aaa dereceye sahip kuruluşlarca ihraç edilmiş olan ipoteğe dayalı kıymetler karşılığında Hazine kıymetlerinin sabit miktarlı ihaleyle borç verildiğı bir uygulamadır. PDCF den farkı, PDCF mevcut birincil kredi faiz oranından piyasa yapıcılara tanınan ve vadesi 120 güne kadar uzatılabilen bir kredi türüdür.

³⁰ Cecchetti, S. G., “Crisis and Responses: The Federal Reserve and the Financial Crisis of 2007-2008”, **NBER Working Paper Series**, June, 2008, p.18.

1.3.14. Ticari Kâğıt Fonlama Olanğı (Commercial Paper Funding Facility – CPFF)

CPFF Amerikan ticari kâğıt ihraççılarına likidite oluşturmak için geliştirilen FED politika aracıdır. Kısa dönemli fonlama piyasalarının etkinleştirilmesi amaçlanmaktaydı. Böylece firmalar ve hane halkları için daha fazla krediye daha rahat bir şekilde ulaşılması hedeflenmekteydi. New York FED sorumluluğunda uygun piyasa yapıcılarını aracılığıyla uygun ihraççılardan teminatsız ve yüksek oranlardan ve varlığa dayalı ticari kâğıt alımını finanse etmektedirler.

1.3.15. Para Piyasası Yatırımcı Fonlama Olanğı (Money Market Investor Funding Facility – MMIFF)

Fed kanunu'nun 13(3) bölümü altında FED yönetim kurulunca yetkilendirilen MMIFF Amerikan Para Piyasası yatırımcılarına likidite sağlamak için özel sektör girişimlerini desteklemektedir. MMIFF uygulaması, Guvernörler Kurulu uzatmadığı sürece 2009'a kadar yürürlükte kalacak şekilde oluşturulmuştur.³¹ MMIF altında, New York FED bir sektör destekli özel sektör girişimine uygun olan yırımcılardan uygun varlıkların alımının finansmanının sağlanması kılavuşlaştırmak için bir dizi özel amaçlı araçlara tercihli güvenli fonlama sağlamaktadır.

1.3.16. Vadeli Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler Borç Olanğı (Term Asset-Backed Securities Loan Facility – TALF)

TALF, FED'in ABS piyasasının bozulan koşullarını geliştirmek amacıyla, ABD hazinesiyle işbirliği yaparak 25 Kasım 2008'de duyurduğu bir kredi imkânıdır. Bu kredi, ellerinde ABS bulunduran tüketiciler ya da küçük işletmeler tarafından bir yıl vadeli olarak kullanılabilir. Söz konusu krediden faydalanabilmek için teminat olarak en yüksek yatırım yapılabilir kredi dereceli (AAA) ABS'ler kabul edilmektedir. FED bu program için 200 milyar dolar ayırmıştır³²

³¹ New York FED, Terms and Conditions for MMIFF, Ekim 2008

³² FRBNY, TALF Terms and Conditions, 2008

2.BÖLÜM

FİNANSAL KRİZLERİN TEORİK ALTYAPISI

1970 li yıllarla birlikte finansal krizler iktisat biliminde daha derinden ve detaylı bir şekilde incelenmeye başlanmıştır.

Makro iktisat, 20.yy tarihi üç farklı dönemde incelenebilmektedir.³³ 1940 lı yıllar öncesi dönemde makro iktisatta teorik bir bütünlük mevcut değildi. 1940 sonrası ise IS-LM modeliyle başlayıp, genel ve kısmi denge analizlerinin yapıldığı, aktarım mekanizmalarının irdelendiği, iktisadi şokların ekonomiler üzerindeki rolünün anlaşılmaya başlandığı kapsamlı bir dönem olmuştur. 1960 lı yıllar Neo Klasik sentez ile birlikte iktisatçılar arasında uzlaşma meydana getirmiştir. Diğer bir ifadeyle Neo-Klasik Sentez, Keynesyen öğeler ile Neo-Klasik öğeleri bir araya getirmiş ve 1970'lerin sonuna kadar uygulanan iktisat politikalarına kuramsal destek sağlamıştır. Neo-Klasik Sentez'in 1970'li yıllarda yaşanan krizi öngörme, açıklama ve krize karşı politika üretme konusunda yetersiz kalması, iktisatçıları yeni arayışlara yöneltmiştir. Bu arayışlar, bir taraftan piyasaların sürekli dengede olduğu, ekonomik birimlerin optimal ve rasyonel davranışlarda bulunduğu varsayımlarına dayanan Yeni Klasik İktisat ve daha sonra Reel İş Çevrimleri Kuram'nın; diğer yandan ise, Keynesyen İktisat'ı mikro ekonomik temellere oturtan Yeni Keynesyen İktisat'ın ortaya çıkmasına yol açmıştır. Yeni Klasik İktisat, Reel İş Çevrimleri ve Yeni Keynesyen İktisat anlayışları, makro iktisadın mikro temelleri konusunda çalışmalarını sürdürmüşlerdir. İsim olarak farklı olmalarına karşın, dayandıkları temeller açısından benzer olan bu üç iktisat okulu arasında 1990 ların ortalarında yeni neo klasik sentez olarak adlandırılan günümüz yerleşik makro iktisat yaklaşımı meydana gelmiştir.

Çalışmamızın bu bölümünde iktisadi akımların finansal kriz yaklaşımlarını inceleyeceğiz.

2.1. Klasik Yaklaşımda Finansal Krizler

Klasik iktisat okulu'nun başlangıcı olarak Adam Smith'in 1776 tarihinde yayınlanan *Milletlerin Zenginliği* adlı eserini göstermek doğru kabul edilebilir. Klasik okul temeli Say'ın her arz kendi talebini yaratır görüşüne dayanmaktadır. Bu görüşe göre genellikle üretimde aşırılık ve işsizlik gibi kavramlar kapitalist ekonomilerde fazla rastlanan bir durum değildir. Bunun yanında Klasik iktisat öğretisinde teorik anlamda kriz sözcüğü yerine “iş çevrimleri ya da “konjonktür dalgaları” gibi ifadeler kullanılmakta ve bu tür dalgalanmalar daha çok ani dışsal şoklar ya da bazı yanlış karar süreçlerine dayandırılmaktadır. Bu yaklaşımda piyasa mekanizması etkin, uyumlu ve kendini düzenleyen bir yapıya sahiptir. Bununla birlikte klasik yaklaşım krizlerin oluşum ihtimalleri de göz ardı edilmemiştir. Klasik yaklaşımda kuraklık, sel deprem, iyimserlik, kötümserlik, devrimler, ihtilaller, savaşlar, siyasi faaliyetler ve söylemler gibi faktörler, dönemsel olarak finansal krizlere neden olabilmekte ve dışsal nitelik taşımaktadır.³⁴ Klasik kuramda saydığımız faktörlere ilaveten piyasaların koordinasyon başarısızlıkları, eksik bilgi, maliyetli fiyat ayarlaması, dışsallıklar, fiyat ve ücret yapışkanlığı, iyimserlik veya karamsarlık dalgalarına ya da para veya hükümet politikalarının neden olduğu nominal şokların iş çevrimlerinin meydana gelişlerini açıklamakta yetersiz kaldıklarını, bu aksaklıkların tümünün giderildiği ve bütün iktisadi karar birimlerinin birer rasyonel en çoklaştırmacı olarak davrandıkları bir ortamda bile teknoloji ve üretkenlik gibi reel faktörlerde meydana gelen değişmelerin iş çevrimlerini ortaya çıkarabileceğini savunan iş çevrimleri kuramı karşımıza çıkmaktadır. D. Ricardo, tarihçiler tarafından ilk kriz olarak kabul edilen 1816 krizini rastlantısal bir olay olarak kabul eder. Ricardo'nun bu konuda en temel argümanı J. B. Say'ın “Mahreçler Kanunu”dur. Buna göre, mallar mallarla değiştirilir, her arz kendi talebini yaratır, tüm üretim tüketilir. Çünkü üretimin değeri, dağıtılan gelirin değerine eşittir. Bu durumda kriz, rastlantısal bir olgudur.³⁵

³⁴ Paul Samuelson, **Economics**, New York: Mc Graw Hill, 1976, ss.147.

³⁵ David Ricardo, (1821), *The Principles of Political Economy and Taxation*, 1821, (Çevirimiçi) <http://socserv2.socsci.mcmaster.ca/%7Eecon/ugcm/3ll3/ricardo/prin/index.html>, Erişim Tarihi: 11.02.2012.

2.1.1.Say ve Piyasalar Yasası

Ekonomi literatürüne her arz kendi talebini yaratır söylemini kazandıran Jean Baptiste Say, Piyasalar Yasası olarak da bilinen bu görüşlerini *Treatise on Political Economy* adlı eserinde meydana getirmiştir.³⁶ Say'ın görüşleri klasik iktisatçılar için genel geçer bir hal almıştır. Say' a göre genel aşırı bir üretim yani eksik talep söz konusu olamayacağı gibi eğer bir ekonomi durgunluğa girmişse bu durum ekonomideki üretimin yanlış yönlendirilmesinden kaynaklanabilir. Say'ın görüşlerinin popüleritesi 1929 Büyük bunalım'ının Keynes tarafından efektif talep esnekliğine dayandırılmasına kadar devam etmiştir.

2.1.2.Ricardo'nun Bunalımlar Görüşü

Genel bir aşırı üretimin ver krizlerin oluşum olasılığından bahsetmektedir. Ricardo, genel aşırı üretimin, ekonomik sisteme etki eden güçlü dış etkilerin yansıması olduğunu ileri sürmüştür. Napolyon Savaşları süresince İngiltere Ekonomisi'ndeki değişimi gözlemleyen Ricardo, savaşların vergi oranlarını, zevk ve tercihleri değiştirerek karlılığı ciddi şekilde etkileyeceği ve ekonomik sistemin bu duruma uyum konusunda zorlanacağı sonucuna varmıştır. Teknolojik gelişmelerin de işsizliği arttıracığı diğer bir saptamasıdır.

2.1.3.Malthus ve Efektif Talep

Thomas Robert Malthus, nüfus teorisi, değer teorisi, azalan verimler, toprak rantı ve toplam talep konularında çalışmalarda bulunmuştur. Adam Smith'in aksine büyüme hakkında karamsar bir yaklaşımda bulunmuştur. Klasik iktisatçılar arasında Say'ın her arz kendi talebini yaratır düşüncesini efektif talep yetersizliğini savunarak reddeden ender iktisatçılardandır. Efektif talep yetersizliği hakkındaki görüşleri ile Keynesyen eksik istihdam teorisinin alt yapısını oluşturduğu ileri sürülebilir. Malthus, artan verimlilik ile yüksek gelir arasındaki ilişkiyi irdelemektedir. Malthus'a göre daha verimli işgücü, aynı miktardaki malın daha az emekle üretilmesi anlamına gelmektedir. Bunun anlamı daha az işgücü ile aynı verimliliğe ulaşmaktır. Ekonomik krizleri inceleyen ilk önemli iktisatçı olan Malthus, gelir sahiplerinin tasarruf

³⁶ Jean Baptiste Say, *A Treatise on Political Economy or The Production, Distribution and Consumption of Wealth*, 1803, Çev. C. R. Prinsep, Batoche Boks, Kitchener, Ontario, Canada, 2001.

eğilimine de dikkat çekmiştir. Geliri artanların gelirlerinin daha azını harcayarak ve fazlasını tasarruf ederek üretime dönmeyen atıl tasarrufa eleştiride bulunmuştur.

Malthus Say Kanunu'nu mallara olan toplam talebin geçimlik ücretlerden oluştuğu ve toplam arzın ise bu miktar ile birlikte karı da içermesi nedeniyle geçersiz kılar. Çünkü sözkonusu durumda bu iki büyüklük; yani toplam talep ve toplam arz birbirine eşit olmayacaktır.³⁷

2.1.4. Marksist Yaklaşımda Finansal Krizler

19. yüzyılda sanayileşmenin etkisiyle hızla gelişen kapitalizmin eleştirisine yönelik olan Karl Marx'ın yaklaşımı, birçok sosyal bilimi derinden etkilemiştir. Hegelci diyalektik kurgu üzerine inşa edilen ve materyalist bir çözümleme tarzına sahip olan Marksist İktisat kapitalist sistemin doğası gereği krizlere açık olduğunu dile getirmektedir. Kapitalistin amacı, maksimumkarı elde etmektir. Bunun anlamı sermayenin, her zaman en yüksek kar oranının gerçekleşeceğini düşündüğü alanlara yönelmesidir. Bu durumun sonucu, belli üretimalanlarında yoğunlaşma ve kaçınılmaz olarak söz konusu alanlardaki malların üretiminde büyük bir artış olacaktır. Bu artış durumu mallarının tamamının satılmasının mümkün olmadığı zamana kadar devam edecektir. Bu noktadan sonra arz ve talep eşitliği bozulmuş olacaktır.

Marx'ın analizinde emeğin savunucusu olan işçi sınıfını kapitalist sisteme karşı ayaklandıran sadece yoksulluğun ve eşitsiliğin var olması değildir. Marks' a göre kapitalizm kendi içinde çelişkiler yaratan bir sistemdir. Marx, kapitalizmin sosyal çelişkiler yaratmasının yanı sıra ekonomik krizler yarattığını da söylüyordu. Bu krizlerinde çeşitli aşamalardan geçtiğini belirtiyordu.

Marx'a göre, kapitalist ekonominin, üretimin ve tüketimin iki ayrı işleyiş haline geldiği bir genelleşmiş değişim ekonomisi olması, krizlerin oluşmasına yol açmıştır. Malların, üreticilerce, tüketilmesi için değil de satılması için üretilmesi, dengesizliklere yol açmış ve paranın işin içine girmesine neden olmuştur. Malların tüketimden çok satış için üretilmeleri nedeni ile yatırılan sermayenin karşılığını alabilmesi için, üretimin yeterli bir kâr ve oldukça hızlı bir ritm ile yapılması gerekmiştir. Bu genel yapı içinde krizlerin düzenli olarak

³⁷ Vural Savaş, **İktisadın Tarihi**, 3.baskı, Siyasal Kitabevi, Ankara, 1999, s.354.

ortaya çıkmasının “gerekliliği” şu şekilde açıklanır: Sermaye birikiminin mantığına uygun olarak, yatırımlar, ürünler için “efektif talep” olması kesin değilse bile kâr oranının yüksek olduğu (yakın gelecekte) üretim dallarında gerçekleşecektir. Nitekim yatırım kararları arasında a priori bir koordinasyon olmadığı gibi a posteriori bir düzenleme de yoktur, çoğunlukla çok geç olarak piyasalarda bu öngörü hataları ortaya çıkmaktadır.³⁸

Marksist teori için son derece önemli bir faraziye olmasına rağmen kapitalist sistemde krizin nasıl oluştuğu, hangi kaynaklardan beslendiği ve nasıl sonuçlandığı hususunda Marks derli toplu bir kriz ve konjonktür teorisi ortaya koymamıştır. Klasik say yasasını kabul etmeyen Marks, bu durumun sadece trampa ekonomilerinde geçerli olacağını öne sürmüştür. Aynı zamanda karlardaki düşüş de bu teoride krizlere yol açabilmektedir. Biriken sermaye sonucunda işgücü talebinin artması, ücretlerin artmasına ve karın düşmesine neden olur. Azalan karın etkisiyle düşüşe geçen sermaye birikimi kriz sürecinin başlamasına neden olur. Marks’s göre yetersiz tüketim de krizlere neden olabilmektedir. Düşük ücretler ve işsizlik nedeniyle tüketicinin sınırlı kalabileceğini belirterek üreticilerin ellerinde kalan malların maliyetlerin altında satılacağına dikkat çekmiştir. Bu durum da karların düşmesine ve krizlerin meydana gelmesine zemin hazırlamaktadır. Bununla birlikte Marx’ın vizyonu geniş kitlelerce kabul görmemiş ve 19. YY sonu ve 20. YY başlarında birçok ekonomist, ekonominin kendi kendini düzenleyen, kendini düzeltebilen bir oluşum olduğunu ve tam istihdamın kaçınılmaz olduğu görüşünde birleşmişlerdir. Bu düşünüş Büyük Buhran ile birlikte yok olmuştur. Bu nedenle Büyük Buhran son krizin nasıl ele alınması gerektiği konusunda önemli bir yere sahiptir.

2.2.Neo-klasik (Marjinalist)Yaklaşımında Finansal Krizler:

Neo-klasik iktisat okulu liberal perspektiften klasik iktisat okulunu eleştiren ve aynı zamanda bu okula katkıda bulunan iktisatçıları ve bu iktisatçıların oluşturduğu ekolleri kapsar. 1870 li yılların başında ortaya çıkmış ve varlığını günümüze kadar geçerli kılmıştır. Finansal küreselleşmenin itici gücü

³⁸ Ömer yılmaz, Alattin Kızıltan ve Vedat Kaya,“ İktisadi Kriz Kuramları, finansal Küreselleşme ve Para Krizleri”, Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi,Sayı:24,Ocak-Haziran 2005,s. 81.

olan finansal liberalleşmenin benimsenmesinde 1980'lere egemen olan iktisadi düşüncenin rolü de büyük olmuştur. Neo-klasik teori bağlamındaki bu düşünce yerli tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturacağı temeline dayanmıştır. Neoklasik düşünceye göre, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda tasarruflar sermaye darboğazı çeken ülkelere akacaktır. Bunun anlamı ekonomik etkinliği geliştirerek büyüme ve istihdamı gerçekleştirmek için yurt içi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelere faiz oranını yükselterek tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları çekilecektir. Bu süreç işlerken gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranları uluslararası faiz oranına inene kadar devam edecektir. İşte finansal liberalleşmeye bağlı olarak bu beklentiler doğrultusunda gerçekleşen kısa vadeli sermaye hareketleri G.O.Ü'lere yönelik uluslararası sermaye hareketlerinin önemli bir bileşeni haline gelmiştir. Portföy akımlarının çoğunun 1980'li yılların borç krizinden itibaren sürekli gelişmekte olan ülkelere yönelmesi gelişmekte olan ülkeler açısından yatırımcıların bu ülkelere duyduğu güven olarak değerlendirilmektedir. G.O.Ü'lere yönelik portföy yatırımlarının bu hızlı artışının nedenleri arasında bir yandan OECD ülkelerinde devresel olarak gevşek bir para politikasının izlenmesi uluslararası faiz oranlarındaki düşme ve buna bağlı olarak büyüme hızındaki azalma, bir yandan da yeni gelen yatırım fırsatlarının etken olduğu gösterilmektedir. Bununla birlikte, portföy yatırımlarındaki artışta G.O.Ü'lerdeki özelleştirme programları ev sahibi ülkenin kredi değerliliği ve gerçekleştirilen kurumsal reformlarında (Meksika'da olduğu gibi) yüksek kazanç beklentilerini artırarak bu ülkelere yönelik sermaye akımlarının gelişiminde etken olmuştur.

Neoklasik yaklaşım, kendi kendine dengeye ulaşan piyasa tanımını kabul eder. Bundan dolayı ilgi alanları daha çok konjonktürel düşüncüler üzerinedir. Neoklasik yaklaşımda krizlerin temel nedenleri yetersiz tüketimdir. Aşırı tüketim, aşırı yatırım ve orantısız yatırım kuramları Marks'ın kuramları ile benzerlik göstermektedir.

Neo-Klasik iktisat oluşum tarihinden günümüze kendini öyle kabul ettirmiştir ki günümüzde iktisat dendiğinde akla gelen neo klasik iktisat paradigma eksenli bir bilimdir. Klasik iktisattaki emek-değer teorisini ve türevleri olan konuları bir kenara koyup fayda değer teorisini ön plana almıştır. Çünkü fayda-değer teorisi kendi içinde daha tutarlı ve matematikselleşmeye ve soyutlamaya daha uygundur. Neo klasik

iktisat ileriki yıllarda farklı iktisat ekolleri ile karşımıza çıkmışlardır. 1970 li yıllarda ortaya çıkan parasalcı görüş, Rasyonel Bekleyişler okulu, marjinalistler çeşitli konularda farklılık gösterebilirler neo-klasik iktisat kapsamındaki ekollerdir. Bu nedenle bu çalışmada söz konusu ekoller neo klasik iktisat alt başlığında ele alınacaklardır.

1870 lerde Avusturya'da Karl Menger, İngiltere'de Stanley Jevons ve İsviçre'de Leon Walras tarafından ortaya atılan marjinal değer teorisi ile başlayan bu gelişmeler ekonomi bilimine yeni boyutlar kazandırmış; ekonomi doktrinleri tarihinde Neo-Klasik düşünce adı altında toplanan ve ekonomi ilminde zamanımıza kadar süregelen önemli gelişmelere neden olmuştur. Bu dönemde piyasa fiyatlarının oluşumunda büyük rol oynayan değer kavramı, harcanan emek yerine tüketilen son birimin tüketiciye sağladığı fayda üzerinden yani marjinal fayda üzerinden ölçülüyordu. Marjinalist ekolde kriz teorisine baktığımızda klasik ekolün üzerine fazla bir katkıda bulunduklarını söyleyemeyiz. Bununla birlikte Marjinalizme önemli katkılar yapan ve ikinci nesil marjinalistler olarak adlandırılan Marshall ve Fisher, marjinalist ekole kriz konusunda bazı katkılarda bulunmuşlardır. Nihayetinde marjinalist akım, finansal krizler konusunda klasik ekolün çok üzerine çıkamamıştır. Bu durumun nedenlerini şu şekilde sayabiliriz.

- Marjinalistler üretim maliyetini uzun süre görmezden gelmişlerdir. Oysaki krizlerde üretim maliyeti önemli bir etken olarak karşımıza çıkmaktadır.
- Marjinalistler daha çok marjinal fayda gibi soyut konulara yoğunlaşmışlar ve finansal krizler gibi soyut konularda fazla teori üretememişlerdir. Çünkü birinci nesil marjinalistler marjinal fayda kavramını bulan ve bu kavramı talep teorisine uygulamaya odaklanan iktisatçılardan oluşmaktadır. Benzer şekilde ikinci kuşak marjinalistler ise marjinal produktivite kavramını bulan ve bu konuya yoğunlaşan iktisatçılardan oluşmaktadır. Bu tür soyut teoriler nedeniyle somut konulara fazla önem verilmemiştir.³⁹
- Marjinalist ekol iktisat bilimini için, fizik, tıp gibi normatif bilimleri model almış ve denge alanlarındaki değişimlerin etkilerini bulmaya yönelmiştir.

³⁹ Vural Fuat Savaş, **İktisadın Tarihi**, İstanbul, Avcıol Basın-Yayın,2. Baskı, ,s.517

Felsefeyi ve matematiksel araçları çokca kullanmışlar ve kriz konusunda yeterli açıklamalarda bulunmamışlardır.

2.2.1. İlk Marjinalistler: William Stanley Jevons ,Carl Menger ve Leon Walras

Birinci kuşağın önde gelen temsilcileri, Marjinalizm ile ilgili görüşlerini birbirindne ayrı yer ve zamanlarda açıklayan William Jevons (İngiltere) , Leon Walras (İsviçre ve Carl Menger (Avusturya) dır. Bu üç iktisatçının görüşlerindeki ortak nokta değişim değerini belirleyen unsurun üretim maliyeti, yerine marjinal fayda olduğudur.

"...Kriz teorisi açısından Menger hakkında çok söylenecek şey yok. Menger marjinal faydayı değer temeli olarak öne süren üç iktisatçıdan biri ve günümüz Avusturya Ekolü'nün kurucusu olarak önemlidir. Bir de Alman Tarihçi Ekolü ile giriştiği yöntem tartışması ile... Ancak, her ne kadar Avusturya hükümeti için yaptığı para reformu çalışmaları varsa da kriz teorisi açısından dikkati çeken bir katkısı görülmez. Öyle ki baş çalışması Grundsätze'de krizle ilgili en ufak bir değinme bile bulmakta zorluk çekeriz. Walras'ın 'genel denge' teorisi de kriz teorisi açısından zaafiyet taşır; çünkü koyduğu kimi varsayımlar ile Walras, dengesizliği aslında bir anlamda konu dışı bırakmıştır; elbette dengesizliğin sert ve kendini besleyen bir biçimi olarak krizi de..."⁴⁰

Walras bir kriz teorisi için bütün neo-klasik teorisyenlerden daha yakın bir noktaya, genel denge anlayışı sayesinde geldi. Buna rağmen krizlerle alakalı önemli bir tespitle bulunmamıştır.⁴¹ Menger açısından kriz teorileri anlamında söylenebilecek fazla bir şey yoktur. Günümüz Avusturya Ekolü'nün kurucusu olması ve marjinal faydayı değer temeli olarak öne süren üç iktisatçıdan biri olması açısından önemlidir. Çalışmalarında kriz teorilerine değinmemiştir.

2.2. 2.İkinci Nesil Marjinalistler: Marshall ve Fisher

Marshall'ın durgunluklar, panikler, krizler hakkındaki görüşlerinin çoğu daha çok iş adamları vb gibi faaliyette bulunan insanlara yazdığı para, kredi ve ticaret adlı eserinde yer almaktadır.⁴²

⁴⁰ Cüneyt Akman, "2008 Küresel Ekonomik Krizine Tarihsel ve Teorik Açından Bir Yaklaşım", **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, İstanbul.2010, s.114.

⁴¹ A.e.s.118.

⁴² Alfred Marshall, **Money,Credit and Commerce, London**,Macmillan&co.Limited, 1923, s.92.

2.2.3. Avusturyalılar: Mises, Hayek, Schumpeter

Avusturya okulunun kriz yaklaşımı, neoklasik yaklaşımla paralellik gösterse de, insan davranışlarının amaçlı oluşu, öznelcilik, kendiliğinden düzen ve yöntemsel bireysellik alanlarında diğer neo-klasik yaklaşımlardan ayrılır.⁴³

Mises'in Konjonktür Teorisinde, ekonomideki depresyon dönemlerine karşı tedbir alan politikaların gerekli olmadığı, hatta zararlı olacağı sonucuna ulaşır. Resesyon veya kriz dönemleri, piyasa ekonomisinin hatalı yatırımları sildiği, doğal faize ve zaman tercihinin uygun, doğru tüketim/yatırım oranlarına dönüldüğü, temizlenme dönemi olarak düşünülmelidir. Avusturya ekolünde kriz dönemlerinde sermaye malları ile ilgili endüstriler, hammadde, fabrika ve inşaat ekipmanları üretiminde bulunanlar daha fazla olumsuz etkilenirler. Bunun yanında kriz dönemlerinden önce para miktarında artış izlenmektedir.⁴⁴

Mises, klasik iktisat teorisi paralelinde devlet ve bankalar tarafından piyasa mekanizmasına yapılacak olan müdahalelerin çevrimsel sonuçlarına da dikkatleri çekmiştir. Mises'e göre bu tür müdahaleler olumsuz sonuçları da beraberinde getirmektedir. Mises, çevrimlerin meydana gelmesini girişimcilerin daha ucuza kredi alabilmek için devlete baskı yapmasına ve bu baskı sonucunda faiz oranlarındaki düşüşün kredi hacmini genişletmesine bağlamaktadır. Kredi kullanımındaki artış, sermaye mallarındaki arzı arttırırken tüketim malları arzını arttırmayacaktır. Böylelikle fiyatlarda dengesizlik meydana gelecek, sermaye malları fiyatı düşerken, tüketim malları fiyatı yükselir ve ekonomide çevrimler meydana gelir.⁴⁵ Bu iş çevrimleri reel ve parasal iş çevrimleri olarak ikiye ayrılmaktadır. Reel iş çevrimleri (real Business cycle)konjonktür dalgalanması olarak da adlandırılan ekonomik etkinliklerin belirli zamanlarda inişli çıkışlı bir eğilim içinde olmasıdır.

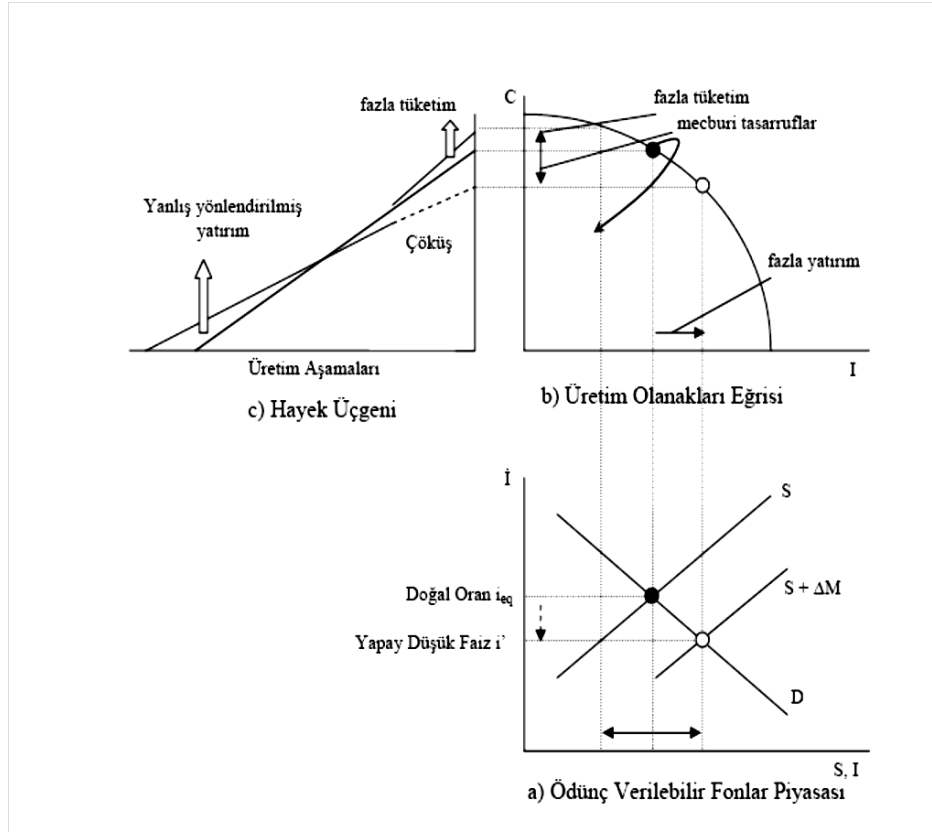
Hayek, krizi derinleştiren en etkin şeyin para olduğunu öne sürer. Parayı yalnızca bir ödeme aracı olarak görmemekte aynı zamanda parayı yaratılan bir artı-değer olarak algılamaktadır. Para, işte tam da bu yüzden krizi çabuklaştırabilir. Çünkü para keyfi olarak merkez bankasınca bir olguydu. Keyfiliğin en önemli nedeni iktisadi ajanların para talep etmeden, hükümetin, para arzını karşılıksız yaratıyor

⁴³ Muammer Tekelioğlu, **İktisadi Düşünceler Tarihi**, 1993, Adana, Çukurova Matbaası, 1993, s.214,

⁴⁴ A.Gülçin İmre, "Avusturya Okulu İçinde Ludwig Von Mises ve İktisadi Düşünceye Katkısı", **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, İstanbul,2006,s.135

⁴⁵ Tekelioğlu, A.g.e., s.220.

olmalarından kaynaklıydı. Hayek'in kriz ve çevrimlerle ilgili görüşleri de Mises gibi devlet müdahaleleri ve bunların olumsuz etkilerine dayanmaktadır. Hayek devletin müdahalelerinin nispi fiyat koordinasyonunu bozacağını ileri sürmektedir. Bununla birlikte Hayek'e göre ekonominin sanayi yapısı toplumun sanayi yapısından farklıdır. Krizlerin asıl nedeni, ekonominin sanayi yapısının toplumun tasarruf planları ile uyuşmamasından meydana gelir. Keynesyen politikalar, bankacılık sektöründeki kredi artışları gibi piyasaların işleyişini bozan dışsal etkiler Hayek'e göre ekonomik dengeyi bozmaktadır. Bireylerin gönüllü tasarruflarının ötesinde bankacılık sektöründe yaratılan krediler aracılığıyla girişilen büyüme süreci, ancak kredilerin artması devam ettiği sürece sürebilir. Bu durumun sonu enflasyondur. Bu sürecin devam etmesi tasarrufların üzerinde bir sermaye birikimi oluşmasına yol açar. Ancak bir süre sonra ya bankacılık kesiminde faizlerin yükselmesi ya da faktör fiyatlarının yükselmesi sonucu kârsız bir sermaye yapısı ortaya çıkacak ve hem sermaye değersizleşmesi hem de büyük bir gayri iradi işsizlik doğacaktır. Keynes'in tezi ise kapitalist piyasa sisteminin kendi haline bırakıldığında sık sık büyük miktarlarda işsizlik şeklinde krizlerin doğacağını ileri sürer, yani kriz kapitalist piyasa sisteminde içseldir.



Şekil 3:Avusturya Okulu'nun iktisadi Dalgalanma teorisi

Kaynak: Aykut Ekinci⁴⁶

Şekil (3) de Avusturya okulunun iktisadi dalgalanmalar yaklaşımı izlenebilmektedir. Şekil (3a) da ödünç verilebilir fon piyasasının arz yönünü görmekteyiz. Piyasaya sürülüp kredi genişlemesine neden olan yeni paranın (ΔM)doğal faiz oranını değiştirmesi için bir neden yoktur. Bilakis ekonomik birimlerin zaman tercihleri değişmezse piyasaya sürülen yeni para, piyasa faiz oranını doğal oranın altına düşürür. Bu durumun sonucu olarak yatırımlar artarken tasarruflar azalır.⁴⁷ Yapay olarak oluşan düşük faizin etkilerini şekil (3b) deki üretim olanakları eğrisine taşıdığımızda tasarruflardaki azalışın ekonomide daha fazla tüketime olanak verdiği izlenebilir. Bu duruma bağlı olarak ekonomideki emek dâhil tüm kaynakların artışlar meydana gelecek ekonomi tam istihdam denge seviyesinin ötesine geçecektir.⁴⁸

Bununla birlikte Hayek, iç çevrimlerinin gerçekleşebilmesi için para arzının esnek olması gerektiğini ileri sürerek, bankacılık sektörü ve kredilerin krizleri üzerindeki

⁴⁶ Aykut Ekinci, “İktisadi Dalgalanmaların Kavramsal ve Teorik Analizi”, **Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Ağustos 2006, Trabzon, s.45.

⁴⁷ Ekinci,A.g.e.,s.45.

⁴⁸ A.e.,s.46.

önemine vurgu yapmıştır. Sonuçta şekil (3) den de izlenebileceği gibi faiz oranlarındaki düşme yatırımları arttıracak, sermaye malları talebini yükseltecek, bu durumda faktör gelirleri ve fiyatlar genel seviyesini arttıracaktır. Sermaye mallarında atıl bir miktar oluşacak ve kriz patlak verecektir.

Kapitalizmin geleceği ve işleyişi hakkında pek çok iktisatçı görüş bildirmiştir. Bu iktisatçıların başında Smith, Say, Ricardo, Marks, Keynes, Sombart ve Schumpeter gelmektedir. Say'a göre bir gün her şey bedava olacaktır. Ricardo ve Marks ise kâr marjlarının azalacağı düşüncesinden yola çıkarak farklı sonuçlara ulaşmışlardır. Sombart, kapitalizmin sonunu kapitalist müteşebbis yok olmasının getireceğini ileri sürmüştür. Keynes ise tasarruf-yatırım uyumsuzluğu sonucunda efektif talebin azalacağını, devlet müdahalesi ile harcamaların artırılarak bu sorunun giderilebileceğini öne sürmüştür. Schumpeter ise kapitalizmin yapısal olarak kendini yok edecek tohumları içinde taşıdığını iddia etmektedir.⁴⁹

Schumpeter'in konjonktür dalgaları modelinde, iktisadi istikrarsızlık para kredi düzeninin işleyişine bağlansa da, sistemin ayırıcı niteliği olan girişimci sınıf ön plana çıkar. Bu sınıfın, Marks'ı hatırlatan biçimde, teknik yenilikleri uygulayarak ekonominin gelişmesini sağladığı süreçte, istikrarsızlık da doğar. Ne var ki, Marks, kapitalizmin istikrarsızlığının, sonunda çöküşünü hazırlayacağına inandığı halde, Schumpeter'de depresyon dönemi, sistemin sağlığı için gerekli tasfiyenin olduğu dönemdir.⁵⁰

2.3.Yeni Keynesci Yaklaşımda Finansal Krizler

Yeni Keynesci Okul finansal krizleri açıklamaya yönelik görüşlerini Keynes'e dayandırmaktadır. Bu nedenle Keynes'in bankacılık ile ilgili görüşlerinin bilinmesi, Yeni Keynesci iktisat akımının krizlerle ilgili kuramlarını anlamamıza yardımcı olacaktır.

⁴⁹ A.Mesud Küçükcalay, **İktisadi Düşünce Tarihi**, İstanbul, Beta Yayınları,2. Baskı, 2010,s.450

⁵⁰ Gülten Kazgan, **İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi**, İstanbul, Remzi Kitabevi, 11. Basım, s.164.

2.3.1.Keynes ve Bankacılık sistemi

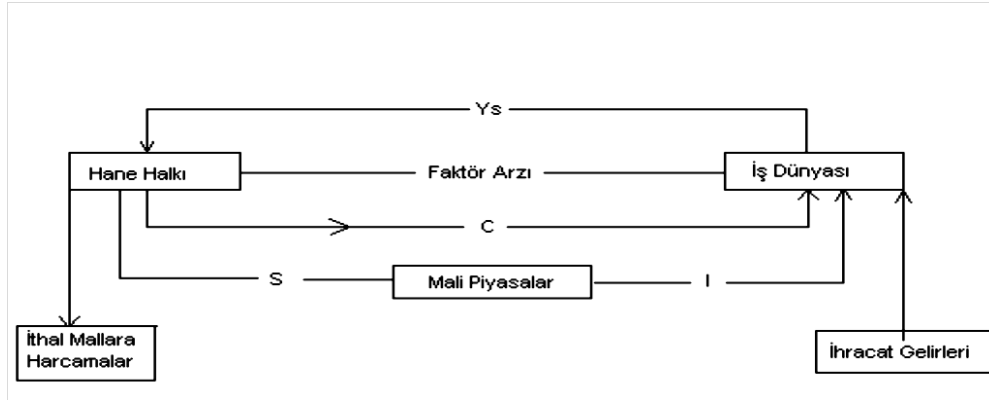
Keynes'e göre, konjonktür dalgalanmalarının ve ekonomik aktivite seviyesinin önemli bir belirleyicisi bankacılık sistemidir. Bankaların bu gücü yatırım miktarı ve para arzını kontrol edebilme özelliğinden kaynaklanmaktadır.

Keynes firmaların yatırım girişimlerini gerçekleştirebilecek kadar likit olabilmeleri için bazı ekonomik birimlerin en azından belirli bir süre daha az likit kalmayı kabul etmeleri gerektiğini vurgulamaktadır. Bu bağlamda firmaların planlanan yatırım artışlarından kaynaklı finansman talebi mevcutsa ve bankaların ve halkın likidite tercihi değişmiyorsa, bankalar ve halk mevcut faiz oranlarında daha fazla ödünç vermeye istekli değilse finansman talebi artışı, faiz oranı artmadan sağlanması mümkün olmayan bir likit kaynak talebini göstermektedir.⁵¹ Keynes' e göre yatırımlardaki artış oranı sabitse, bankalar aracılığı ile sağlanan finansman, kendi kendini besleyen bir döner sermaye şeklini almaktadır. Keynes'e göre bankalar düşük bir faaliyet düzeyinden yüksek bir faaliyet düzeyine geçişte anahtar bir role sahiptir. Eğer bankalar fon sağlama olanaklarını kısıtarlarsa, kısa dönem kredi piyasasında tıkanıklık doğacak; bu ise faaliyet hacminin genişlemesini engelleyecektir. Meydana gelen (expost)yatırımları karşılayacak meydana gelen (expost) tasarruflar her zaman vardır. Yatırım piyasası nakit kıtlığı nedeniyle tıkanır, asla tasarruf kıtlığı nedeniyle tıkanık hale gelmez.

Keynes, faizi devreye sokarak, para ve reel piyasalar arasında sıkı bir ilişki kurmuş, ikilik (dikotomi)sorununu aşarak, reel ve parasal kesimler arasındaki kopukluğu giderip makro bütünlük sağlamıştır. Böylece para piyasalarında meydana gelen bir değişikliğin sonuçları hem reel kesimde izlenebilmiş, hem de burada oluşan değişimler de parasal kesimde izlenebilir olmuştur⁵²

⁵¹ John Maynard Keynes, **Alternative Theories of the Rate of Interest in The Collected Writings of John Maynard Keynes**. Macmillan, Londres, Vol. XIV, 1937b, pp.315.

⁵² Merih Paya, **Para Teorisi ve Para Politikası**, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2. Baskı. 2002, s.252.



Şekil 4: Keynes'in Kriz Hakkındaki Görüşleri

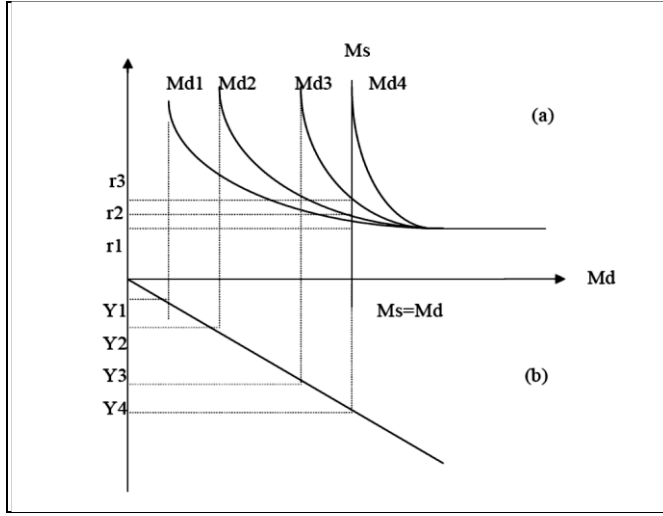
Kaynak: Paya, A.e., s.241

Şekil (4) den de izlenebileceği gibi hane halkı tarafından iş dünyasına bir taraftan mal ve hizmet üretilirken, diğer bir yandan gelir yaratır. Bu gelir hane halkı tarafından üretilen tüketim malları karşılığı olarak iş dünyasına ve ithal malları karşılığı olarak dış dünyaya ödemelerde bulunarak harcar. Harcamalar dışında kalan kısmı tasarruf değerlendirmesi yapacağı finansal piyasalara yönlendirir. Burada yaratılan milli gelir (Ys) ile harcamalar karşılığı olarak iş dünyasına geri dönen gelir (Yd) arasında bir fark oluşabilir. $(Yd) < (Ys)$ olması durumunda aradaki fark (Ys)'de daralmaya neden olur, üretilen mal miktarı, yaratılan gelir ve refah düşer ve işsizlik meydana gelir. Burada ekonomide oluşabilecek büyük dalgalanmaları bastırmak ve iktisadi

aktiviteyi üst düzeyde tutan bir konjonktür oluşturmak amaçlanmaktadır.⁵³ Keynes'e göre finansal sistem tahvil ve paradan oluşmaktadır ve finansal sistemin dengesi:

$$M_s + T_s = M_d + T_d \text{ 'dir}$$

⁵³ A.e. s.242.



Şekil 5:Keynes'e göre Finansal Sistemin dengesi

Burada ;

Ms: Para arzı

Ts: Tahvil arzı

Md: Para talebi

Td: Tahvil talep

Buradan da anlaşılacağı üzere, eğer para piyasası dengedeysen tahvil piyasası dengededir. Yani eğer $Ms = Md$ ise aynı zamanda $Ts = Td$ olmalıdır. “Bu nedenle para piyasası finansal sistemi tek başına temsil eder konumdadır

Bankacılık sistemi konjonktür dalgalanmalarının ve ekonomik aktivite seviyesinin önemli bir belirleyicisidir. Bu güç, bankaların yatırım miktarı ve para arzını kontrol edebilme özelliğinden gelmektedir. Bankalar para yaratma ile tasarrufların yatırıma dönüşmesinde üstlendiği aracılık işlevinin gelişmesi sonucunda normal dönemlerde finanse edebileceği birçok projeye kredi vermekten kaçınabilir.

2.3.2.Yeni Keynesyen Yaklaşımda Finansal Krizler

Yeni Keynesyen iktisatçılar, finansal krizleri ters seçim ve ahlaki risk problemlerinin kötüleşmeye başladığı bir finansal karmaşa olduğunu ileri sürerler. Bu finansal karmaşada ise fonlar üretken yatırım alternatiflerine etkin olarak yönlendirilememektedir.⁵⁴

Yeni Keynesyen iktisatçı Frederic Mishkin özellikle gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen para ve bankacılık krizlerini asimetrik bilgi kavramıyla açıklamaktadır.⁵⁵ Finansal sistemin ana görevi, fonların üretken yatırım olanaklarına sahip ekonomik aktörlere doğru hareketini sağlamaktır. Eğer finansal sistem bu işlevini gereği gibi yerine getiremezse ekonomik aksamalar baş gösterecek ve ekonomik büyüme engellenecektir. İşlevin yerine getirilmesindeki temel problemin asimetrik bilgi olduğunu ileri sürmektedir. Ekonomik krizin temel sebepleri su dört faktördür;

- Faiz oranlarındaki artışlar
- Belirsizliklerdeki artışlar
- Varlık piyasasının bilanço üzerindeki etkileri
- Bankacılık sektöründeki problemler

Bu dört unsur ekonomik krizin temelini meydana getirmektedir. Faiz oranlarının artması, banka bilançolarındaki bozulma, hisse senedi piyasasında meydana gelen düşüş ve belirsizlikteki yükseliş. Bu problemlerden biri dahi kriz çıkarmaya yetmekteyken, dördünün birlikte çıkması, hem krizin derinliliğini hem de süresini arttıracaktır. Özellikle kredi açan bankalar müşterileri hakkında bilgi toplayabilmelerindeki avantajlar neticesinde dünya finansal piyasalarında rollerini arttırmaktadırlar. Bunun yanında

⁵⁴ Gülhan Arda Boran,“Gelişmekte Olan Ülkelerde Bankacılık Krizleri ve Türkiye”,**Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Adana, s.9.

⁵⁵ Frederick Mishkin, “Global Financial Insbality: Framework, Events, Issues”, **Journal of Economic Perspectives**, Vol:13, Number: 4,pp.4-5.

2.3.3. Post Keynesyen Yaklaşımında Finansal Krizler, Finansal Kırılganlık Hipotezi ve Minsky Anı

Post Keynezyen iktisatçıların finansal krizler hakkındaki görüşleri asimetrik bilgi yaklaşımı, finansal kırılganlık teorisi ve para arzının içselliği yaklaşımına dayanmaktadır.⁵⁶ Diğer bir ifadeyle Post Keynesyen yaklaşımda piyasa başarısızlıkları, para arzının içselliği, asimetrik bilgi sonucunda meydana gelen ters seçim ve ahlaki risk, sürü psikolojisi ve domino etkisi gibi nedenlere ortaya çıkmaktadır. Post keynesyenler asimetrik bilgiyi şu nedenlere bağlamaktadırlar.⁵⁷

- Kredi kullananlar ile kredi verenlerin gelecekte beklenenlerinin farklı oluşu (simetrik olmayan beklentiler)
- Geleceğin belirsizliği
- Vergi veren riski (geleceğin belirsizliği nedeniyle)
- Vergi alanın riski (geleceğin belirsizliği nedeniyle)
- Belirsizlik altında kredi reytinglerinin ve bankaların kredi verme konsundaki gelecekle ilgili öngörülerin gerçekleşmemesi
- Memnuniyetsiz ve kredi alma eğiliminde olmayan kişilerin varlığı
- Finansal kırılganlık
- Kredi verenin ve kredi alanın borcunun yükselmesi ve borç vadesinin kısılması ve likiditenin azalmasıyla yükselmesi
- Para arzının içselliği

Yukarıda saydığımız nedenler ilk bakışta yeni-keynesyen iktisatçıları ile post-keynesyen iktisatçıların kriz konusunda benzer düşüncelere sahip olduğunu akıllara getirir de kesin çizgilerle ayrılan farklılıklar bulunmaktadır. Post-keynesyen düşüncede Walras'ın genel denge varsayımının reddi söz konusudur. Post-keynesyenler analizlerine IS-LM çatısını reddi ile analizlerine başlarlar. Oysa yeni-Keynesyenler daha gevşek bir şekilde IS-LM çatısını kabul ederler. Yukarıdaki maddelerde belirtildiği gibi belirsizlik kavramı post Keynesleri yeni, keynesyenlerden ayıran diğer bir farklılıktır. Yeni keynesyen analizde ise belirsizlik

⁵⁶Boran, A.g.e., s. 16.

⁵⁷ H.Martin Wolfson, "A Post Keynesian Theory of Credit Rationing", **Journal of Post Keynesian Economics**, 18:3, pp. 443-471

kavramını analizlerine katmamışlardır, M. Lavoie, kesinliği, gelecekteki bir olayın her alternatifte gerçekleşeceğini bilmek; riski, belli alternatifler setinin belli gerçekleşme olasılığı vermesi durumu; belirsizliği ise bir olayın gerçekleşme olasılığını bilmeme durumu olarak tanımlamaktadır.⁵⁸

Post Keynesyen yaklaşım ile Keynesin teorisi üç açıdan paralellik göstermektedir. Bunları para ve finansın efektif talebi (yatırım ve üretim miktarı) belirlemedeki rolü, içsel olarak kapitalizm tarafından oluşturulan istikrarsızlıklar ve iç çevrimleri, makro ekonomik politikaların ekonomik gelişimin seyrini etkilemedeki rolü olarak özetleyebiliriz. Post Keynesyen okulun en önemli savunucusu Hyman Minsky'dir. Minsky bir post Keynesyen iktisatçı olmasının yanı sıra, çalışmalarıyla da, Keynes'in genellikle göz ardı edilen finansal görüşlerinden esinlenen, modern finansal yapıları ve ilişkileri Keynesyen çerçeve içinde ele alan ve 'Finansal Keynesyencilik olarak da isimlendirilen bir yaklaşıma sahiptir. Minsky'e göre kapitalist ekonomide kar olgusu iş dünyasını harekete geçiren en belirgin etmendir. Bununla karlar, hem geçmişte verilen kararların doğruluğunu teyit ederken hem de gelecekte verilecek yatırım kararları için belirleyici olmaktadır. Kapitalist ekonomilerde bütçe açıkları, tüketim davranışları ve ücretler, yatırıma kıyasla ikincil öneme sahiptirler⁵⁹

Post-Keynesyen okulun kriz dinamiklerini daha iyi anlayabilmemiz için Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi çerçevesinde yatırım ve yatırımların finansmanı arasındaki ilişkiyi anlamamız gerekmektedir.

Klasik ekonomik görüşün temelinde, görünmez el ekonomiyi dengelemekte ve istikrar doğal işleyişle gerçekleşmektedir. Şokların etkisiyle geçici olarak dengeden uzaklaşan ekonomi, itki ve güdüler aracılığıyla kendiliğinden tekrar dengeye ulaşır. Bu görüşte devlet müdahaleleri, dengede istikrarsızlık yaratan önemli unsurlardandır. Bu görüşe alternatif iktisadi bakışlardan biri Minsky'nin finansal kırılganlık teorisidir. Hyman P. Minsky, yazdığı kitap ve makalelerinin neredeyse tamamında aşırı borçluluk, finansal kırılganlık ve finansal istikrarsızlık kavramları üzerinde durur.

⁵⁸ Boran, A.g.e., s.19

⁵⁹ Hyman Minsky, **Stabilizing and Unstable Economy, USA**, New Haven, Yale University Press,1986,pp.280.

Krizle ilgili görüşlerini açıklarken üç farklı kavramdan yararlanır.⁶⁰ Minsky, finansal kırılganlığı finansal sistemin doğal bir özelliği olarak görür ve krizi olan duyarlılık olarak tanımlar. Bu teori ekonominin niçin krize eğilimli ve içsel olarak kırılgan olduğu konularına cevaplar arar. Bu hipotezi ileri süren Hyman Minsky, günümüz dünya ekonomisinin Wall Street'in dünyaya bakışı ile şekillendiğini ve temel oyuncuların bankerler ve iş adamları olduğunu belirtmiştir.⁶¹ Minsky bir post Keynesyen iktisatçı olmasının yanı sıra, çalışmalarıyla da, Keynes'in genellikle göz ardı edilen finansal görüşlerinden esinlenen, modern finansal yapıları ve ilişkileri Keynesyen çerçeve içinde ele alan ve 'finansal Keynesyencilik' olarak da isimlendirilen bir yaklaşıma sahiptir. Bu yaklaşımda yatırımların finanse edilme biçimi ve kaynağı büyük öneme sahiptir. Minsky'ye göre standart Keynesyen kuramın eksikliği, kapitalist finansmanın döngüsel ve spekülatif bir bağlamda ekonomi kuramına dâhil edilmemiş olmasıdır.⁶² Minsky, kapitalist ekonominin istikrarsızlığının sebebinin kapitalist finans yapısı olduğunu belirterek kapitalist ekonomiler için istikrarlı bir yapı olmadığını düşündüğü geleneksel Hicks'ci IS-LM çatısını kabul etmemektedir. Geleneksel yaklaşımın aksine Minsky, konjonktürel dalgalanmaları ve ekonomik istikrarsızlığı, gelişmiş finansal kurumların olduğu karmaşık yapıları ekonomilerdeki kişisel çıkar davranışlarının doğal ve ayrılmaz bir parçası olarak ele alır.⁶³ Minsky, servetin gittikçe arttığı dönemlerde, şirket nakit akışlarının yükseldiğini ama buna rağmen, borçların da arttığını ve sonunda borçların, kârla ödenemeyecek seviyelere yükseldiğini belirtmişti. Minsk, bu duruma düşen şirketlerin gittikçe arttığını gördü. Sonuç, büyük bir ekonomik krizdi. Bu duruma ekonomi biliminde "Minsky Moment (Minsky Anı)" denilmektedir.⁶⁴ Minsky Anı, bazı ekonomistlerce "kredi arzının kuruma başlağı nokta" veya "bir finansal takıntının paniğe dönüştüğü nokta" olarak da tanımlanmaktadır.

⁶⁰ Gary Dymski "Deciphering Minsky's Wall Street Paradigm", Journal of Economic Issues, Vol.31, Issue 2, 1997, pp. 501-508.

⁶¹ Dymski, A.g.e., s.511

⁶² Hyman Minsky, **The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Process and the Behavior of the Economy**, Financial Crises: Theory, History and Policy, (Ed.: Charles Kindleberger, Jean Pierre Laffargue, Cambridge, **Cambridge University Press**, 1982, pp. 24.

⁶³ Ferri Piero and Hyman P. Minsky (1991). "Market Processes and Thwarting Systems", **The Jerome Levy Economics Institute**, No.64, pp. 1-30.

⁶⁴ Yaman Törüner, "Minsky Vuruşu", **Milliyet Gazetesi**, 13 Temmuz 2009.

“Minsky Anı” ibaresi, 1988 yılında Rusya borç krizi nedeniyle, en büyük tahvil fonlarından birini yöneten PIMCO yatırım şirketinin yöneticisi Paul McCulley tarafından kullanılmıştır. Bu terim; kısa zamanda George Magnus, Martin Wolf, Justin Lahart, John Cassidy, C. J. Whalen, L. Randal Wray, Paul Davidson, Riccardo Bellofiore, Joseph Halevi ve Jan Kregel gibi üst yönetici ve uygulamacılar, ekonomi danışmanları, gazeteciler ve akademik iktisatçılar tarafından benimsenmesiyle birlikte, Amerikan yüksek riskli ipotekli konut kredisi krizi esnasında herkes tarafından kullanılır hale gelmiştir. Bunların eserlerinde ortaya konan Minsky Anının çoğu tanımlamaları, yüksek riskli ipotekli konut krizinin temel özellikleri ile Minsky’nin finansal istikrarsızlık hipotezi arasında bilinçli olarak kurulan bir bağlantı ile ilgilidir. Bununla birlikte altı çizilen özellikler farklıdır ve net olarak tanımlanmış değildir. Bu tanımlamalar toplu olarak değerlendirildiğinde, bazılarının momentin bilinen anlamıyla zaman içindeki bir noktayı tanımladığı görülmektedir.⁶⁵ Küresel Krizin minski anı ileriki bölümlerde işlenecektir.

Minsky, Finansal Kırılganlık Hipotezi’nde firmaları Hedge, Spekülatif ve Ponzi olarak üçe ayırmaktadır. Finansal sistemdeki istikrarsızlık seviyesini notasyonlar ile tanımlamak adına ‘hedge, spekülatif ve Ponzi finansman’ kullanılmıştır. Bu ayrımı yaparken dikkate alınan kriter; ekonomik birimlerin nakit gelirlerinin, nakit ödeme yükümlülüklerini dönemler arasında “karşılıyıp karşılayamamasıdır.”

2.3.3.1. Hedge Finansman

Hedge finansman yapısı, tüm dönemlerde nakit gelirlerin nakit ödeme yükümlülüklerini aşması durumudur. Faizlerin yükselmesi, gelirleri borçlarından daha fazla olan hedge birimi etkilemez. Bu yüzden hedge finansman birimleri, finansal piyasalardaki olumsuzluklara doğrudan duyarlı değildir. Hedge finansman birimleri, sözleşmelerinde yer alan ödeme mükellefiyetlerini (anapara+faiz) kendi nakit akışları ile sağlayabilen birimlerdir. Borç yapısında öz sermaye finansmanın ağırlığı arttıkça, söz konusu birimin hedge finansman birimi olma ihtimali artar.

⁶⁵ Ersan Bocutoğlu, “Hyman P. Minsky’nin Konjonktür Teorisi 2007-2010 Küresel Krizini Açıklamaya Uygun mu? Heteredoks bir Değerlendirme”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 75, Aralık 2010, s. 3-33.

Dalgalı borçları olan hükümetler, dalgalı finansal kâğıtlar ihraç eden anonim şirketler ve bankalar tipik hedge birimleridir.

2.3.3. 2. Spekülatif Finansman

Spekülatif finansman birimleri, kendi nakit akışlarından mükellef oldukları faiz ödemelerini yapabilen, buna karşılık anaparayı ödeyemeyecek durumda bulunan birimlerdir. Başka bir ifadeyle Spekülatif finansman; bazı dönemlerdeki nakit gelirin, o dönem nakit ödeme yükümlülüklerini gerçekleştirecek seviyenin altında kalması, ama, tüm dönemler göz önüne alındığında; toplam nakit gelirinin toplam nakit ödeme yükümlülüğünü karşılayabilmesidir. Spekülatif finansmanda, sadece bazı dönemler nakit girişi nakit çıkışını karşılayamaz. Bununla beraber dönemin tamamında toplam nakit gelirlerinin değeri, toplam ödeme yükümlülüklerinin değerini aşar. Spekülatif finansman biriminin yükümlüklerinin gelirlerini aştığı dönemlerde yeniden borçlanması gerekir.

2.3.3.3. Ponzi Finansman (Saadet Zinciri)

Ponzi finansman, alacaklısının parasını başkasına borçlanarak ödeme esasına dayalı finansman yöntemidir. Saadet zincirinin bilimsel adıdır. Ponzi finansmanda nakit akımları anapara ve faiz ödemelerinden çoğu zaman büyüktür. Ponzi finansmanda, çoğu zaman nakit çıkışları nakit girişlerinden fazladır. Ponzi finansman birimleri, sürekli borçlanmak zorunda oldukları için para piyasalarının kaprislerine daha fazla maruz kalırlar. Özellikle ekonominin genişlediği ve konjonktür dalgasının tepe noktasına yaklaşıldığı dönemlerde kapitalist ekonomiler, hedge birimlerin hakim olduğu finansal yapıdan spekülatif ve ponzi birimlerin hakim olduğu bir finansal yapıya yönelme eğilimindedir.

Sonuçta olarak ponzi finansmanda net gelir akımını aşan bir faiz ödeme yükümlülüğü söz konusudur. Finansal sistemin kırılğan bir yapıya dönüşmesinde uzun vadeli borçlanmadan ziyade kısa vadeli borç yapısının artması, hedge finansmandan spekülatif finansmana ve spekülatif finansmandan da ponzi finansmana doğru kayma dolayısıyla uzun vadeli borçlanmadan kısa vadeli borç yapısına geçiş önemli bir faktördür.⁶⁶

⁶⁶ Hyman Minsky, "The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Process and The Behavior of the Economy" **Levy Economics Institute of Bard College**, 1982, s.24.

2.3.3.3.1.Madoff'un Ponzi Oyunu

Amerikan emlak devi Lehman Brothers'ın iflasının üzerinden 2 ay geçtikten sonra patlak veren New York'lu Bernard Madoff yolsuzluğu ile ilgili skandal, Avrupa bankalarında da deprem etkisi yaratmıştır. Zarar görenler arasında büyük uluslararası bankalar, özel bankalar ve zengin ailelerin servetini yöneten sorumlu olan aile ofisleri (family offices) yer almaktadır. İspanya, Fransa, İskoçya, İtalya ve Japonya'da bulunan birçok banka tahmini zararlarını açıklamışlardır. Bunun yanı sıra birçok Avrupa bankası da halen zararını tespit etmeye çalışmaktadır. ABD'nin SPK'sı SEC de hakkında suç duyurusunda bulunduğu MADOFF'un şirketi Bernard MADOFF Investment Securities'in varlıklarına el konulmasını talep etmiştir. Federal yetkililerin yürüttüğü soruşturmalar kaybın sanılanın üstünde bir \$65 milyar dolar (beklenen getiriler dâhil) civarında olduğunu ortaya koydu. Getiriler çıkartıldığında kayıp \$13-21 Milyar dolar mertebesinde görülmüyordu. Bu finans tarihinde bir kişi tarafından gerçekleştirilen en büyük suistimal olayı idi.

MADOFF'a en fazla para kaptıranlar			
Banka ya da fon yönetim şirketi adı	Tutar	Banka ya da fon yönetim şirketi adı	Tutar
Danışmanlık şirketi Fairfield Greenwich Group	7,5 milyar dolar	Japon Nomura Holdings	304 milyon dolar
Kingate Management	3.5 milyar dolar	İtalyan Unicredit 1	30 milyon dolar
Tremont Group Holdings	3.3 milyar dolar	İsviçreli Union Bancaire Privee bankası	"yüz milyonlarca dolar"
İspanya'dan Santander bankası	3,200 milyon dolar	İsviçreli Benedict Hentsch & Cie bankası	48,3 milyon dolar
Bank Medici	2.1 milyar dolar	Fairfield kenti çalışanları	41,9 milyon dolar
Ascot Partners	1.8 milyar dolar	Emlak zengini Mortimer Zuckerman	30 milyon dolar
Access International Advisors	1.5 milyar dolar	Phoenix Holdings	15 milyon dolar
Fortis Bank Hollanda	1.4 milyar dolar	Sigorta ve finansal hizmetler şirketi Harel	14,3 milyon dolar
Union Bancaire Privee	1.08 milyar dolar	Fransız Societe Generale bankası	13,7 milyon dolar
İngiliz HSBC	1 milyar dolar	Fransız Credit Agricole bankası	13,7 milyon dolar
Fransız Natixis bankası	617 milyon dolar	Robert I. Lappin Vakfı	8 milyon dolar
İngiliz RSB bankası 6	12 milyon dolar	Nordea	6,6 milyon dolar
Fransız BNP Paribas bankası	480 milyon dolar	İsviçreli Neue Privat bankası	5,25 milyon dolar

Tablo 1:Madoff'a En Fazla Para Kaptıranlar

Kaynak: Ntvmsnbc

2.3.3.3. 2. Stanford Finans Grubu'nun Ponzi Oyunu

Stanford Finans Grubu, 6 kıtada 136 ülkede 50'den fazla ofisi ile 30.000 müşteriye hizmet vermektedir. Galleria Towers II'de bulunan merkezi ile yaklaşık 50 milyar dolar varlık yönetmekteydi. Grup, başkanı ve CEO'su milyarder yatırımcı olarak bilinen Robert Allen Stanford tarafından yönetilmekteydi. Şubat 2009 tarihinde, ABD Federal ajanları dolandırıcılık suçlaması nedeniyle şirketin yönetimine el koymuştur ve 27 Şubat 2009 tarihinde SEC (US Securities and Exchange Commission - ABD Menkul Kıymetler Komisyonu), dolandırıcılık suçunun ponzi oyunu olduğunu açıklamıştır. SEC, Stanford Finans Grubu'nun 8 milyar dolarlık mevduat sertifikalarına (certificate of deposit □ CD) mümkün olamayacak kadar yüksek ve tartışmalı faiz oranları vaat eden Allen Stanford, Pendergest-Holt ve Davis'i ponzi oyunu ile yani dolandırıcılıkla suçlamıştır.⁶⁷

2.3.3.3.3. Rusya MMM Skandalı

Ponzi saadet zincirinin en ilginç örneklerinden biri 1990 ların başında Rusya'da yaşanmıştır. Sergei Mavrodi, Vyacheslav Mavrodi ve Olga Melnikova tarafından kurulan şirketin adı kurucularının soyadlarının baş harfinden oluşmaktaydı. S. Mavrodi, yatırımcılara yıllık % 3000 getiri garantisi vermek şartıyla ülkenin en zengin 50. adamı olmuştur. Firma kuruluş yıllarında çok ciddi reklam kampanyasına girişerek bir anda, yüksek kazanç sağlamak isteyen yatırımcıların dikkatini çekmeyi başardı. Şirket, 1994 yılında oluşturduğu ponzi şeması sayesinde özel yatırımcıları bünyesine çekmeye başlamıştır. % 1000 lere varan temettüler sayesinde, yatırımcılar MMM firmasına yatırım yapmak için daha istekli hale gelmeye başladılar. Eriledi.

Mavrodi, her bir katılım belgesini 1 dolardan halka arz etti. 6 ay gibi kısa bir süre sonunda fiyatları 60 dolara yükselterek fonlara olan talebin patlamasına yol açtı. Yatırımcılardan bazılarının Ponzi Şeması olabileceği endişesine kapılarak satışa geçmeleri, düzeni tersine çevirdi. İlk zamanlar satışlar, alışla ile karşılandı. Fakat satışların devamının gelmesi ve Mavrodi'nin sözkonusu fonların tümünü alamayacağını anlaşılmaması üzerine fiyatlar % 99 düştü ve 45 sente düşerek kaçınılmaz son ile sonuçlandı. Özetle tahvile ya da dolara benzetilerek basılan bu

⁶⁷ Arif Aktürk, "Küresel Ekonomik Kriz Bir Ponzi Oyunu", (Çevrimi içi), <http://www.haber3.com/kuresel-ekonomik-kriz-bir-ponzi-oyunu-104766y.htm#ixzz1tylYjAlr>, Erişim Tarihi 06.05.2012.

uydurma kâğıtlar borsada işlem görmüyor ve herhangi bir yere yatırılmıyor. Farklı verilere göre piramide katılanların sayısı 15-25 milyonu buluyor. Katılımcı sayısı bir yerde tıkanınca, şirket, yeni para akışı olmadığından vadettiği gelirleri yeniden ödeyememeye başlıyor. Satılan kâğıtların "piyasa fiyatı" ciddi oranda düşürülüyor. Yatırımcılar paralarını almak için panikle sıraya giriyor, ancak yalnızca çok küçük bir kesim para alabiliyor. Şirket iflas açıklıyor

2.3.3.3.4. Para Arzının İçselliği

Para otoritelerince çeşitli para politika araçlarıyla para miktarını etkilemesi para arzının içselliği kavramıyla açıklanmaktadır. Para arzının içselliği, post Keynesyen iktisadın belirleyici özelliklerinden birisini oluşturmakla birlikte, neo klasik iktisada yönelttiği en temel eleştirilerden de birisidir. Bununla beraber, post Keynesyen iktisatçılar arasında para arzının içselliğinin kaynağı konusunda kesin bir görüş birliği yoktur. Örneğin, bir grup post Keynesyen iktisatçı, para arzının kaynağının banka sistemi olduğunu savunmakta, ancak banka sisteminin yetersiz fonlara sahip olduğu durumlarda, finansal piyasaların istikrarını düşünen merkez bankasının gerekli fonları banka sistemine sağlayacağını düşünmektedir. Bir başka grup ise, banka sisteminin yanı sıra, finansal piyasalardaki yenilikçi uygulamalar sayesinde ⁶⁸merkez bankasının kısıtlayıcı politikalarının aşıldığını savunmaktadır. Bu ayırım Polin'e göre, tamamlayıcı içsel kuramlar ve yapısal içsel kuramlar olarak da ifade edilebilmektedir.

Post Keynesyenler para arzının içsel olduğunu yaklaşımını kabul etmekle birlikte bankların (veya diğer aracı kurumların) para arzının içselliğinin nasıl formüle edileceği hakkında farklılaşmaktadırlar. Minsky'e göre para arzı kredi alanların, bankaların ve merkez bankasının dâhil olduğu bir mekanizma tarafından belirlenmektedir. Bankalar ve diğer finansal kuruluşlar, geliştirdikleri yeni finansal ürünlerle para arzını etkileyebilirler. Bu durum söz konusu kuruluşların parayı içsel yaratma güçlerinin bulunması anlamına gelmektedir. Diğer bir para arzı artış nedeni de finansal piyasalarda değişmelerin neden olduğu borç deflasyonudur. Borç

⁶⁸ Robert Pollin, "Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Endogeneity," **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 13, No. 3, (Spring 1991), pp. 367.

deflasyonu, finansal istikrarın sağlanması için para otoritelerince piyasaya müdahale edip para arzını arttırması şeklinde karşımıza çıkmaktadır.

2.4. Parasalcı (Monetarist) Yaklaşımda Finansal Krizler

Monetarist yaklaşımda iktisadi durgunlukların temel nedeni parasal genişlemelerdir. Bunun anlamı iktisat dalgalanmalarının temelinde yanlış politikaların olduğu söylenebilmektedir. Eğer krizlerden uzak istikrarlı bir ekonomi isteniyorsa bu görüşe göre yanlış para politikalarından uzak durarak ekonomide nispi olarak istikrara ulaşılır.⁶⁹

Parasal istikrarsızlık açısından Friedman ve Schwartz 1963 yılında yapmış oldukları çalışmalarında bankacılık panikleri üzerinde ayrı bir önemle durmaktadırlar.⁷⁰ Monetaristler, finansal krizleri bankacılık krizleri ile birlikte ele almaktadırlar. Monetarist yaklaşıma göre, bankacılık panikleri para arzında daralmaya yol açarak, genel ekonomik faaliyetlerde de daralmaya yol açmaktadır. Bu yaklaşıma göre, bankacılık panikleri piyasadaki para arzına ve dolayısıyla ekonomik faaliyetlere etkileri sebebiyle önemlidir.

Para arzında meydana gelecek daralma, önemli bir kriz nedenidir. Friedman ve Schwartz yaptıkları çalışmada iktisadi dalgalanmalar ile para arzındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Para arzındaki değişim oranı ile iktisadi dalgalanmalar yakın bir ilişki olduğu sonucuna varmışlardır. Friedman ve Schwartz, ucuz para politikasının sonucunun enflasyon olduğu ve bu durumun faiz oranlarını düşük seviyede tutmayı engellediğini savunmaktadırlar.

Dönem	Para Stokundaki Yüzde Azalma
1873–79	4.9
1892–94	5.8
1907–08	3.7
1920–21	5.1
1929–33	35.2
1937–38	2.4
1948–49	1.4
1959–60	1.1

⁶⁹ Ali İhsan Karacan, **Bankacılık ve Kriz**, İstanbul, Creative Yayıncılık, 2000,s.24.

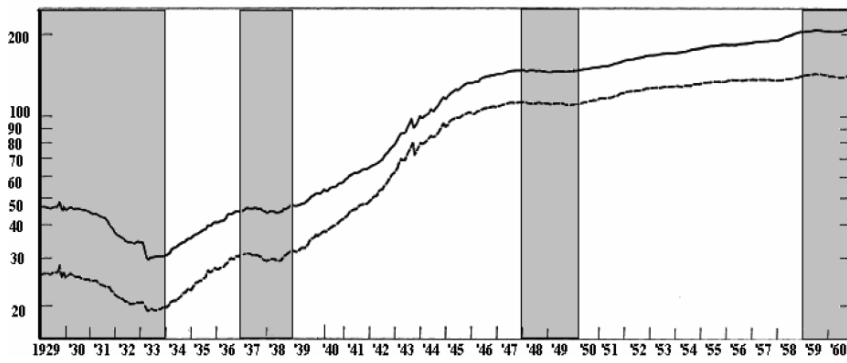
⁷⁰ Milton Friedman ve Anna J.Schwartz, “Money and business cycle,”**The Review of Economics and Statistics**”, Vol: 45, No: 1, Part 2, Supplement,1963.

Tablo 2 :Para Stokunda Azalmanın Gerçekleştiği Dönemler

Kaynak: Friedman ve Schwartz, 1963, s.34

Tablo (2) de özellikle Büyük Buhran'daki azalış dikkat çekicidir.

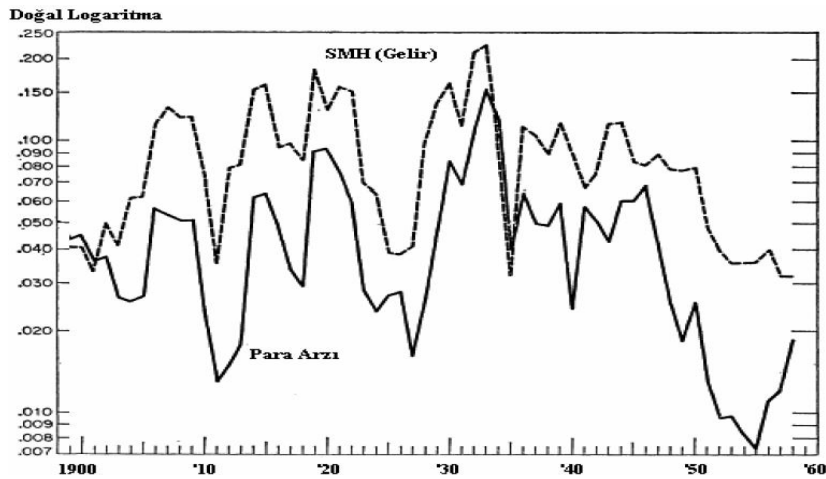
Milyar \$



Grafik 3 : 1929–1960 Döneminde ABD Para Stokundaki Değişim

Kaynak : Friedman ve Schwartz, A.g.e.,s.33.

Grafik (3) de alt çizgi vadesiz mevduat ve halkın elindeki dolaşımdaki parayı, üst çizgi ise vadesiz mevduat, ticari bankalardaki vadeli mevduat ve halkın elindeki dolaşımdaki para toplamalarını göstermektedir. Gri alanlar ise daralma dönemlerini ifade etmektedirler.



Grafik 4:Para Arzı ve Safi Milli Hasıla Yıllık Değişim Oranları (1899–1958)

Kaynak : A.e.,s.41

Grafik (4) te izlenebileceği gibi Friedman ve Schwartz, para arzındaki ve ekonomik faaliyetlerdeki dalgalanmayı test edebilmek için, safi milli hasıla ile para arzı verilerinin logaritmik birincil farklarını alarak trend etkisini yok etmişlerdir. Böylece para arzı ile SMH değişim oranları arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Dikey eksen yüzde değişimi göstermektedir. 100, % 10 luk yıllık büyüme oranına işaret etmektedir. Grafikte para arzındaki dalgalanma hareketleri ile, genel ekonomik faaliyetlerdeki hareketler arasında paralellik olduğu ve genel ekonomik faaliyetlerin genişliğinin, para arzı dalgalanmalarının genişliğinin hemen hemen 2 katı kadar olduğu sonucuna varılmaktadır. Çalışmalarında parasal büyüklükler ile gelirin çevrimsel özellikleri arasında bağ kurma sorununu da aktarım mekanizmaları ve bu mekanizmaların dengeye ulaşma sürecinde sık sık hedefaşımı (overshooting) yapmaları ile açıklarlar. Bu hedefaşım süreci para arzı değişkenlerinin gelirleri dalgalandırmasına yol açmaktadır

Monetarist görüşte özellikle para arzı kontrolü, fiyat serbestliği, kamu açıklarının azaltılması ve sübvansiyonların kaldırılması üzerinde yoğunlaşmışlardır.⁷¹ Kullanılan araçların parasal olması ve etkisinin reel araçlara kıyasla hızlı olması nedeniyle para arzı artışlarının yavaş bir şekilde azaltılması, sert ve ani ayarlamalardan kaçınılması gerektiğini vurgulamaktadırlar. Mali kurumların ödeyebilirliklerini yitirmesiyle başlayan halkın mevduatlarını nakde çevirme talebi para otoritelerince müdahale edilmediği takdirde hızlanarak banka iflaslarını beraberinde getirir.⁷²

Milton Friedman, nihai servet sahiplerinin portföylerini faydalarını maksimuma çıkaracak şekilde oluşturacaklarını ve serveti beş formda elde tutabileceklerini belirtmiştir. Bunlar, borç ödemelerinde kullanılan ortak kabul görmüş para; belli bir ödeme sürecine sahip ve belli bir getiri sağlayan nominal birim niteliğindeki tahvil; hisse senedi; beşeri olmayan fiziksel mallar ve beşeri sermayedir Monetaristlere göre para arzını merkez bankası belirler. Dolayısıyla para arzı egzojen olarak sistemin

⁷¹ İlker Parasız, **Kriz Ekonomisi**, Bursa, Ezgi Kitabevi,1995,s 29.

⁷² Z. Dina Çakmur Yıldız, **Finansal Krizler Erken Uyarı Sistemleri**, Ankara, Nobel Kitap Dağıtım, 2006. s.104.

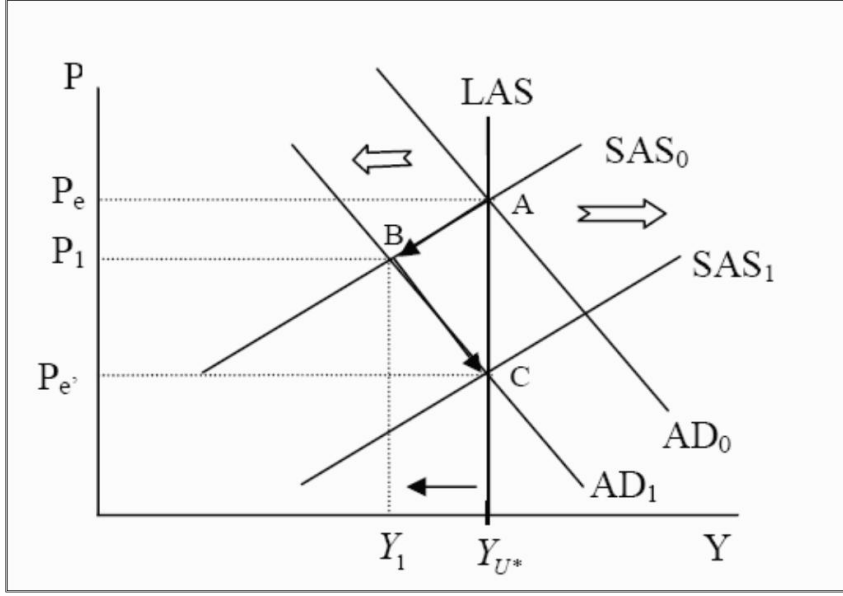
dışından belirlenir ve para talebi ile para arzı arasındaki ilişki para arzından nominal gelire ilerleyen bir etkidir. Bu etki kısa dönemde fiyatlar genel seviyesi ve gelir kanalı ile olurken uzun dönemde sadece fiyatlar kanalı ile olmaktadır. Monetarist yaklaşım finansal krizlere karşı para arzının istikrarlı ve öngörülebilir bir politika arz etmesi ile esnek döviz kuru rejimini önermektedir. Ayrıca olası kriz durumunda para arzını genişletmeyi savunmakta ve Merkez Bankası son kredi merci işlevine önem vermektedir.

Parasalcılara göre istikrarın sağlandığı bir ekonominin olmazsa olmaz şartı para politikasını yönetenlerin kontrol edebilecekleri büyüklükleri izlemeleri gerekliliğidir. Parasalcılara göre;

- Parasalcılara göre faiz, cari, işsizlik oranı gibi gereksiz büyüklüklerin incelenmesi gereksizdir. Parasalcılar bunun yerine fiyat seviyesinin ve para arzının izlenmesi gerekliliği üzerinde dururlar. Diğer şartların sabit olmaması nedeniyle fiyat seviyesi kolay izlenebilecek bir gösterge değildir. Bu nedenle izlenebilecek en iyi gösterge para arzıdır.
- Parasalcılara göre diğer bir şart ise politika yapıcıların uygulama sırasında keskin karar değişimlerinden kaçınmalarıdır. Parasalcılar Büyük Buhran örneğini vererek yanlış alınan kararlardan dönülmemesinin faturasının ağır olabileceğini belirtmişlerdir.
- Parasalcılar uygulanan para politikasının etkisini ancak altı, dokuz, oniki ya da onbeş ay sonra gösterebileceğini vurgulamışlardır.

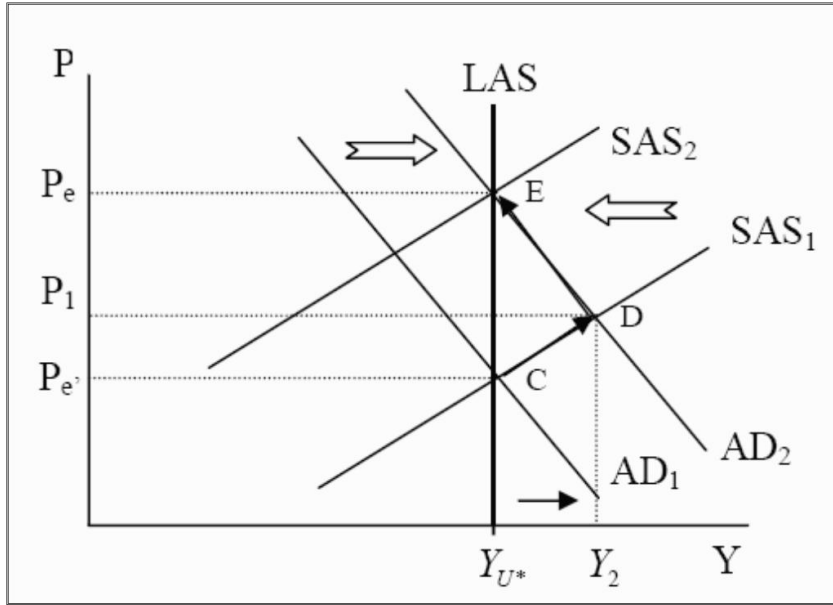
Parasalcı iktisadi dalgalanmalarda ilk unsur toplam taleple alakalıdır. Merkez bankasınca değiştirilen para arzı ilk olarak toplam talebi etkilemektedir. Para arzının artması, faiz oranlarını düşürmektedir. Bunun sonucunda yerli paranın değeri düşmektedir. İhracat yükselir ve yatırımlar artar. Benzer şekilde para arzı azalması toplam talep eğrisini sola doğru kaydırır ve ekonomik daralmaya yol açar. Toplam talepteki değişiminin toplam arz üzerinde yarattığı etki de oldukça önem taşımaktadır. Kısa dönemde toplam arz eğrisi pozitif eğime sahiptir. Yani toplam talepteki dalgalanmalar reel üretimde ve fiyatta dalgalanmalara neden olmaktadır. Kısa dönemli olan bu dalgalanmalar sonunda uzun dönemde ekonomi tam istihdam

milli gelir denge seviyesinde dengeye ulaşacaktır. Sonuçta parasalcılara göre para kısa dönemde yanlı olsada uzun dönemde yansızdır. Parasalcılar, ücretlerin gecici olarak rijit olduklarını ve toplam talebin azaldığı dönemlerde işsizliğin artacağını ve parasal ücretlerin sonunda düşüşe geçeceğini vurgularlar. Parasal ücretlerin düşmesi, fiyatları düşürecek ve ayarlama sürecinden sonra tam istihdama geri dönülecek ve bu işlem devamlı olarak tekrarlanacaktır.



Şekil 6: Daralma Döneminin Paracı AS-AD Modeline Göre Gösterimi

Şekil (6) LAS eğrisi uzun dönemli arz eğrisini ve A noktası doğal işsizlik denge düzeyini göstermektedir. Para arzının artışında yavaşlama olduğu varsayımında toplam talep azalacak ve ekonomi B noktasına kayacaktır. Böylece reel üretim düşecek, işsizlik artacak ve ücretler düşecektir. Parasal ücretlerin düşmesi kısa dönem arz eğrisini SAS₁ konumuna kayacaktır. Fiyatlar düşer ve reel üretim artmaya başlar. Sonuçta ekonomi, uzun dönem arz doğrusu üzerinde C noktasında doğal işsizlik dengesine yönelir.



Şekil 7: Genişleme Döneminin Paracı AS-AD Modeline Göre Gösterimi

Şekil (7) de Parasalcılara göre genişleme dönemlerinde AS-AD modeli gösterilmiştir. C noktası doğal işsizlik dengesini ifade etmektedir. Para arzı artışı toplam talebi sağa kaydıracak ve bu durumun sonucunda fiyatlar ve reel üretim yükselecektir. Böylece ekonomi D noktasına geçecektir. Reel üretim, potansiyel üretimin üzerine geçtiğinde ve işsizlik doğal oranın altına düştüğünde, parasal ücretler yükselecek ve kısa dönem arz eğrisi SAS_1 den SAS_2 ye doğru kayacaktır. Ücretlerin yükselmesi fiyatları da yükseltecek ve reel üretim düşecektir. Ekonomi D noktasından E gibi yeni bir doğal işsizlik dengesine yönelecektir.

2.5.Rasyonel Beklentiler Kuramında Finansal Krizler

Rasyonel beklentiler kuramına göre, kişilerin bugünkü davranışlarını belirleyen temel öge, gelecekle ilgili temel beklentilerdir ve söz konusu beklentiler piyasanın iyi izlenmesi sonucu oluşur. Bu yaklaşım çerçevesinde karar birimleri, ekonomide beklenmeyen bir değişme olmadıkça fiyat düzeyini ortalama olarak doğru tahmin ederler. Yeni klasik okul olarak da adlandırılan rasyonel beklentiler okulunun temelleri John Muth'a dayanmaktadır. Uyarlanmış beklentiler kuramına alternatif olarak sunulmuştur. Robert Lucas, Thomas Sargent ve Wallece de teoriye katkıda bulunmuşlardır.

3.BÖLÜM

DÖVİZ (PARA) VE BANKACILIK KRİZLERİ

Yakın geçmişte tüm dünya çapında sıklıkla yaşanan kur ve bankacılık/ finansal krizlerin en maliyetli makroekonomik başarısızlıklardan biri olduğuna hiç şüphe yoktur.⁷³ Finansal krizlerle ilgili birçok teorik model ve çalışma bulunmaktadır. İlk bakışta krizlerin finansal (para) krizleri ve bankacılık krizleri olarak adlandırıldığını görmekteyiz. Para krizleri de kendi arasında birinci, ikinci ve üçüncü nesil para krizleri olarak sınıflandırılmaktadır. 1970’lerde ve 1980’lerin başında Latin Amerika ülkelerinde ortaya çıkan krizleri açıklamak için Birinci nesil kriz modelleri ortaya atılmıştır. Fakat 1992 Avrupa Para krizini açıklamada bu model yeterli gelmemiş, İkinci nesil para krizleri teorisi literatüre girmiştir. 1997 Asya krizinin etkilerinin diğer krizlerden daha şiddetli olması ve yayılma etkisi nedenleri ile diğer kriz modellerinden farklılıklar içermesi üçüncü nesil kriz modellerini iktisat literatürüne yerleştirmiştir

Finansal kriz modellerinin mantığını anlayabilmek için, bunlara yol açan durumları irdelemeye çalışalım. Özellikle birinci nesil kriz modellerinde ciddi anlamda bir kamu finansman açığı söz konusudur. Bu açık para basılarak finanse edilmektedir. Bunun anlamı bozuk bir ekonomik yapı ve enflasyondur. İkinci nesil kriz modellerindeki temel sorun ise beklentiler ve panik hareketlerdir. Ekonomide kriz literatürüne kendi kendini besleyen (doğuran) beklentiler olarak girmiş olan panik hareketlerini şu şekilde açıklayabiliriz. Bir ülkenin vatandaşlarının yerli para cinsinden hazine bonusu taşıdıklarını var sayalım. Ülkede sabit döviz kuru varsayımları altında hükümet tarafından yapılacak bir devalüasyonun yapılacağı beklentisinin kuru yükseltmesi kaçınılmazdır. Bu durumu kestiren vatandaşların ellerindeki yerli para cinsinden hazine bonolarını satıp dövize yönelmeleri, döviz fiyatlarını daha da yukarıya çekecektir. Vatandaşların ellerindeki bonoları satıp dövize yönelmeleri beklenen devalüasyondan ne kadar önce olursa bu durum vatandaşın yararına olacaktır. Bu örnekteki önemli nokta devalüasyonun kesin olarak gerçekleşip gerçekleşmeyeceğinin bilinmemesidir. Burada üstünlük para

⁷³ Meral uzun, “Latin Amerika’da Yaşanan Finansal Krizlerin Kriz Erken Uyarı Göstergeleri Açısından Değerlendirilmesi” **Ekonomik Kriz Öncesi erken uyarı sistemleri**, makale Derlemesi, Edt. Halil Seyidoğlu, Rıfat Yıldız, İstanbul, Arıkan Basım, 2006, s. s.218.

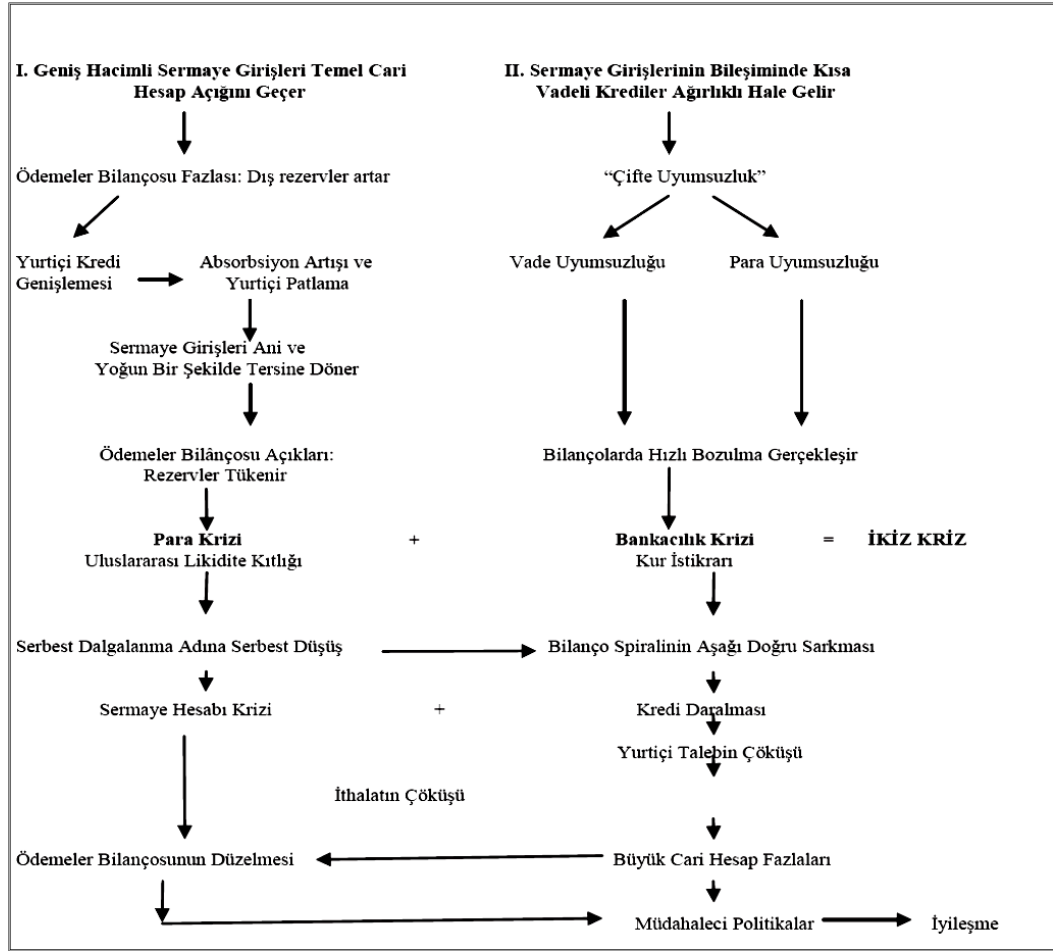
otoritelerinin elindedir ve sadece bir bekleyiş durumundadır. İkinci nesil kriz modellerinde göreceğimiz gibi bu bekleyişler bazen bazı koşullar altında gerçekleşmektedir. Spekülatörlerin de bu koşullar altında döviz hücüm ettiği duruma kendi kendini doğuran bekleyişler denilmektedir. Özellikle ikinci nesil kriz modellerinde ekonomik temeldeki zayıflıklar dikkat çekmektedir. Tekrar birinci nesil krizlere geri dönecek olursak, buradaki temel problem, uygulanan kur rejimiyle uyumayan para politikasıdır. Bir ülkenin sabit döviz kuru politikası izlediğini varsayalım. Bunun anlamı her durumda merkez bankası uygulayacağı politikalarla döviz daima sabit fiyatta tutmak zorunda kalacaktır. Dövizin fiyatının arttığı durumlarda merkez bankası piyasaya döviz sürmesi gerekmektedir.

Bu duruma sebep olan problem ise hükümetin uyguladığı gevşek maliye politikasıdır. Yine Türkiye vb. enflasyonla mücadele etmiş gelişmekte olan ülkelerde başkalarının bastığı para yaygınlaşmaktadır. Çünkü fiyatların artması cebimde tuttuğum yerli paranın değerini düşürmekte mal ve hizmet alım gücüm azalmaktadır. Bu durum da dolarizasyon denen olguyu meydana getirmektedir.⁷⁴ Ülke sakinleri fiyatların artması sonucu ellerindeki paranın değer kaybetmemesi için dövizle rağbet göstermeye başlaması, alışverişlerde doların daha yaygın kullanılmasına olanak sağlamaktadır. Dolara olan talebin artması liraya olan talebi azaltmaktadır. Buna paralel olarak dolara olan talebin artması doların fiyatını arttırmasına neden olmaktadır. Ülkede sabit döviz kurunun uygulanması nedeniyle ülkedeki dolar fiyatının aynı olması gerektiğini bilen hükümetler bu durum karşısında piyasaya döviz sürme gerekliliğini hissetmektedirler. Burada önemli olan nokta hükümetlerin ellerinde gerektiği kadar döviz olup olmadığı meselesidir. Hükümetlerin ya da merkez bankalarının bu durumda ellerinde yeteri kadar döviz rezervi yoksa diğer bir alternatif olarak TL'nin cazibesini arttırması gerekmektedir. Hazine tahvili vb. yurtiçi finansal enstrümanların cazibesini arttırmasının yolu da faizleri arttırmaktır. Diğer bir alternatifi de teslim bayrağını çekip sabit döviz kuru politikasını terk etmektir. Burada hükümetlerin yapabileceği diğer bir alternatif ise devalüasyon yaparak

⁷⁴ **Dolarizasyon:** Bir ülkedeki yerleşiklerin değişim aracı, hesap birimi ve değer biriktirme aracı olarak kendi ulusal paraları yerine yabancı para kullanmalarıdır. Tam dolarizasyon, bir ülkenin ulusal parasını tamamen terk edip, yabancı para birimini resmi para birimi olarak kabul etmesidir. Kısmi dolarizasyon; bir ülkede ekonomik birimlerin, yüksek enflasyon ve belirsizlik ortamında ulusal paranın olası değer kaybından korunmak amacıyla, ulusal para cinsinden finansal varlıklar yerine yabancı para cinsinden finansal varlıkları seçmeye başlamasıyla ortaya çıkmaktadır

yeniden sabit kur rejimi uygulayabilmektedir. Fakat bu durumda hükümetler verdikleri sözü tutamayan ve ekonomiye hâkim olamayan bir duruma düşmekte olduklarından büyük itibar kaybı yaşarlar. Tüm bu gelişmeler sonucunda başlangıçta merkez bankasının rezervleri yüksek de olsa giderek erimesi kaçınılmaz oluyor. Bu erimenin altında yatan asıl neden ise kamu bütçesindeki yapısal bozukluklardır. Yüksek miktarda açık veren kamu bütçesinin açıklarının kapatılabilmesi için üç farklı yol mevcuttur. Bunlar iç borçlanma, dış borçlanma ve merkez bankasından kredi almak şeklindedir. Yurtdışından borç almak hem maliyetli olması nedeni ile fazla tercih edilmeyen bir seçenektir. Kredi talep eden ülkenin olumsuz moralitesi de bu kredilerin alınmasında önemli bir engel teşkil eder. Aynı mantıkla iç borçlanma senetlerine talep fazla olmaması nedeni ile bu seçenekten de faydalanamamaktadır. (özellikle bu durumdaki bir kamunun çıkaracağı senetler riskli bulunabilmektedir)

Son 25 yıldaki para krizleri incelendiğinde gelişmekte olan ülkelerde yaşanan para krizlerinin çoğunun ana sebebinin yüksek sermaye hareketliliği, ulusal paradan kaçış, yurtdışına para çıkışları oluşturmaktadır. Para çıkışları nedeniyle ödemeler bilânçosunda oluşan açığı kapatacak kaynak bulunamamasından dolayı sermaye hesabı krizleri ortaya çıkmıştır. Sermaye hesabı krizinin ortaya çıkmasında kısa vadeli krediler ve hacimli sermaye girişler önemli paya sahiptir. Bu iki durumun birlite olması da para ve bankacılık krizini bir arada oluşturur. Bu duruma ikiz kriz adı verilmektedir



Şekil 8:Sermaye Hesabı Krizi ve Kredi Daralması Etkileşimi

Kaynak: Yoshitamo Masaru and Sayuri Shirai⁷⁵

3.1.Birinci Nesil Kriz Modelleri (Latin Tipi Kriz Modelleri)

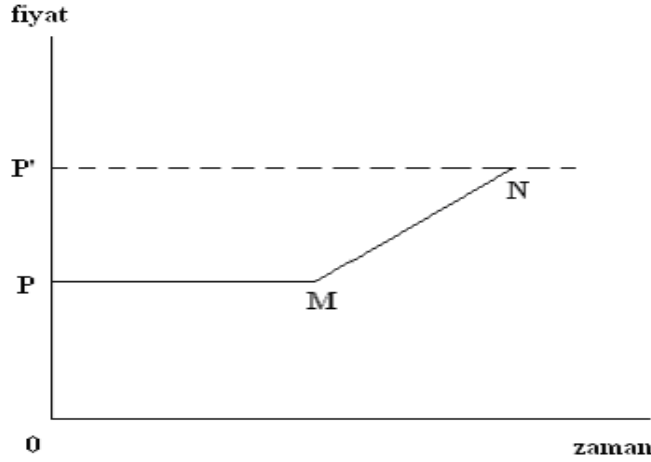
İktisat biliminde teorik olarak sınırlı da olsa yaşanan finansal krizleri açıklamak adına çeşitli çalışmalar yapılmış ve modeller geliştirilmiştir. Bu modellerin en yaygını spekülasyon saldırıları (spekülasyon atakları) ve kendi kendini besleyen saldırıları bünyesinde tutan Latin tipi kriz modelleridir. Krizler üzerine yapılan çalışmalar ise özellikle Krugman'ın 1979'da yayınladığı para krizini açıklamaya yönelik makalesinden sonra yaygınlaşmaya başlamıştır.

⁷⁵ Yoshitamo Masaru and Sayuri Shirai, "Policy Recommendations for Preventing Another Capital Crisis", **Technical Background Paper**, Asian Development Bank Institute, 7, July 2000, pp. 85.

Krugman'ın 1979 yılında yazdığı makaleyle ekonomi literatüründe önemli bir yere sahip olan birinci nesil kriz modellerinin temeli Stephen W. Salant ve D. W. Henderson'un 1978 tarihli makalesi ile atılmıştır. Salant ve Henderson, çalışmalarını, hükümetin altın satışı politikaları ile ilgili beklentilerin altın fiyatlarını ne şekilde etkileyeceği üzerinde yoğunlaştırmışlardır. Bu çalışmaya göre altın sahip olduğu üç özelliği ile diğer tüketilebilir mallardan ayrılmaktadır.⁷⁶ Birincisi altının çıkarma maliyetinin olmasıdır. Bilindiği gibi altın, çıkarılması oldukça maliyetli bir madendir. İkincisi Güney Afrika Merkez Bankası'nın altın piyasasına, satıcı olarak hâkim olmasıdır. Üçüncü özellik ise ellerinde altın bulunduranların, özel kullanımdaki altın stokunun büyüklüğünü kesin olarak bilememeleridir. Bunun nedeni hükümetlerin ellerinde bulundurdıkları altın stoklarını daima piyasaya satma ihtimalinin bulunmasıdır. Altının bu özelliklerinden sonuncusu, altının fiyatında gözlenen değişimi açıklayabilir. Çünkü altın çıkarma maliyeti ve monopolcü piyasa yapısı spekülörler olmadan da altın fiyatını yükseltebilir. Spekülörlerin var olduğu ve faaliyet gösterdiği bir piyasa mekanizmasında, spekülörler altının fiyatlanacağını tahmin ederlerse, borçlanarak altın satın alırlar ve gelecekte fiyatlar yükseldiğinde satarlar. Bu arbitraj hareketi, kazanç devam ettiği sürece devam eder ve altın fiyatları üzerinde doğrudan etkili olur.

Salant ve Hederson, söz konusu makalelerinde altın fiyatının satışlar yolu ile sabitlenmesini aşağıdaki şekilde açıklamaktadırlar.

⁷⁶ Salant Stephen W. Salant and Dale W. Hederson, "Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold", *The Journal of Political Economy*, Chicago, 1978, vol. 86, N. 4, pp. 627-648.



Şekil 9 :Altın fiyatının satışlar yolu ile sabitlenmesi

Kaynak: Stephen H Salant ve Dale V. Henderson, “Market Anticipations, Government Policy and the Price of Gold”, *International Finance Discussion*, April 1976, pp. 23.

Şekil (9) da hükümetlerin altın satışları yolu ile altının fiyatını sabit tutmaya çalıştıkları görünmektedir. Hükümetler kısıtlı bir süre için altın talebini, altın satarak karşılamaktadırlar. Böyle bir durumda fiyat, şekildeki PM düzeyinde sabittir. Fakat devamlı altın fiyatının sabit kalması için stoklarındaki altını satan hükümetlerin, ellerindeki altın rezervlerinin biteceği ihtimali, piyasa aktörlerinin spekülatif atağa başlamalarına neden olurlar. Sonuçta fiyatlar, P’ noktasına kadar yükselir. Modelden çıkarılacak sonuç, stoktaki malların satışı ile tüketilebilir bir malın fiyatını sabitleme girişiminin kaçınılmaz sonucu spekülatif ataktır. Altının fiyatını, altın satışları yolu ile sabit tutma politikası ile döviz kurunu uluslararası rezervleri kullanarak sabit tutma politikası arasındaki benzerlik, Krugman’ın yaptığı çalışmanın çıkış noktası olmuştur.

Krugman’ın teorik düzeydeki çalışmasında, mali açığın finansmanı için emisyonu giden ve sabit kur sisteminde parasını korumaya çalışan hükümetlerin resmi rezervlerin tükenmesi, büyük miktarlarda borçlanma ve yurtiçi kredilerde bir genişleme sorunlarıyla karşılaşılabilceğini vurgular Hükümetlerin ekonomik anlamda faaliyetlerini kısıtlamaya gitmesine paralel olarak sabit kur sistemini sürdürememesi nedeniyle ödemeler bilançosu krizi kaçınılmaz hale gelir. Yani bir ülke döviz kurunu sabitlediğinde, spekülatif ataklar ile birlikte bu kurdan resmi

rezervler tedricen azalmaya başlar. Daha sonra rezervlerin eşik noktasında rezervleri tamamen tüketecek ani bir spekülâtif atak başlar. Bu noktada hükümet kuru sabit tutma yetisini kaybeder ve sabit kur sistemini terk eder⁷⁷ Diğer bir ifadeyle bir ekonomide sabit döviz kuru izlendiği varsayıldığında, kur üzerinde oluşacak baskılardan merkez bankasının döviz rezervlerini kullanarak döviz piyasasına müdahale etmesi, zamanla rezervlerin azalmasına neden olacaktır. Sabit döviz kuru geçerli iken, iç kredi hacminin para talebinden daha fazla artması, yavaş ancak sürekli olarak ülkenin uluslar arası rezervlerinin azalmasına ve ülke parasına yönelik spekülâtif ataklara neden olur⁷⁸

Krugman'ın ortaya koyduğu birinci nesil kriz modelinden şu çıkarımlara varılabilir.⁷⁹

- Modelde temel ekonomik etkenler döviz kuru ve ödemeler dengesidir
- Modelin temel mantığı ülkenin resmi rezervlerinin bittiği zaman krizlerin nasıl meydana geldiğidir
- Modelde merkez bankasının sabit döviz kurunu devam ettirebilmesinin, yeterli uluslar arası rezervlere sahip olmasına bağlı olduğu vurgulanmaktadır. Çünkü ülkelerin döviz rezervleri bittiği zaman yetkililerin sabit döviz kuru sisteminden vazgeçip dalgalı döviz kuru sistemine geçmekten başka seçenekleri yoktur.
- Modele göre yetkililerin spekülâtif saldırıları önleme şansları yok denecek kadar azdır. Yetkililer dışarıdan borçlanma yolunu seçerek rezervleri arttırabilirler. Bu rezervlerin döviz kurunu sürdürmek amacıyla müdahalede kullanılması parasal tabanı arttırır ve sonuç olarak ülkenin herhangi bir spekülâtif saldırıyı önleyecek düzeyde rezervi kalmaz. Yetkililer döviz

⁷⁷Cevat Gerni, Ö.Selçuk Emsen ve M.Kemal Değer, “Erken Uyarı sistemleri yoluyla Türkiye’de ki Ekonomik Krizlerin Analizi”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, Ekonometri ve İstatistik Dergisi, Sayı 2005, S.41

⁷⁸Graciela Kaminsky,Saul Lizondo ve Carmen C.Reinhart,1997, “Leading indicators of Currency Crises”, **International Monetary Fund**,Staff Paper 45 ,no:1 March 1997,pp 5.

⁷⁹Oğuz yıldırım, “Kriz Deneyimlerinin Kavramsal Olarak Farklılaştırılması: Latin Tipi Kriz ve Asya Tipi Kriz Modelleri” **Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, Makale Derlemesi, Edt. Halil Seyidoğlu , Rıfat Yıldız, İstanbul, Arıkan Basım,2006, s..111.

kuruna müdahale etmezlerse, spekülâtif saldırıları ancak, faiz oranlarının artması ve parasal tabanın azalması pahasına önleyebilirler. Eğer parasal tabandaki azalma önemli boyutlara ulaşırsa, faiz oranındaki artış yeni bir bankacılık krizine yol açabilecek düzeylere ulaşabilir.

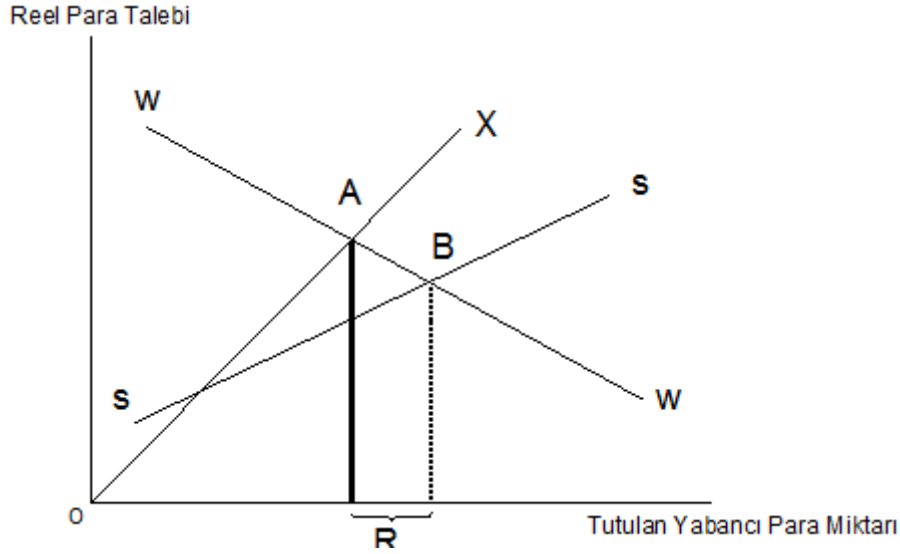
- Modelin eksikliği, modelin aşırı mekanik ve tek boyutlu olmasından; hükümetlerin otomatik olarak tüm bütçe açıklarını monetarize ettiğini ve merkez bankasının ekonomideki gelişmelere bakmadan rezerv yaratarak döviz kurunu baskıladığı varsayımından kaynaklanmaktaydı.
- Modelde, sabit döviz kurunun sürdürülebilirliği tamamen iktisadi ajanların davranışlarından bağımsız dışsal olarak varsayılmaktadır. Yani bu modelde, iktisadi ajanların gelecek beklentilerinin veya iktisadi faaliyetlerinin hiçbir şekilde mali dengesizlikler veya kredi kredi politikaları üzerinde etkisinin olmayacağı vurgulanmaktadır.
- Rezervlerdeki artışın sabit kur sistemi üzerinde baskı yaratması. Hükümet, birtakım makroekonomik politikaları eş zamanlı uygulayamaz. Dolayısıyla, bu politikalardan birini piyasaya bırakması diğer değişle istediği şekilde yönlendirmesi gerekiyor. Aksi takdirde süreç krizle noktalanıyor. Söz konusu eş zamanlı uygulanamayacak politikalar sabit kur, bağımsız para politikası ve uluslar arası sermaye hareketlerinde serbestliktir.⁸⁰

Birinci nesil modele göre kriz, yanlış belirlenen makroekonomik politikaların bir nedenidir ve paranın reel olarak aşırı değer kazanması, cari işlemler bilançosundaki artan açık ve rezervlerdeki ciddi azalma ile birlikte öngörülebilir⁸¹. Yapılan çalışmalarda birinci nesil modellerin genişletilmesiyle cari açık gibi dış ticaret dengesinde ortaya çıkabilecek bozulmaların para krizlerinden önce ortaya çıkabileceği belirtilmektedir. Birinci nesil kriz modelleri ile ilgili daha ileri çalışmalarda reel döviz kuru artışının ve dış ticaret dengesindeki bozulmanın genellikle spekülâtif ataklardan önce ortaya çıkabileceği anlaşılmaktadır. Bu çalışmalar, kredi politikası ve otoritelerin parayı sürdürme istekleri nedeniyle rezerv

⁸⁰ Aydan Kansu, Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri, Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri, Güncel Akademi yayınları, 2006, s.71.75.

⁸¹ Zeynep Karaçor ve Volkan Alptekin, “Finansal Krizlerin önceden Tahmin Yoluyla Değerlendirilmesi: Türkiye Örneği”, **Yönetim ve Ekonomisi Dergisi**, 2006, Sayı 13, s.236-256.

kayıpları düzeyindeki belirsizliklerin krizin diğer bileşeni olarak kabul edilmesini sağlayacağını ve yurtiçi faiz oranlarındaki artışın da bir krizin ortaya çıkma olasılığını yükseltebileceğini ifade etmektedir.⁸²



Şekil 10: Spekülatif Atak Sonucunda Rezervlerin Tükenmesi

Kaynak: Paul Krugman, 'A model of Balance of Payment Crises', Journal of Money credit and Banking, vol:11, No:3, Ağust 1979, s.322.

Krugman makalesinde rezervlerin tükenmesini yukarıdaki şekil ile açıklamaktadır. Şekil(10) da OX doğrusu spekülatif atak öncesi geçerli olan sabit kur rejimini ifade etmektedir. SS doğrusu ise sabit kur rejiminden vazgeçilmesiyle geçerlilik kazanan esnek kur sistemini göstermektedir. WW eğrisi serveti yansıtmaktadır. A noktası spekülatif atağın meydana geldiği andaki özel sektörün sahip olduğu varlıkları, B noktası ise spekülatörlerin portföylerinde yapacakları değişiklikler sonucu ulaşılan noktayı göstermektedir. Burada bilinmesi gereken nokta A'dan B'ye geçişte spekülatörlerin servetlerinde bir değişiklik olmamaktadır. Değişiklik sadece spekülatörlerin portföy dağılımındadır.

⁸² Halil Altıntaş ve Bülent Öz, "Para Krizlerinin Sinyal Yaklaşımı ile Öngörülebilirliği: Türkiye Uygulaması", **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 2007, Cilt:7-Sayı 2,s.21.

Paul Krugman 1982 yılında Maurice Obsfeld ile yazmış olduğu uluslar arası ekonomi adlı eserinde ödemeler dengesi krizlerini şekil yardımı ile aşağıdaki gibi açıklamaktadır.

Şekil 11: Ödemeler Dengesi Krizinin Ortaya Çıkışı

Şekilde (1) noktası para piyasasında dengenin gerçekleştiği yeri, (1¹)noktası ise döviz piyasasındaki dengenin gerçekleştiği noktayı göstermektedir. M¹ bu dengeyle tutarlı para arzını gösteren noktadır. Türkiye’de sık yaşadığımız bir durumu örnek vererek, şekli daha anlaşılır biçimde açıklamaya çalışalım. Mesela cari işlemler dengesinde meydana gelen bir bozulma sonucunda, döviz piyasasında hükümetin devalüasyon yapacağına karşı bekleyişler ağırlık kazanmaktadır. Dolayısıyla devalüasyondan sonra yeni döviz kuru (E¹) geçerli döviz kurundan (E⁰) daha yüksek çıkması beklenmektedir. Geçerli döviz kuru hala E⁰ olduğundan, döviz piyasasının dengede

kalabilmesi (2^1) noktası veya bir diğer ifadeyle döviz kurunu (E^0) düzeyinde tutabilmek için, faiz oranlarının $R^* + (E^1 - E^0)/E^0$ 'a yükselmesini gerektirir. Bu durumda sadece bu yeni faiz düzeyinde yabancı mali varlıkların, yerli para cinsinden beklenen getirisine eşit olacaktır. Bu duruma göre yurtiçi faiz oranı ilkinde (R^*) düzeyinde kalması nedeniyle yabancı getirisinin altında kalacaktır. Bu getiri farklılığı döviz piyasasında döviz cinsinden olan varlıkların talebinde aşırılaşmaya neden olacaktır. Döviz kurunu sabit seviyesi olan E^0 düzeyinde tutabilmek için merkez bankasının döviz piyasasına müdahale ederek, piyasaya döviz satmaya gerekecektir. Bu durumda ekonomide para arzı azalacaktır. Böylece ekonomik para arzı yeterli düzeyde azaldıktan sonra, (M^2), faiz oranları $R^* + (E^1 - E^0) / E^0$ düzeyine yükselerek, para ve döviz piyasasında denge sağlanacaktır. Sonuçta devalüasyon beklentileri, ödemeler dengesi krizine yol açacak, rezervlerde ani düşüş meydana gelecek ve yurtiçi faiz oranları, yabancı faiz oranlarının üzerine çıkacaktır.

Krugman makalesinde ⁸³ makroekonomik modeli çeşitli varsayımlar altında aşağıdaki gibi formülize etmektedir. Modelde tek bir mal üreten küçük bir ülke olduğu varsayılmıştır. Mal fiyatı dünya piyasalarında belirlenmektedir. Bu nedenle satın alma gücü paritesi ⁸⁴kavramını kullanmaktadır. Satın alma gücü paritesine göre;

$$P = s P^* \quad (3.1)$$

Formülde P yurtiçi fiyat seviyesini, s döviz kurunu ve P^* yabancı fiyat seviyesini ifade etmektedir ve yabancı fiyat seviyesinin sabit olduğu varsayılmıştır. ($P^* = 1$) Bu durumun sonucunda iç fiyat seviyesi, döviz kurunca belirlenmektedir. Diğer bir varsayım da üretimin tam istihdam seviyesinde olmasıdır. Modelde fiyatlar ve ücretlerin de tam esnek olduğu varsayılır. Ödemeler dengesi yerine cari denge kavramı kullanılmıştır ve cari denge üretim ile harcamalar arası fark ile belirlenir.

⁸³ Paul Krugman, "A Model Of Balance Of Payment Crisis ", **Journal of Money, Credit and Banking**, Augst,1979, Vol.11.No.3.pp. 311-325.

⁸⁴ Satınalma Gücü Paritesi: ülkeler arasındaki fiyat düzeyi farklılaşmasını ortadan kaldıran para birimi dönüştürme oranıdır. Eldeki toplu bir para parite oranı ile farklı bir para birimine dönüştürüldüğünde, tüm ülkelerde aynı sepetteki mal ve hizmetler satın alınabilir. Gustave Cassel tarafından ortaya atılmış bir kavramdır.

$$B = Y - G - C(Y - T, W) \quad C_1, C_2 > 0, \quad (3.2)$$

Yukarıdaki formülde B reel cari dengeyi, G reel kamu harcamalarını, T reel vergileri, W reel özel serveti, Y ise tam istihdam düzeyini ifade etmektedir. Varlık piyasasında ise yatırımcıların seçebilecekleri iki seçenekleri vardır. Bunlar yerli ve yabancı paradır. Her iki seçenekte de nominal faiz sıfırdır. Hane halkının (yurtiçi yerleşikler) reel servetleri toplamı, reel yerli para ve reel yabancı paranın değerleri toplamıdır.

$$W = M / P + F \quad (3.3)$$

Modelde son basitleştirici varsayıma göre, yabancılar portföylerinde yabancı para bulundurmamaktadırlar. Tutulan yerli para miktarının, servetin belli bir oranı olduğu varsayımı altında portföy dengesi;

$$M / P = L(\pi) \cdot W \quad L_1 < 0 \quad (3.4)$$

π : beklenen enflasyon oranı, aynı zamanda döviz kurunun beklenen değer kaybıdır. π oluşumu tam dinamik analiz için önem arz etmektedir fakat modelin bu kısmında egzogen kabul edilmektedir. Modelde sabit ve

Dalgalı döviz kurları ele alınmaktadır. Serbest dalgalanan döviz kuru rejiminde merkez bankası hem döviz almaktan hem de döviz satmaktan kaçınmakta. Sabit döviz kuru rejiminde ise Merkez Bankası sabit bir fiyattan yerli ve yabancı parayı değiştirmeye hazırdır. Kısa dönemli analiz yapılması akıllara Keynes'in miyop ekonomi eleştirilerini getirmektedir. Krugman esnek kur rejiminde dinamik dinamik davranışlar şu şekilde açıklanmaktadır.

Eğer hükümetler döviz kurunu peg⁸⁵ etmezlerse, döviz kuru farklı nedenlerle değişiklik gösterir. Bunlardan bazıları hane halkının dövize kayması ve enflasyon beklentilerinin değişmesidir. Modelde para yaratmanın hükümetin finansman

⁸⁵ Peg, bağlama, çiviyle mıhlamak anlamına gelen İngilizce bir kelime. Ekonomide bir ülkenin kendi parasını bir başka ülkenin parasına bağlaması anlamında kullanılıyor. Ayrıntılar için bkz. Mahfi Eğilmez, Radikal Gazetesi, 11 Mayıs 1999, peg

ihtiyacına göre yapıldığı varsayılır. Kamu açığının olduğu durumlarda söz konusu açık piyasaya para sürülerek karşılanacaktır. Böylelikle stokun büyümesi,

$$\square \quad M/P = G - T \quad (3.5)$$

Kamu açığı ve hükümet harcamaları, para arzının belli bir oranı olacaktır. Bu oran sabit olacak şekilde ayarlanmaktadır. Formüldeki M/P ye m dersek, $G-T=g \cdot m$ eşitliğini sağlayacak şekilde ayarlandığı söylenebilir. (g sabit) . Bu durumda reel balanslar enflasyon artışı oranında değişiklik gösterecektir.

$$\dot{m} = \dot{M}/P - (M/P)(\dot{P}/P) \quad (3.6)$$

$$= (g - \dot{P}/P)m.$$

esnek kurda, diğer ülkelerle mal değişimi sonucu yabancı para tutumu belirlenmektedir. Yani döviz birikimi cari dengeye bağlıdır.

$$\square \quad F = B = Y - G - C(Y - T, W) \quad (3.7)$$

Sonunda Krugman enflasyonist beklentilerle ilgili soruya ulaşmakta. Bu göze alınması gereken önemli bir tartışma konusudur. Özellikle söz konusu makalede Krugman enflasyonist beklentilerin tam (mükemmel) öngörü (perfect foresight) ile belirlendiğini belirtmektedir.

$$\pi = \square \quad \dot{P}/P \quad (3.8)$$

Sistemi tümü ile analiz etmek için P/P' yi elimine etmek ile işe başlanmaktadır. (4) no'lu portföy denge koşulu hatırlayalım. Bu koşulu tam öngörü ile birleştirirsek, reel balanslar, yabancı para tutma ve enflasyon arasındaki aşağıdaki fonksiyonlara ulaşırız.

$$\frac{\dot{P}}{P} = \pi(m/F), \pi < 0 \quad (3.9)$$

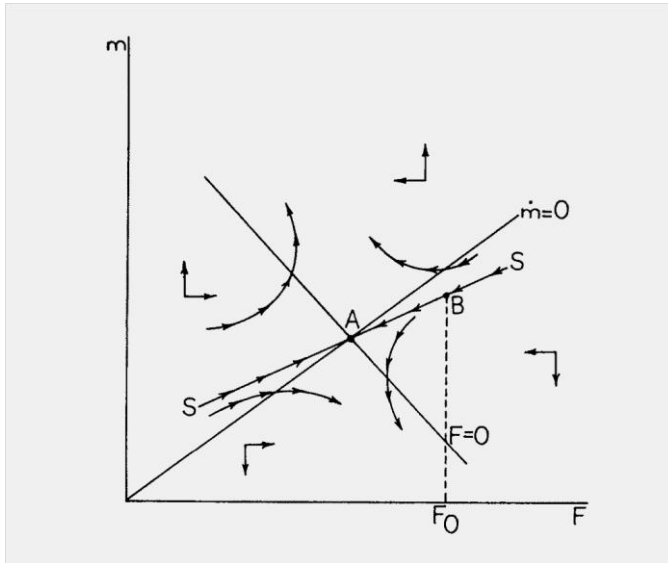
Üstteki numaralı portföy denge koşulunun türevi için, yurtiçi yerleşiklere düşük enflasyon ortamında yüksek bir kazanç edilmesinin teklif edilmesi durumunda ellerinde tuttıkları yerel para miktarını arttırmayı tercih edeceklerdir.

Geçmişini yerine koyarak, m ve F değişkenleri için dinamik bir sistem ele alalım.

$$\dot{m} = [g - \pi / F] m \quad (3.10)$$

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

Krugman söz konusu dengeyi şekil (10) aşağıdaki şekilde oklar ile göstermektedir.



Şekil 12: Esnek kur oranı ile dinamik davranış

Dinamik sistemde dikkat edilmesi gereken iki husus vardır. İlk olarak, eğer yerel alıcıların tuttıkları varlıklarını bilirse döviz kuru belirsiz olur. Herhangi bir gelişigüzel başlangıç fiyatı için M ve F noktaları verilir. İkinci nokta ise sistemin bıçak sırtı istikrarsızlığını gösterir. Bu sadece durağan durumu yakınsama için bir yoldur. Eğer başlangıç döviz kuru, sistemi yol üzerinde yerleştirmek için seçilmemişse, sistem durağan durumdan daha uzağa doğru ayrılacaktır. Şekil (12) de ekonominin daima sabit kurda SABS olduğu farz edilmektedir. Eğer yabancı paranın

ilk konumu F_0 ise fiyat düzeyi ekonominin B noktasındaki ilk pozisyonu ile yerel para arzını M_0 uyum gösterecektir. O zaman sistem azar azar A'ya yakınsayacaktır.

Reel para arzının pozitif olarak yabancı para stokuna bağlı olduğu ve para nominal stokundan bağımsız olduğuna dikkat edilmelidir. Diğerleri eşittir, öyleyse fiyat düzeyi para arzı ile orantılıdır ve F ile negatif ilişkilidir. Sabit SABS' nin denklemleri olarak;

$$\begin{aligned} P &= M \cdot G(F) \\ G_1 &< 0 \end{aligned} \quad (3.11)$$

yazabiliriz.

Buraya kadar geldiğimiz noktada esnek kur sisteminde, bıçak sırtı denge de olsa istikrarlı bir denge gösterilmektedir. Fakat sabit kur rejiminde durum farklıdır.⁸⁶ Şimdi Krugman'ın söz konusu makalesinden sabit kur oranı ile dinamik işleyişi incelemeye devam edelim. Söz konusu makalede devletin (merkez bankasının) yabancı para stokuna (R) sahip olduğu ve bunun kur sabitlemek için kullanıldığı varsayılmakta. Özel sektör sadece gelirinden daha az harcayarak varlık elde edebilir. Özel tasarruflar, harcamalar üzerinde özel gelir fazlası olarak tanımlanırsa

$$S = Y - T - C(Y - T, W) \quad (3.12)$$

Şu halde bütçe doğrusundan ve fiyat düzeyinin sabitliğinden biliyoruz ki;

$$\frac{dW}{dP} = \frac{M}{P} + F = S \quad (3.13)$$

Fakat kişisel tasarruflar $\alpha S / \alpha W = - C_2 < 0$ ile birlikte, özel varlıkların sırasıyla işlevidir (fonksiyonudur) bu yüzden (13) W ' deki diferansiyel eşitliği ve $\alpha S / \alpha W$ negatif ve durağandır. Tasarruflar yerli ve yabancı para arasında nasıl dağıtılıyor? Balans koşul portföyüne göre saptanıyor (4) . Yatırımcı hükümetin fiyat seviyesinde istikrarı sağlamayı sürdüreceğini inandığı süreç, π sıfır olacak ve servet ile para tutma arasında kararlı yani sabit bir ilişki olacaktır. Varlık (servet) durumunda bir

⁸⁶ Gökhan Karabulut, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, İstanbul, Der Yayınları, 2006, s. 92.

değişiklik söz konusu olduğunda , oran L yerli para tarafından tahsis edilecek ve 1-L, yabancı paraya aşağıdaki denklemi yazarız.

$$\bar{M} / \bar{P} = LS$$

$$\bar{F} = (1 - L)S \quad (3.14)$$

Hükümet kendi bütçe açığını (G – T) ya para basarak ya da (R) yabancı para rezervlerini kullanarak kapatabilir. Bütçe açıkları genelde 3 yolla finanse edilebilir. Bunlar dış borçlanma yolu, iç borçlanma yolu ve merkez bankasından kredi alarak.⁸⁷Böyle bir durumda hükümet bütçe kısıtı şu şekilde yazılabilir.

$$M / P + R = G - T = g \cdot (M / P) \quad (3.15)$$

Hükümet döviz kurlarının askılamaktadır. Bunun yanında bütçe açığını ne yolla finanse edeceği konusunda bir kontrolü yoktur. Hükümet eğer özel sektörün tutmayı arzu ettiği miktardan daha fazla parayı piyasaya sürerse, bu para yatırım yerine döviz alımında kullanılabilir.

"...Gereğinden fazla ne demek? Şu: Ekonomik birimlerin talep ettikleri bir para miktarı var. Günlük harcamaları (dolayısıyla gelir düzeyleri), enflasyon, faiz gibi değişkenlerce belirleniyor bu miktar. Basitçe şöyle: Gelirim ne kadar çoksa, o kadar fazla harcama yapıyorum; daha fazla para tutmaya ihtiyacım var. Fiyatlar giderek artıyorsa (enflasyon varsa) satın almak istediğim mal miktarı değişmeyecekse, tutmam gereken para miktarı da artıyor; çünkü o malların fiyatları yükseliyor. Faiz artıyorsa da paramı daha çok tahvil ya da benzeri mali ürünler olarak tutmak istiyorum, paraya olan talebim düşüyor. Bizim gibi "sabıkası kabarık", yani geçmişte düzgün ekonomik politikalar uygulamamış ve yüksek enflasyon yaratmış ülkelerde başkalarının bastığı para kullanımı yaygınlaşıyor. Enflasyon yükseliyorsa, yani fiyat artışı hızı artıyorsa, cebimde ya da vadesiz hesapta lira tutmak pek akıllı bir iş olmuyor. Cebimde tuttuğum para ile satın alabileceğim mal miktarı artan fiyatlarla azalıyor çünkü. Bu durumda dolar tutmaya başlıyorum. Giderek alışverişlerde dolar kullanımı yaygınlaşıyor. Hatta ev kiralari, araba fiyatları, bazı ücretler özel okul ücretleri falan dolar cinsinden belirlenmeye başlıyor. Borçlanma da dolar cinsinden yapılıyor. Bu tür

⁸⁷ Fatih Özatay, **Finansal Krizler ve Türkiye**, İstanbul, Doğan Kitap, Aralık 2009, s. 34.

ülkelerde para talebini döviz kuru da etkiliyor. Kur yüksekse, daha yükseleceğini bekliyorsam lira talebim (para talebim) azalıyor, dolar talebim artıyor."⁸⁸

Sonuç olarak bütçe açıklarının olduğu bir ekonomide, rezervler özel sektörün ilaveten yerli para tutma gönüllülüğüne bağlıdır.

$$R = - (G - T) + LS \quad (3.16)$$

İlginç olan nokta, rezerv oranlarındaki kayıp, hiçbir şekilde ticaret dengesiyle birebir ilişki içinde olmamasıdır. Bu durumu (16) no'lu denklemde açıkça görülmektedir.

3.1.1.Rezerv Seviyesi ve Spekülatif Atağın Zamanlaması

Birinci nesil kriz modeline göre rasyonel davranan ekonomik birimler spekülatif ataklar gerçekleşmeden, rezervlerin eriyeceğini, sistemin çökeceğini ve sonunda bir krizin kaçınılmaz olduğunu kestirmektedirler. Bu tür rasyonel düşünceler krizin normal zamanından önce olmasına da neden olabilmektedirler. Çünkü sistemin çökeceğini öngören spekülatörler döviz alım eğilimine girecekler ve merkez bankası rezervlerinin daha çabuk erimesine neden olacaklardır.⁸⁹

"Krugman'ın çöküş zamanını bulmak için başvurduğu yol ilginç bir fikre dayanıyor. Kurduğu modeli hem sabit kur altında çözüyor, hem de ekonomi sanki dalgalı kur rejimindeymiş gibi. Fikir şu: Tam çöküş zamanında sabit kur rejimindeki döviz kuru, dalgalı kur rejimindeki döviz kuruna eşit olmalı. Akılcı davranan spekülatörlerin olduğu ve ellerindeki tüm bilgiyi kullandıkları bir ekonomide aksi olamaz çünkü. Neden olamaz? Olduğunu düşünerek bu soruyu yanıtlıyor. İki alternatif var. Birincisi, çöküş zamanındaki kur çöküş öncesi yürürlükte olan sabit kurdan düşük olamaz. Bu durumda spekülatörler daha yüksek kurdan (sabit kurdan) döviz almış ve zarar etmiş olurlar. Bu akılcı bir davranış değil açıkçası, ikincisi, çöküş anındaki kur sabit kurdan daha yüksek olamaz. Bu kullanılmamış bir kar olanağı demek. Böyle bir olanak varsa akılcı davranan spekülatörlerin daha önce döviz hücüm etmeleri gerekirdi. Bu durumda geriye tek alternatif kalıyor. Tam çöküş anında her iki döviz kuru da birbirine eşit olmak zorunda."⁹⁰

⁸⁸ Özatay, a.e., s.33-34.

⁸⁹ Pierre-Richard Agénor, Jagdeep S. Bhandari, Robert P. Flood, "Spekülatif Ataklar ve denge modelleri of Balance of Payments Crisis", s.3. (çevirimiçi)http://www.nber.org/papers/w3919.pdf?new_window=1, Erişim Tarihi, 10.02.2010

Bu modelde krizin baş sorumluları pasif durumdaki hükümet ve sürdürülemez makro ekonomik politiklardır.

3.1.2.Birinci Nesil Krizlere örnek olay 1:1980 Latin Amerika Krizleri

3.1.2.1.1982 Meksika Krizi

1982 yılında Latin Amerika ülkelerinin dolar ağırlıklı borçları yüzünden yaşadıkları kriz, para krizlerine verilebilecek önemli örneklerden biridir. Birinci nesil modellerle ile açıklanan bu krizlerin asıl kaynağı Meksika idi. Daha sonra kriz hızlı bir şekilde diğer Latin Amerika ülkelere yayılmıştı.

"Meksika, yüksek faiz oranları, vergi cennetleri, sözde politik ve döviz kuru istikrarı peşinde tüm dünyada akıp duran aşırı miktarda, çok oynak ve spekülâtif sermaye kitlesinin nelere neden olabileceğinin yaşayan örneğidir. Bu sermaye, tüm ülkeleri mevcut sermaye birikiminden de edip arkasında derin bir tahribat bırakarak çeker gider".⁹¹

Özellikle 1980 li yıllarda yaygınlaşan Neo-liberal politikalar Latin Amerika ülkelerini etkisi altına almıştır. O yıllarda Latin Amerika Ülkeleri için en büyük problem, yüksek borç yükü, yüksek enflasyon ve belirsizlikti. Özellikle o yıllarda uluslar arası faiz oranlarındaki artış, Latin Amerika ülkelerinin dış borç alma maliyetlerini de arttırmaktaydı.

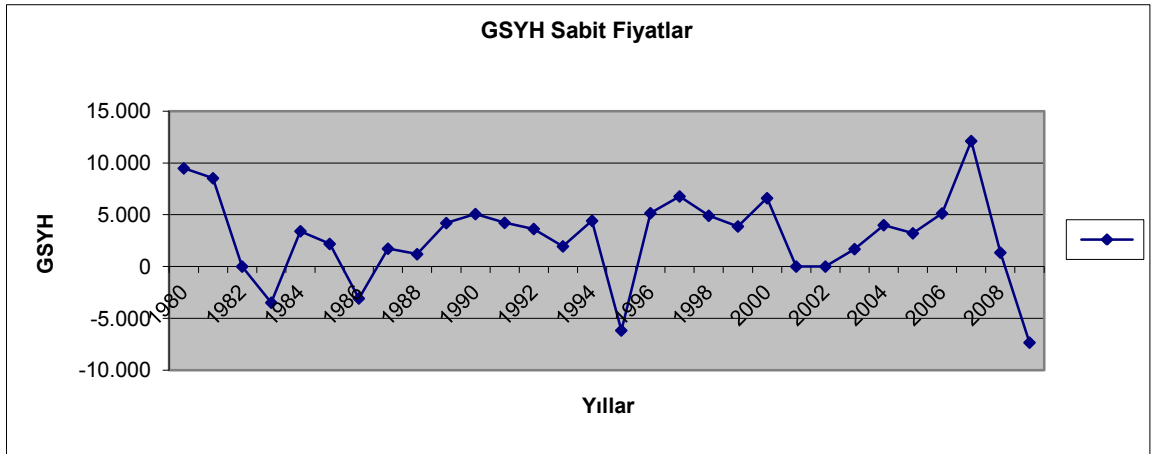
"...1980 öncesinde Latin Amerika ülkelerinin birçoğunda görülen yüksek enflasyon ve aşırı değerlenmiş ulusal paralar, kişileri tasarruflarını değişik finansal aktifler arasında paylaşmak yerine, döviz cinsinden tutmaya sevk etmiştir. Ayrıca mevduat munzam karşılıklarının çok yüksek oranlarda olması ticari bankaların özel sektörün yatırımlarını finanse etmesini engellemiştir. Latin Amerika ülkelerinin birçoğunda menkul kıymet borsaları da 1980 öncesinde bürokratik engellemeler nedeniyle gelişmemiş ve 1980'li yılların ortalarına kadar hisse senetlerinin piyasa eğeriindeki düşüş sürmüştür."⁹²

⁹⁰ Özatay,A.g.e.,s.38.

⁹¹ Hayri Kozanoğlu, "Meksika'da Kriz", **Birikim Dergisi**, Ankara, sayı 75, Temmuz 1995, s.56.

⁹² Bülent Güloğlu ve A.Ender Altunoğlu, "Finansal Serbestleşme Politikaları Ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya Türkiye Krizleri", **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilimler Fakültesi Dergisi**, İstanbul, Ekim 2007, N0:27, s.110.

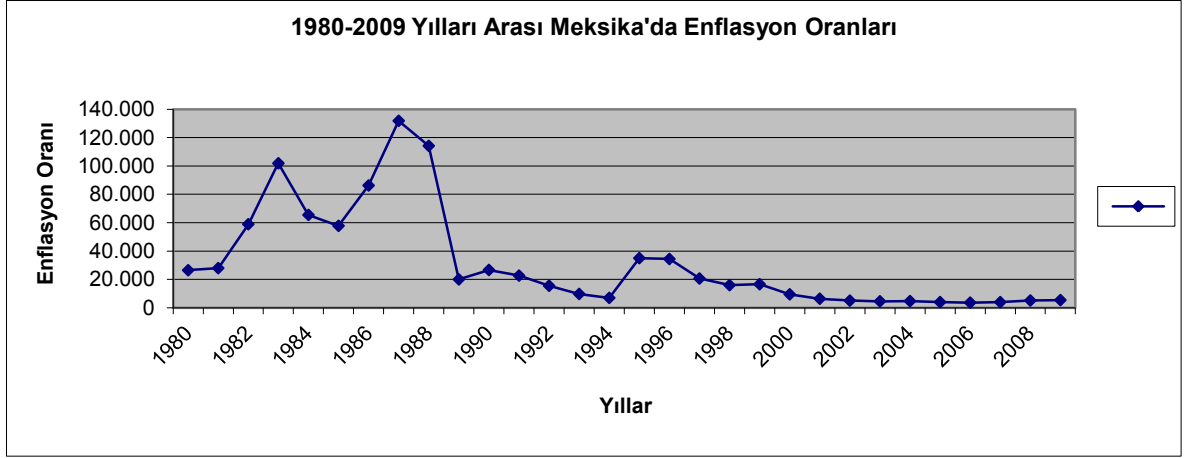
Meksika’da 1980’li yıllarda devletleştirilen işletmelerin Gayrisafi yurtiçi hâsılaya oranı 18.5 seviyelerindeydi ve söz konusu işletmelerde çalışanlar nüfusun yaklaşık % 10 u kadardı. Özellikle devletleştirilen işletmelere Uluslar arası petrol şirketi (PEMEX), havayolu şirketleri (Aeromexico ve Mecicana), Uluslar arası telefon ve iletişim şirketi (TELEMEX),şeker rafineri şirketleri ve oteller verilebilir. 1981’in ortalarında Meksika’da özellikle benzin fiyatlarının düşmeye başlaması ve ABD reel faizlerindeki artışlar nedeniyle sabit kur sistemi daha değerli hale gelmiştir. Hükümetin sabit döviz kuru sistemini sürdürme çabası sonuçsuz kalmış olup, ülkedeki rezervlerin tükenmeye başlaması ile Meksika’da 1982 yılında hükümet yerli parayı % 26 devalüe etmiştir.⁹³ Aşağıda Meksika ekonomisinin 80’li yıllardan günümüze çeşitli ekonomik göstergeleri grafiklerle gösterilmektedir.



Grafik 5: Meksika’nın 1980-2009 yılları arası sabit fiyatlarla GSYH

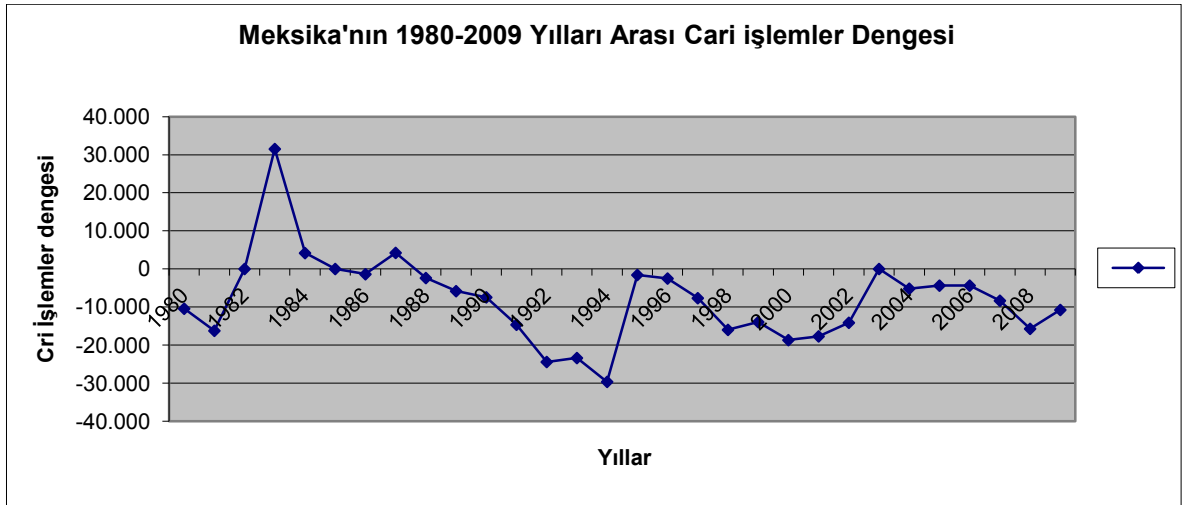
Kaynak: http://www.indexmundi.com/mexico/gdp_real_growth_rate.html sayfasından tarafımca derlenmiştir.

⁹³ David M. Gould, “Mexico’s Crisis: Looking Back To Assess The Future”, **Federal Reserve Bank of Dallas**, 1995,s.5.



Grafik 6: Meksika'nın 1980-2009 Yılları Arası Tüketici Fiyatları İle Enflasyon Oranları

Kaynak: [http://www.indexmundi.com/mexico/inflation_rate_\(consumer_prices\).html](http://www.indexmundi.com/mexico/inflation_rate_(consumer_prices).html) sayfasından tarafımca derlenmiştir.



Grafik 7: Meksika'nın 1980-2009 Yılları Arasında Cari İşlemler Dengesi

Kaynak: http://www.indexmundi.com/mexico/current_account_balance.html adresinden tarafımca derlenmiştir

Grafik (5), grafik (6) ve grafik (7) de Meksika'nın söz konusu yıllar arasında geçirdiği krizler açıkça anlaşılabilmektedir. İleriki bölümlerimizde Latin Amerika'da meydana gelen tüm krizler ayrıntılı bir şekilde ele alınacaktır. Konumuz gereği 1980-1983 yıllarına bakıldığında Grafik (5) de GSYH nin ciddi anlamda düşüş göstererek – 5 lere indiği görülmektedir. Aynı dönemde krizin etkisi ile enflasyon oranlarının

durağan bir seyir izlediği ve cari işlemler dengesindeki açığın büyüdüğü de gözden kaçmamaktadır. Yine tablo (3)te bazı seçilmiş Latin Amerika ülkelerinden sermaye çıkışlarını görebilmekteyiz.

	1979	1980	1981	1982	1983	1984
ARJANTİN	2,2	3,5	4,5	7,6	1,3	-3,4
BREZİLYA	1,3	2	-1,4	1,8	0,5	4
MEKSİKA	-1,1	2,2	2,6	4,4	9,3	2,6
VENEZUELA	3	4,8	5,4	3,2	3,1	4

Tablo 3 :Seçilmiş bazı Latin Amerika Ülkeleri’nden 1979-1984 yılları arasındaki sermaye çıkışları (milyar \$)

Kaynak: Latin Amerika ülkelerinin resmi internet sitelerinden tarafıma derlenmiştir

Krugman tarafından geliştirilen birinci nesil modeller birçok yönden eleştirilmiştir. Krugman’ın ileriki yıllarda meydana gelen krizleri daha farklı şekilde açıklaması bu eleştirileri destekler niteliktedir. Finansal krizler ile onları doğuran ekonomik yapı ve koşulları irdeleme avantajına karşın Birinci Nesil Modeller, hükümeti pasif bir aktör olarak görmeleri ve beklentilerin etkisini ihmal etmeleri nedeniyle eleştirilmiştir.⁹⁴ Bu ilk modeller, sadece 1973 -1982 yılları arasında ortaya çıkan para krizlerini açıklayabilmiştir. Ülkemizde 2001 yılında meydana gelen ve köklü finansal reformlara neden olan ekonomik krizde de bu modellerle ortak noktalar bulunmaktadır. Fakat bu modelin söz konusu krizleri tam olarak açıklayamaması nedeniyle yeni modeller geliştirilmiş ve bu modellere kendi kendini yaratan-besleyen modeller veya ikinci nesil modeller denilmiştir.

3.1.2.2.Birinci Nesil Krizlere Örnek Olay 2: 1994 Türkiye Krizi

Türk iktisat tarihinin en önemli krizlerinden biri olan 1994 krizi 4.2 milyar dolar net sermaye çıkışı, % 400 ü aşan hazine bonosu faizleri, % 121 e çıkan TEFE ve % 106 lara çıkan TÜFE oranı ile Türk ekonomisini derinden etkilemiştir. Bu kriz sonucunda 500 000 kişi işsiz kalmıştır. 1994 Krizi Türkiye’nin küresel özellik taşıyan ilk krizidir. Banka paniği örneğine en uygun krizlerden biri olma özelliğiyle de dikkat çekmektedir.

⁹⁴ Üzeyir Aydın ve Oğuz Kara, “Krizlerin Türkiye Ekonomisine Etkisi: Geleceğin Öngörüsüne Yönelik Bir Deneme”, **İzmir 2.Ulusal İktisat Kongresi**, 20-22 Şubat 2008,Dokuz Eylül Üniversitesi.

3.1.2.2.1 1994 Krizini Hazırlayan Etmenler ve Krizin Gelişimi

1994 Krizinin esas nedenlerine bakıldığında kamu kesimi finansman açığı ve cari açık ikilisinin krizin en önemli nedeni olduğunu söyleyebiliriz. Bununla birlikte 1994 öncesi yaşanan Körfez Savaşı, ERM Krizi, dış finansman şartlarının daha riskli ve kırılgan hale gelmesini beraberinde getirmiştir. Yurt içinde ekonominin ana göstergelerindeki zayıflık, kısa vadeli finansal sermayenin meydana getirdiği iç ve dış finansman olanaklarının kamu kesiminde keyfi olarak kullanılması, kamu açığının devamlı artması ve açığın sürdürülemez duruma gelmesi krizin diğer ana nedenleridir.⁹⁵

1983-1994 dönemindeki bankacılık krizinde banker iflaslarının yarattığı sarsıntı ve geri dönmeyen kredilerin yüksek faizler nedeniyle artmış olması etkili olmuştur. İstanbul Bankası T.A.Ş., Hisarbank A.Ş. ve Ortadoğu İktisat Bankası A.Ş. T.C Ziraat Bankası'na devredilmiştir. Devre ilişkin 24 Kasım 1983'te yayınlanan Bakanlar Kurulu Kararı'nda söz konusu bankaların her türlü taahhüt ve yükümlülüklerinden kaynaklanacak borçların Ziraat Bankası'nın güvencesi altında olduğu, görevlendirmeden doğacak zararın Hazine tarafından karşılanacağı açıklanmıştır. Ziraat Bankası'na bu görevlendirmeden dolayı doğacak ödemeler dolayısıyla gerekli mali desteğin Fon tarafından sağlanacağı belirtilmiştir. Aynı yıl İşçi Kredi Bankası T.A.Ş. ve bir yıl sonra Bağcılar Bankası A.Ş. bankacılık yapma işlemleri ve mevduat kabulü kaldırılmıştır. Sigorta fonu tarafından karşılanacak tasarruf mevduatlarının ödenmesi için Vakıflar Bankası T.A.O' na yetki verilmiştir. Çaybank A.Ş. nin bankacılık yetkisi kaldırılmıştır. 1992 de Öğretmenler Bankası T.A.Ş., Halkbank ile, Denizcilik Bankası ise Emlak Bank ile birleştirilmiştir. 1994 yılında Marmara Bank ve İthalat ve ihracat Bankasının işlem yapma yetkileri kaldırılmıştır.

Kriz öncesi 1991-1993 döneminde Türkiye'nin faiz dışı bütçe açığının % 6.5 oranında artması kamu borç stoku artışını beraberinde getirmiştir. Bununla birlikte aynı dönemde kamu faiz dışı bütçe açığındaki artış, reel iş gücü maliyetindeki artış,

⁹⁵Pierre-Richard, *Agénor*, John McDermott ve Murat Ucer, “Fiscal Imbalances, Capital Inflows And the Real Exchange Rate: The Cost of Turkey”, **IMF Working Papers**, 1996, pp.28.

ulusal paranın reel olarak değeri, kısa vadeli dış yükümlülüklerdeki artış, cari açığın artması finansal krizi beraberinde getirmiştir.

Türkiye’de ciddi anlamda iç borçlanma programının uygulanması ve tahvil/bono ikinci piyasasının aktif olması 1989 sıcak para paketi çerçevesinde gerçekleştirildi. O dönemde iç borç/GSMH oranı % 6 civarındaydı. Aynı zamanda bütçe faiz ödemeleri toplam harcamaların %20 si kadardı. Üç yıl içinde iç borç/GSMH oranı % 17 ye yükselmişti. Reel faizlerin çok yüksek olması istihdam ve büyüme rakamlarını olumsuz etkiliyordu. Bu durumdan kurtulmak isteyen dönemin başbakanı, yüksek olan bono faizlerle mücadele etmek amacıyla iki bono ihalesine müdahale etti. Fakat burada sermaye hareketlerinin serbest olduğu ve bütçe açıklarının önemli kısmının sıcak para ile finanse edildiği göz ardı edilmişti. O dönemin Türkiye’inde yabancı parayı ülkeye çeken hazine bonosu faizlerinin yüksekliği ve döviz-kur arbitrajının yarattığı yüksek kazanç fırsatıydı. Bu durum TL nin değerlenmesini beraberinde getirmiştir. Amaçlanan politikanın kurların değer kaybetmesine izin vermek ve faiz oranlarını düşürmeye çalışmaktı. Fakat Ekonomik rasyonelliğe uymayan çift nominal çıpa sağlama girişimi amacına ulaşamamıştır.

Özellikle 1993 yılında % 12 lere yükselen kamu açığı / GSMH düşük faiz politikasının gerçekleşmesini engellemiştir.

Kamu Kesimi Borçlanma Gerçekleşmeleri								
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
KKGB	4,8	5,3	7,4	10,2	10,6	12	7,8	5,4
Net İç Borçlanma	2,7	4,5	6,5	9,8	9	10,6	9,6	6,3
Net Dış Borçlanma	2,1	0,8	0,9	0,4	1,6	1,4	-1,8	-0,9

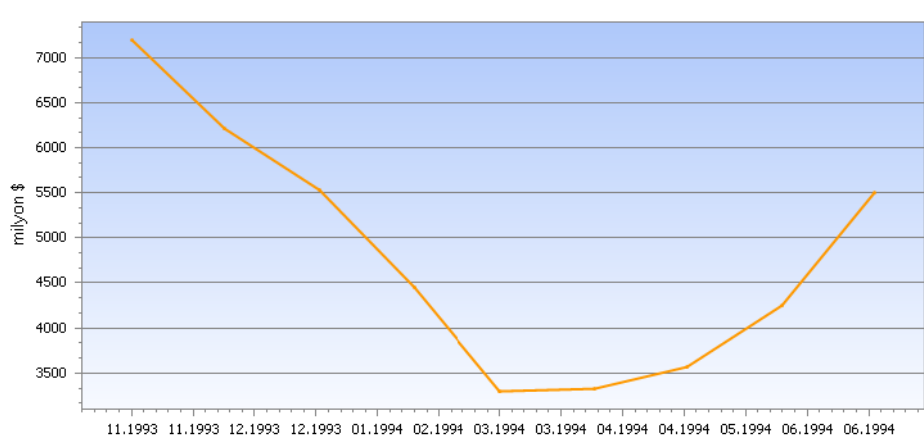
Tablo 4: Türkiye’nin Kamu Kesim Borçlanma Gerçekleşmeleri (1988-1995)

Kaynak: DPT

Tablo (4) de izlediğimiz gibi 1988 yılına göre kriz dönemi olan 1994 yılında iç borçlanma gereksinimi 5 kat artmıştır. Kamu açıklarının artışına paralel olarak artan talep büyüme artışını kamçulamıştır. Talepteki bu artışın en büyük yan etkisi dış ticaret dengesi üzerinde olmuştur. Dış ticaret açığı krizden bir yıl önce 14 milyar dolara yükselmiştir. Dış dengenin bozulmasına etki eden diğer bir etmen ise

uygulanan kur politikası olmuştur. Özellikle 1989 yılında sermaye hareketlerini serbestleştiren Türkiye, yurt dışından gelen yabancı sermaye ile TL'nin değer kazanmasına engel olamamıştır. Bu durumda dış açığın artışı büyüyerek devam etmiş ve faiz-döviz makası büyüdükçe büyümüştür. Krizler için önem arz eden kısa vadeli dış borç stoğu da yükselmiştir. 1993 yılına gelindiğinde 19 milyar dolar kısa vadeli borç stoğu ve 67 milyar dolar toplam dış borç stoğu ile kriz kendini göstermeye başlamıştır.

Ülkede dış borç stokundaki bu artışların yanında artan iç borç stoklarının daha da artmasının engellenebilmesi için ihale iptalleri yoluna gidilmiştir. Bununla da kalınmayıp iç borçlanma miktarlarına sınırlamalar ve ilave vergiler getirilmiştir. İhale iptalleri paniklemelere yol açmıştır. Hazine'nin TCMB'ndan kullanabileceği kısa vadeli avansların arttırılması iç borçlanma tutarını giderek düşürmüştür. Bu durumun sonucunda artan piyasada likidite fazlası oluşmuştur. Faiz düşürme politikası kapsamında TCMB, bankalararası para piyasası işlemlerinin faiz oranlarını yükseltmiştir. Piyasada kalan likidite de kriz beklentilerinin etkisi ile dövizle yönelmiştir. Böylece Ocak 1994'de TL, yabancı paralar karşısında % 14 oranında devalüe edilmiştir. Yerli paradaki bu değer kaybetişler, kur-faiz makasını kapatmış, paniğe kapılan bankalar açık pozisyonlarını kapatmaya yönelmişler ve bu durum TCMB rezervlerinin hızla erimesine neden olmuştur.

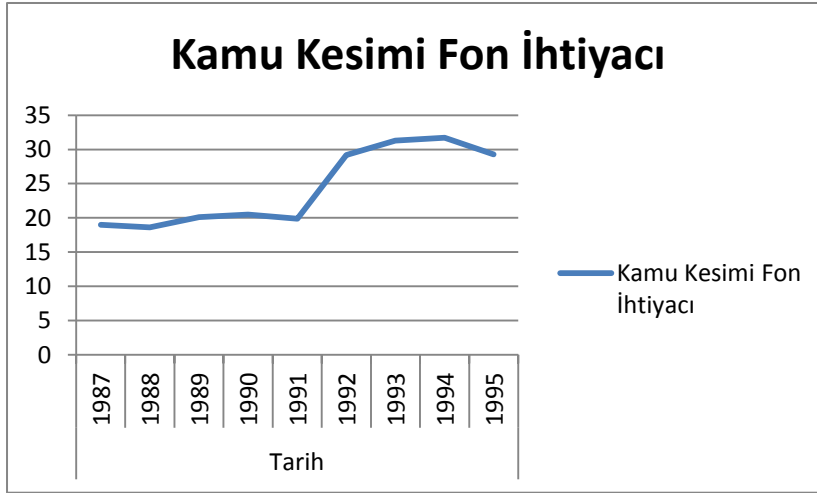


Grafik 8: TCMB Rezervleri (Kasım 1993-Haziran 1994)

Kaynak: TCMB

Grafik (8) de rezervlerin erimesi izlenebilmektedir. Özellikle Mart ve Nisan 1994'te rezervlerdeki azalış dikkat çekicidir. Baskı altında tutulan döviz kurları serbest piyasada yükselirken, yabancı sermaye çıkışlarıyla birlikte döviz rezervleri hızla erimeye başlamış, TCMB rezervleri Kasım 1993 tarihinde 7.2 milyar dolar seviyesindeyken, 8 Nisan 1994 tarihinde 3 milyar düzeyine inmiştir.⁹⁶ Ocak 1994 tarihine kadar piyasaya müdahalede geç kalan TCMB, bu tarihte piyasalara müdahale ederek gecelik banka faizlerini rekor sayılabilecek düzeylere yükseltmiştir. Çift çıpa sağlama hedefinden vaz geçilmiştir. Reel büyüme 1993 yılında %8.1 den 1994 yılında - % 6 ya kadar gerilemiştir. TEFE % 120 ye kadar yükselmiştir.

Kamu kesiminin 1980'li yılların sonlarından itibaren giderek artan fon ihtiyacı çoğunlukla, iç mali piyasalardan borçlanarak karşılandığı için özel kesimden kamu kesimine kaynak aktarımı yaşanmıştır.(Crowding-out etkisi). Bu durum özel kesim yatırım harcamalarını engellenmesi problemini ortaya çıkarmıştır. Çünkü yatırım harcamalarına gitmesi gereken tutarlar cari harcamalarının finansmanında ve faiz ödemelerinde kullanılmıştır.



Grafik 9:Kamu Kesimi Fon İhtiyacı (1987-1995)

Kaynak:TUİK

Grafik (9) da artan kamu kesimi fon ihtiyacı 1993-1994 tarihlerinde tepe noktasına ulaşmıştır.

⁹⁶ Fatih Özatay, “1994 Krizinden Alınacak Dersler: Kamu İç Borç Yönetiminde Yapılan Yanlışlıklar ve Güven Bunalımı”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*,10(109), 1995,s.17.

Tarih	Kamu Kesimi Fon İhtiyacı	Devlet tahvili	Hazine Bonosu	Döviz End.Senet
1987	19	8,6	6,8	1,4
1988	18,6	10,8	5,6	0,9
1989	20,1	14,1	4,6	0,5
1990	20,5	15,2	4,4	0,2
1991	19,9	11	8,1	0,7
1992	29,2	18,7	9,1	1,3
1993	31,3	22	7,5	1,8
1994	31,7	12,3	16,1	2,1
1995	29,3	12,5	15,4	0,5

Tablo 5:Kamu Kesimi Fon İhtiyacı Detayları (1987-1995)

Kaynak:TUİK

Tablodan izlendiği gibi kamu kesimi fon ihtiyacının büyük bölümü hazine bonosu ve devlet tahvillerinden karşılanmaktadır.

3.1.2. 2. 2. 1994 Krizine Karşı Alınan Önlemler

1994 yılının ilk çeyreğinde ekonominin bir kriz eşiğine gelmiş olması, kalıcı önlemler içeren ve bozulan dengeleri kısa sürede yerine getirecek bir istikrar politikasının uygulanmasını gerekli kılmıştır. Bu amaçla hazırlanan 5 Nisan paketi kısa vadeli olarak enflasyonu düşürüp, mali piyasalarda ve döviz kurlarında dengeyi sağlamayı, orta vadede ise mali piyasalardaki istikrarsızlığın temel nedeni olan yüksek kamu açıklarına ve dış açığa kalıcı çözümler getirerek uzun vadede sürdürülebilir büyümeyi sağlamayı amaçlamıştır.⁹⁷

Her ne kadar hükümetin aldığı 5 Nisan kararları, kısa vadede olumlu gibi görünse de uzun vadede sağlıklı bir iyileşme olduğu anlaşıldı. 5 Nisan Kararlarını şu şekilde özetleyebiliriz:

- Kamu maliyesini kontrol edebilmek için harcamalar azaltılıp gelirlerin artırılması hedeflenmiştir. Aynı şekilde Merkez Bankası'nın kredilerinin sınıflandırılarak parasal genişlemenin kontrol edilmesi amaçlanmıştır. Faizler yükseltilmiş ve sıkı para politikaları hedeflenmiştir.

⁹⁷ Mehtap Kesriyeli, "1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri", **TCMB**, (Çevirim içi)<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/yay2.html>, s. 13, Erişim Tarihi 18.08.2012.

- İstikrar programı paralelinde memur maaşları nisan ayında arttırıldıktan sonra temmuzda sabit tutulmuş, ekimde ise cüzi miktarda arttırılmıştır.
- KİT ürünleri fiyatları önce arttırılmış, daha sonra 6 ay süre ile sabit bırakılmıştır. %32,7 oranında devalüasyon yapılarak günlük kur ilanı uygulamasına gidilmiş,
- Devletin ekonomideki payını küçülten önlemler alınmış, KİT'lerdeki uygulamaya paralel olarak tarım ürünleri destekleme alımları sınırlandırılmış,
- Gübre, enerji ve ulaştırma dışında sübvansiyonlar kaldırılmış,
- Dış ticaret serbestleştirilmiş, yabancı sermaye yatırımları teşvik edilmiş, kar transferlerine kolaylık sağlanmış,
- Yurtdışı müteahhitlik hizmetleri desteklenmiştir.
- İthalat kademeli olarak libere edilmiş, ihracat; vergi iadesi, düşük faizli kredi, imalatçı ihracatçılara ithal girdide gümrük muafiyeti, sektörlerle göre farklılaşan teşvik sistemi ile teşvik edilmiştir.

5 Nisan Kararları'nın ilk üç ve ilk altı aylık uygulama döneminde kısa vadeli amaçların tamamına ulaşılırken, orta ve uzun vadeli hedefler için aynı şeyi söylemek mümkün değildir. Kısa vadede Para ve döviz piyasaları hızla istikrara kavuşmuş, kur kontrol altına alınmış, cari işlemler açığı fazlaya dönüşmüş, bunun sonucunda uluslararası döviz rezervleri rekor düzeyde artmış ve kamu açıkları önemli ölçüde azalmıştır. Uluslararası rezervler hızla iyileşmiştir. 1994 yılının Ocak-Temmuz döneminde 1993 yılının aynı dönemine göre ihracat % 10.8 oranında artarak 9.2 milyar \$, ithalatise % 23 oranında gerileyerek 12.4 milyar \$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Böylece Nisan ayında 492 milyon \$ olarak gerçekleşen dış ticaret açığı Temmuz ayında 26.9milyon \$'a gerilemiştir. Cari işlemler hesabı Ocak-Mart döneminde 1.1 milyar \$ açıkvermişken, Nisan-Temmuz döneminde 2.2 milyar \$ fazla vermiştir. Mevduat faizlerinin Nisan-Haziran döneminde artması nedeniyle TL mevduatı artmış, Toplam TL Mevduatı / Döviz Tevdiat Hesapları oranı Nisan 1994'te % 63.4'e kadar düşmüş iken, bu oran yükselerek Temmuz ayında % 117.6 oranına ulaşmıştır.

Bu olumlu yanların yanında uzun vadede sürdürülebilir büyüme trendine girilememiştir. Üretim, istihdam ve ücretler üzerinde daraltıcı etkiler ilk aylarda

ortaya çıkmıştır. İmalatsanayii üretim endeksi hızla düşmüş ve Mayıs ayında endeks % 20.4 oranında azalmıştır. Ortalama maaş ve ücretler, fiyat artışlarının gerisinde kalarak reel olarak daralmış ve İç talebin daraltılması sonucu reel GSMH, 1994 yılında % 6 oranında azalmıştır. Fert başına düşen GSMH, 1993 yılında 3056 \$ iken, 1994 yılında 2161 \$'a düşmüştür. Tarım sektörü ticaret hadleri % 11.4 oranında gerilemiştir. Sıkı maliye politikası yeterince sürdürülememiş, ödünler verilmiştir. Bütçe açığının artışı kontrol edilememiştir. Sıkı para politikasına ilk aylar dışında devam edilememiş, Merkez Bankası döviz rezervlerindeki hızlı artıştan kaynaklanan parasal genişleme sterilize edilememiştir. Dönem boyunca net dış borç ödeyici konumunda olunması, istikrar sürecini olumsuz yönde etkilemiştir.

Kısa vadeli sermaye girişi, ithalatın finansmanı ve aynı zamanda kamu açıklarının iç borçlanma yoluyla kapatılması için kullanılmıştır. 1982-1993dönemine bakıldığı zaman iç borç stoku reel bazda % 254 oranında artmış, iç borç stoku/ GSMH oranı da % 18' e yükselmişti

	1989-1994	1994 Hariç
Kısa Vadeli Sermaye	-12	26
Portföy Yatırımları	93	59
Diğer Uzun Vadeli Sermaye	-19	-9
Doğrudan Yatırımlar	38	24

Tablo 6: Türkiye Ekonomisinde Net Sermaye Girişinin Net Toplam Sermaye Hareketleri içindeki Payları (%)

Kaynak: TCMB

1994 krizinin en belirleyici etkisi kısa vadeli sermaye hareketlerinde görülmektedir. 1994 kriz yılı hariç tutulduğunda kısa vadeli sermaye girişinin toplam sermaye hareketleri içindeki payı %26 iken krizin etkisi ile 1989-1994 döneminde toplam sermaye hareketlerinin %12' si kısa vadeli sermaye çıkışı olarak gerçekleşmiştir

Milyon USD						
	1989	1990	1991	1992	1993	1994
MERKEZ BANKASI	799	855	557	572	667	828
BANKER KREDİ	35	51	0			
MUHABİR AÇIKLARI	30	24	3	2	1	5
KREDİ MEKTUPLU DTH	733	695	553	569	666	823
DÖVİZE ÇEV. MEVDUAT & DİĞER	1	85	1	1	0	0
BANKALAR	3.118	5.373	5.216	7.157	11.127	4.684
DÖVİZ KREDİLERİ	1.057	2.093	2.787	5.132	8.696	2.241
DÖVİZ TEVDİAT HESABI	1.443	1.804	1.906	1.708	1.903	1.970
BANKA MEVDUATI	618	1.476	523	317	528	473
YTL CİNSİNDEN MEVDUAT						
DİĞER SEKTÖRLER	1.828	3.272	3.344	4.931	6.679	5.675
TİCARİ KREDİLER	1.109	1.532	1.990	3.575	5.850	5.020
İTHALAT BORÇLARI	891	1.386	1.504	2.630	4.762	3.772
PREFİNANSMAN&PEŞİN İHRACAT	218	146	486	945	1.088	1.248
DİĞER KREDİLER	719	1.740	1.354	1.356	829	655
KAMU			281	400	65	36
ÖZEL			1.073	956	764	619
TOPLAM	5.745	9.500	9.117	12.660	18.473	11.187

Tablo 7: Kısa Vadeli Dış Borç stoğu

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Büyüme hızında görülen istikrarsızlık iç dengesizliği ve belirsizliği arttırırken talepteki artış dış dengeyi bozmuştur. 1992 yılında 8,2 milyar USD olan dış ticaret açığı 1993 yılında 14,2 milyar USD' a yükselmiştir. Bu bozulmadaki asıl sebep uygulanan kur politikasıdır. Döviz kurunu değerli tutma politikası, döviz kurlarının enflasyonun altında seyretmesi sonucunu doğurmuş, dış açık daha da artarken faiz-döviz kuru makası da giderek açılmıştır. Dış açığın artmasıyla özellikle kısa vadeli dış borç stoku yükselmiştir. 1989 yılında 41,7 milyar USD olan toplam dış borç stoku 1993 yılında 67,4 milyar USD' a çıkarken, 5,7 milyar USD olan kısa vadeli dış borç stoku da 18,5 milyar USD' a ulaşmıştır.

Cari işlemler Dengesi	1977	1980	1993	2000
Cari Açık (Milyar Dolar)	3.1	3,4	6,5	9,8
GSMH	59	68	179	199
Cari Açık/GSMH (%)	0,0530	0,0500	0,0360	0,0490

Tablo 8: Cari işlemler Dengesi

Kaynak: IMF

TL' nin reel anlamda değeri kazanması ve iç talebin artması, ihracatçıları iç piyasa için üretim yapmaya teşvik etmiş ve bunun sonucunda da ihracat azalmıştır. ithalattaki artışlar sonucu cari işlemler açığı 1993 yılında 6.5 milyar USD' a ulaşarak GSYİH' nin %3,6' sına ulaşmıştır.

Türkiye'de yaşanan 1994 ekonomik krizi, birinci nesil kriz modelleri ile açıklanabilmektedir. Birinci nesil kriz modellerinin temel varsayımının, tutarsız ve sürdürülemez ekonomik politika ve dengesizlikleri olduğu belirtilmiştir. Türkiye'nin 1994 yılı öncesinde yüksek enflasyon ve faiz oranları ile büyük miktarlara ulaşan cari açık gibi problemlerle karşılaştığı dikkate alındığında, birinci nesil kriz modellerinin, krizlerin sabit döviz kuru uygulayan ülkelere yönelik spekülasyon atakları sonucu gerçekleştirdiği iddiası hatırlandığında, 1994 krizinde merkez bankasının kurlara örtülü olarak sürekli müdahalelerde bulunması ve aniden yükselen döviz talebinin de birinci nesil kriz modelleriyle açıklanabileceğini göstermektedir. Türkiye'de yaşanan 1994 ekonomik krizi birinci nesil kriz modelleriyle açıklanabilen bir para krizidir. Bununla birlikte bazı bilimsel çalışmalarda bütçe açıklarının finansmanında merkez bankası kaynaklarına başvurarak para arzının artırılması birinci nesil modellere uysa da kriz döneminde uygulanan kur sisteminin yönetimli dalgalanma olması nedeniyle 1994 Krizini birinci nesil modellere dahil edilmemektedir.

3.2.İkinci Nesil Kriz Modelleri

Birinci nesil kriz modellerinin özellikle 1992 ERM (Exchange Rate Mechanizm) krizini açıklamada yetersiz kalması ikinci nesil kriz modellerinin ortaya atılmasına neden olmuştur. İkinci nesil kriz modellerinde önemli nokta, döviz kurları ile uygulanmakta olan makroekonomik politikalar tutarlı olsa bile, piyasa beklentilerinde meydana gelecek bir değişikliğin hükümetlerin tercihlerinde değişikliğe yol açabilmesidir. Bu durum kendiliğinden oluşan (kendi kendini besleyen) krizlere dönüşebilir. Bu bağlamda ikinci nesil krizler, karar vericilerin spekülasyon atak karşısında güçsüz kalışları ve krizlerin tek sorumlusunun

spekülatörler olduğu şeklinde de açıklanmaktadır.⁹⁸ Bu modelin başlıca ortak noktası, kamuda otoritelerinin sabit kur politikalarını devam ettirmeye yetecek kadar rezerve sahip olmaları durumunda bile bir spekülatif atak gerçekleşeceği ve bunun kur rejimini değiştireceğidir.

İkinci nesil kriz modellerinde kriz dinamikleri hükümet kuralları ile takdire bağlı politikalar arasındaki seçime dayalı olarak belirlenmektedir. İkinci nesil krizi dinamikleri, politika kuralları modeli ve bu modele kaçış şartı (escape clause) eklenerek açıklanmaktadır. Söz konusu modelde politika yapıcı ile iktisadi birimlerin birbirini etkilemesi sonucunda, kriz makro ekonomik göstergelerden bağımsız olarak ortaya çıkabilir.

3.2.1.Kendi Kendini Besleyen beklentiler ve Çoklu Dengeler:

.... Makroekonomik koşullarda değişimi gözlemleyen spekülatörleri, hükümetin uyguladığı politikaların sonuçları ilgilendirdiği gibi politika yapıcıların tercihlerini de spekülatörlerin beklentileri etkiler. Spekülatif saldırılar arttıkça sabit döviz kuru sisteminde kalmanın maliyeti de artacaktır. Bu nedenle piyasalar bu tür saldırı maliyetlerinin sabit döviz kuru sisteminden vazgeçileceği anlamına geldiğini algırlar. Bu durumun devalüasyona yol açacağı inanılıyorsa, spekülatif saldırılar kendi kendini besleyen saldırı halini almış olacaktır.⁹⁹

Obstfeld 1994 yılında yazdığı makalesinde Krugman'ın varsayımları ile Avrupa para krizinin açıklanamayacağını ileri sürmüştür.¹⁰⁰ Obstfeld öncelikle rezerv seviyeleri değişimlerinin, spekülatif atağı etkilemeyen bazı Avrupa ülkelerini incelemiştir. Söz konusu modelde hükümet iki durumla karşı karşıyadır. Bunlardan birincisi sabit kuru devam ettirme, ikincisi ise sabit kurdan vazgeçme seçeneğidir. Örneğin, para otoritelerinin, sabit kuru savunacaklarını taahhüt ettiklerini fakat beklenmeyen bir durum karşısında kuru dalgalanmaya bırakabileceklerini düşünelim. Bu durumda bir belirsizlik ortamı doğacaktır. Bu belirsizlik ortamına ek olarak kuru savunmanın maliyeti, iktisadi oyuncuların sabit kurun kaldırılacağına inandıkları

⁹⁸ Andre Fourçans and Raphael Franck, **Currency Crisis, A Theoretical and Empirical Perspective** 2003, Edward Elgar Publishing Ltd.2003,USA,pp.82.

⁹⁹ Burhan Doğan, "Türkiye Ekonomisi'nde Krizin öncü Göstergeleri ve İkiz Açık", **Journal of Azerbaijani studies**, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir, s.504.

¹⁰⁰ Maurice Obstfeld, "**The Logic of Currency Crises**", NBER Working Paper Series; Working Paper No:4640, September 1994.

durumda artıyorsa, döviz piyasası kendi kendini yaratan beklentilere bağlı olacaktır. Modelde kendi kendini besleyen beklentiler önemli bir role sahiptir. Eğer kamuoyu hükümetin sabit kuru sürdüreceğine dair güçlü bir irade görmezse, yüksek faiz talep edeceklerdir. İşçi sendikaları yüksek ücret talep ederek yurtiçi sanayinin rekabet gücünü azaltacaklardır. Böylece hükümetin sabit kuru sürdürmesinin maliyeti artacak ve sabit döviz kuru uygulamasından vazgeçilecektir. Buradan anlaşılabacağı gibi, ekonomide maliyet artışını sağlayan en önemli makro ekonomik değişken nominal faizlerdir. Nominal faizleri harekete geçiren etken ise devalüasyon beklentileridir. Hükümetin sabit döviz kuru sisteminin çökeceğine olan inancının artması, üretim üzerinde azaltıcı etki yapmaktadır. Bunun sebebi, söz konusu beklentinin ücretleri arttırması ve istihdamın azalmasına yol açmasıdır. Bu durumun önüne geçmek isteyen devlet sabit döviz kurundan vazgeçebilir. Sabit döviz kurunun çökeceği beklentisi, faiz oranlarının yükselmesine neden olarak kamu borcunun artmasına neden olabilir. Artan kamu borcu nedeniyle borç miktarının belli bir miktarda bulunması, kendi kendini besleyen bir spekülasyon saldırısına neden olarak kriz çıkarabilmektedir. Kısacası Obstfeld, faiz oranlarındaki artışın, borçların artışına yol açmak suretiyle finansal kriz oluşumunu hızlandırdığını belirtmektedir. İkinci modele göre borç kaynağı iç borçlanmaya bağlı ise banka sisteminin kısa dönem durumu, faiz oranı ve tahvil fiyatlarındaki artış kriz göstergesi olarak kabul edilebilir. Kamu borçlarının dış kaynaklı olması durumunda ise yabancı sermaye hareketlerinin vadelerinde meydana gelecek değişimler, ülkelerin uyguladıkları faiz oranları ve dünya faiz oranları arasındaki farklar kriz göstergesi olarak kabul edilmektedir.¹⁰¹

Nominal faizlerin artması, ülkeleri durgunluk içine sokabilmektedirler. Durgunluğu göze almak istemeyen hükümetler ise, yeterli rezervleri olmalarına rağmen kur sisteminde değişikliğe gidebilmektedirler. Başka bir ifadeyle ikinci nesil modeller, temel ekonomik verilerde ciddi bozulmalar olmaksızın (bütçe açığı, enflasyon oranı ve döviz rezervleri gibi) iktisadi ajanların içsel ve / veya dışsal nedenlerle de tetiklenebilen beklentilerindeki ani değişimler ekonomide parasal istikrarsızlık yaratabilmekte ve finansal bir krizin ortaya çıkıp çıkmamasında önemli

¹⁰¹ Ufuk Başoğlu, "Krizlerin Öngörülmesinde sinyal Yaklaşımı", **Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 19, sayı. 1-2, Nisan, s.28-32.

bir rol oynayabilmektedir.¹⁰² Chang ve Velasco finansal sistemin likit olmamasını kriz için yeterli bir neden olarak görmektedir.¹⁰³ Cole ve Kehoe 1996 ve 2000 yıllarında yaptıkları çalışmalarda kamu borç yükünün ve borcun yapısı, süresi gibi etmenlerin üzerinde durmaktadır.¹⁰⁴

Hükümetler, genelde uluslar arası ticaretin ve yatırımların işlerliğini kolaylaştırmak ve enflasyonla daha rahat mücadele edebilmek için kurların sabit olmasını isterler. Ayrıca sabit kur sistemiyle uluslar arası ticaretin etkin kılınması daha kolay sağlanmaktadır. Bunun yanında devalüasyonu yurt içindeki büyük borç yükü veya işsizlik problemiyle baş edebilmek için gerekli olan genişletici para politikasından dolayı da istemektedirler. Döviz kurlarının korumanın maliyeti, daha yüksek faiz oranları ve işsizlik artışı ile birlikte artar. Bu maliyetler daha sonra yatırımcıların döviz kurlarının sabit tutulamayacağı beklentisine yol açar.¹⁰⁵ Hükümetler, sabit kur rejimi ile sağladıkları faydanın, sabit kur rejiminin maliyeti üzerinde olduğu sürece sabit kur rejiminde ısrarcı olurlar. Diğer bir ifade ile Spekülatörler, pariteyi korumanın çok maliyetli olduğunu fark ettiklerinde ulusal paraya spekülatif saldırı başlamaktadır.¹⁰⁶

Eğer ülkenin ekonomik yapısı yeterince kuvvetli ise bir spekülatif saldırı görülmeyecektir. Bu durumu Nash'ın oyun teorisi ile çeşitli makro ekonomik durumlar üzerinde açıklayabiliriz. Bu oyunda Merkez Bankasının kuru koruyabilmek için sınırlı bir rezervi ve Merkez Bankasına karşı spekülasyon yapacak iki piyasa aktörü bulunmaktadır. Bu oyunun sonucunu rezervlerin yüksekliği belirlemektedir. Birinci durum “yüksek rezerv” oyunudur. Yüksek rezerv oyuncunun ellerinde tuttukları yurtiçi parayı temsil etmektedir.

¹⁰² G.Gülsün Yay, “1990 11 Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi”, Yeni Türkiye Dergisi, Sayı:42, Cilt,2,ss.1239

¹⁰³ Roberto Chang ve Andres Velasco, “Financial Crisis in Emerging Markets: A Canonical Model”, **Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper**, No:98-10, 1998.

¹⁰⁴ Harold Cole ve Timothy J. Kehoe “A Self Fulfilling Model of Mexico's 1994-1995 Debt Crisis”, **Journal of International Economics**, vol:41(3-4), 1996, pp.309-330.

-----, "Self-fulfilling debt crisis", **Review of Economic Studies**, Vol:67 (1), 2000, ss.91-116.

¹⁰⁵ Tuomas Komulainen, “Currency Crisis Theories-Some Explanation for the Russian Case”, **BOFIT Papers**, No.1, Helsinki, 1999, pp.18.

¹⁰⁶ Bhagwan Chowdhry and Amit Goyal “Understanding the Financial Crisis in Asia”, **Pacific-Basin Finance Journal**, 8, 2000, pp.135-152.

Oyuncular ellerindeki kaynakları Merkez Bankası rezervleri ile değiştirseler bile Merkez Bankasının rezervlerinin yüksek olmasından dolayı kur korunacaktır. İkinci durum “düşük rezerv” oyunudur. Burada oyunculardan her birisinin elindeki kaynak Merkez Bankası rezervlerini almaya yeterlidir. Dolayısıyla oyuncular kaynak değişimi sırasında bir miktar maliyetle karşılaşmış olsalar bile spekülasyon yaptıklarında döviz kuru yükselecek ve kar elde edeceklerdir. Eğer her ikisi spekülasyon yaparsa karları Merkez Bankası döviz kurunun yarısı ellerine geçecek ve karı paylaşacaklardır. Bu durumda Merkez Bankası döviz kurunu sürdüremez. Üçüncü ve en ilginç durum “orta rezerv” oyunudur. Bu durumda iki oyuncu tek başına rezervleri tüketememekte; ancak birlikte hareket ederlerse rezervler tükenmektedir. Eğer ayrı ayrı spekülasyon yaparlarsa bir tanesi zarara uğrayacak diğeri ne zarar ne kar elde edecektir. Her ikisi birlikte hareket ederse kazanç sağlayacaklardır. Dolayısıyla iki oyuncu birbirine spekülasyon yapacakları ve başarılı olacakları konusunda inanmalı ve birlikte hareket etmelidirler. Dolayısıyla ancak bu durumda sabit döviz kuru çökmektedir. Orta rezerv oyununda birden çok Nash dengesi bulunmakta bu da ikinci nesil krizlerin neden çoklu dengeyi vurguladığının altını çizmektedir. Orta rezerv oyunu sonucunda kriz ortaya çıkabilir. Ancak bunun her zaman ortaya çıkacağını söylemek doğru değildir.¹⁰⁷

Bu durumu Obstfeld’in oluşturduğu oyun teorisi modeli ile açıklamaya çalışalım¹⁰⁸. Modelde üç ajan mevcuttur. Hükümet (Obstfeld’in makalesinde Government olarak bahsettiği hükümet’i merkez bankası olarak düşünebiliriz) belli bir fiyattan döviz alımı ve satımı yapmaya hazırdır ve elinde belli bir döviz rezervi bulunmaktadır. Aynı zamanda ellerinde yerli para bulunan ve bu parayı istediği zaman hükümete satabilecek olan iki spekülâtör bulunmaktadır. (Obstfel makalesinde spekülâtör yerine Private Holder terimini kullanmaktadır)

¹⁰⁷ Bülent Erdoğan, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizle ve Finansal Kriz Modelleri”, **Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Kahramanmaraş,2006,s.40-41.

¹⁰⁸ Maurice Obstfeld"Models of Currency Crisis With Self-Fulling Features",**European Economic Review**,40,1996,pp.1040-1041.

Şekil 13:Spekülatörlerin Davranışları ve Merkez Bankası rezervleri etkileşim

		SPEKÜLATÖR 1	
		tutmak	Satmak
SPEKÜLATÖR 2	tutmak	0,0	0,-1
	satmak	-1,0	-1,-1

a)Yüksek Rezerv Oyunu (R=20)

		SPEKÜLATÖR 1	
		tutmak	Satmak
SPEKÜLATÖR 2	tutmak	0,0	0,2
	satmak	2,0	1/2,1/2

b)Düşük Rezerv Oyunu (R=6)

		SPEKÜLATÖR 1	
		tutmak	Satmak
SPEKÜLATÖR 2	tutmak	0,0	0,-1
	satmak	-1,0	3/2, 3/2

c)Orta Rezerv Oyunu (R=10)

Obstfeld, modelde Merkez bankası rezervlerini R olarak göstermektedir. Birinci oyun yüksek rezerv oyunudur. Şekil (a) . Bu oyunda merkez bankası rezervlerinin 20 birim olduğu varsayılmakta. Spekülatörlerin her birinde 6 birimlik dövize eş değerde yerli para vardır. Spekülatörler iki seçenekle karşı karşıyadırlar. Bu seçenekler yerli parayı tutmak ya da satmaktır. Yüksek rezerv oyununda sadece bir spekülatörün elindeki yerli parayı sattığını düşünelim. Bu durumda geriye 14 birimlik rezervi kalacaktır. Bu durumda diyagramdan da görüleceği gibi -1 birimlik bir değişim

maliyeti olacaktır. Her iki spekülâtörün elindeki parayı sattığını düşünelim. Bu durumda merkez bankasının elinde 8 birimlik rezerv kalacaktır ve her iki spekülâtör de -1 birimlik zarara uğrayacaktır. Buradan çıkan sonuç şudur ki bu oyunda bir tane Nash Dengesi vardır ve bu denge Kuzeybatı köşesidir. Sabit döviz kuru politikası devam eder.

Şekil (b) de gördüğümüz düşük rezerv oyununda, Merkez bankasının rezerv miktarı 6 birimdir. Herhangi bir spekülâtif atak durumunda, döviz kurunun % 50 artacağı varsayılırsa, spekülâtörlerden birinin elindeki yerel parayı çıkarması, 3 birim kar elde etmesine sebep olacaktır. Söz konusu kardan 1 birimlik değişim maliyeti düşüldüğünde net kar 2 birim olacaktır. Eğer her iki spekülâtörde elindeki parayı satmaya kara verirse, her bir spekülâtörün karı $(3/2) - 1 = 1/2$ olacaktır. Buradan anlaşılacağı gibi düşük rezerv oyununda da tek Nash Dengesi söz konusudur ve şekildeki kuzeybatı kutusudur. Anlaşılacağı gibi bu oyunda da sabit döviz kuru sürdürülememektedir.

Şekil (c) deki orta rezerv oyununda ise durum diğerleri ile karşılaştırıldığında fark arz etmektedir. Orta rezerv oyununda Merkez Bankası rezervleri 10 birimdir. Spekülâtörlerden hiçbiri Merkez Bankası rezervlerini tek başına tüketememektedir. Spekülâtörlerden biri, elindeki yerel parayı satarsa diyagramdan görüleceği gibi 1 birim zarar eder. Eğer her ikisi de satarsa $(5/2) - 1 = 3/2$ kar elde edeceklerdir. Yani bu oyunda iki nash dengesi mevcuttur. Bunlar güneydoğu köşesi ve kuzeybatı köşesidir. Güneydoğu köşesi her iki spekülâtörün de yerel parayı sattığı durumu ifade eden alandır. Kuzeybatı köşesi ise iki spekülâtörün de diğerlerinin yerel parayı satmayacağına inandığı ve yerel parayı elinde tuttuğu alanı ifade eder.

Birinci nesil modellerde dövize hücum zamanı bellidir. Fakat ikinci nesil kriz modellerinde bu zaman belli değildir. Bu nedenle ikinci nesil kriz modellerine "sun spot" yani "güneşteki leke" modelleri de denmektedir.

İkinci Nesil Kriz Modelleri sadece makroekonomik dengelerde bozulmalar olan ülkeleri değil, aynı zamanda ülkelerin ekonomik göstergelerinde kriz olgusuna rastlanmamasına rağmen döviz krizinin ortaya çıkmasına neden olan yayılma

etkilerini ele aldıklarından dolayı bazı ekonomi kaynaklarında üçüncü nesil kriz modelleriyle birlikte anılmaktadır.¹⁰⁹

3.2.2. Uyumsuzluk konuları: (İhtilaflı Konular)

Diğer taraftan piyasaların (piyasa aktörleri) hiçbir suçu olmadıkları konusunda pek çok örnekte sıralayabiliriz. Çalışmamızda bu örneklerden özellikle Krugman tarafından en sık dile getirilen ihtilaflı konulara değinilecektir.¹¹⁰

3.2.2.1.Sürü Psikolojisi (Herd Behaviour)

Gerek Birinci Nesil Modeller, gerekse İkinci Nesil Modeller piyasadaki bilginin eksiksiz olarak kullanıldığı varsayımına dayanmaktadır. Sürü psikolojisi vagon etkisi ile (Bandwagon Effect) aynı mantıkta çalışmaktadır. Üç farklı piyasa oyuncusunun var olduğunu düşünelim. Her bir piyasa oyuncusunun üç farklı konuda kamunun bilmediği üç farklı bilgiye ulaştığını varsayalım. İlk varsayımımızda birinci piyasa oyuncusunun elindeki bilginin olumsuz olduğunu düşünelim. Birinci piyasa oyuncusu bu durumda sahip olduğu olumsuz bilgi nedeniyle satışa başlayacak. Bunu gören ikinci piyasa oyuncusu, elindeki bilginin olumsuz olup olmadığına bakmaksızın satışa başlayacaktır. Üçüncü piyasa oyuncusu ise elindeki bilginin niteliğine bakmaksızın diğer iki piyasa oyuncusunun izinden giderek satış gerçekleştirecektir. Bu duruma sürü psikolojisi denilmektedir. Keheo ve Chari¹¹¹ örnekte belirttiğimiz gibi bir gizli bilgi durumunun Bandwagon etkiye sahip olduğunu savunmaktadır. Keheo ve Chari bu tür Bandwagon etkilerin sıcak para oluşturduğunu ve ülkelerin gelecekle ilgili beklentilerine para piyasalarının gereğinden fazla tepki verdiğini belirtmektedir.

...Bu tür krizlerde kritik nokta para ve maliye politikalarının sonuçları değil, bu politikaların iktisadi birimler tarafından nasıl algılandığı önemlidir. Bütün iktisadi birimler aynı anda aynı bilgiye sahip olmadığından, diğer iktisadi aktörlerin davranışlarını izlerler. Örneğin bir spekülâtörün otoritelerinin veya bankaların mali

¹⁰⁹ Burhan Doğan,A.g.e., s.504.

¹¹⁰ Paul Krugman ,1997. “Currency Crises”, (çevirimiçi) <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html> , Erişim Tarihi.,26.03.2010.

¹¹¹Keheo and Chari , “Private capital flows and speculative runs in emerging market economies”, *Journal of the Asia Pacific Economy*, Volume 4, Issue 3, 1999 , pp. 413 – 430.

durumlarıyla veya kararlarıyla ilgili önemli bir bilgiye sahip olduğunu varsayalım. Buna bağlı olarak portföyünde bir değişmeye giderse, diğer yatırımcılar da bu spekülâtörün kendilerinin bilmediği bir bilgiye sahip olduğunu düşünüp, aynı eğilimi gösterirler. Belli bir süre sonra bu katlanarak devam eder. Bu tür bir eylem sürü psikolojisi olarak adlandırılmaktadır.¹¹²

Finansal krizlerin yapısı irdelendiğinde, birçok krizde sürü etkisinin rol oynadığı açıkça görülmektedir. Sürü etkisinin yanında finansal krizlerin etki alanının hızla genişlemesine neden olan diğer bir olgu da bulaşıcılıktır.

3.2.2.2. Bulaşıcılık (Contagion, Sirayet)

Krizlerin bulaşıcılığı konusunda iki temel ayırım vardır. İlk ayırım ticaret bağlantılarına ve devalüasyonla bağlantılı olarak temel bir ticaret ortağına karşı rekabet kaybı durumuna dikkat çeker. Diğer ayırım çoklu dengedir ve bir yerde meydana gelen krizin, başka bir coğrafyada kriz olabilme olasılığını arttırabileceğini ifade eder.

Bir başka tanım olarak bulaşma döviz kurlarının faiz oranlarının ve hisse senetlerinin fiyatlarının farklı ülkelerde cereyan eden olaylar karşısındaki tepkisini ifade eder. Bulaşma, ülkelerin finansal değişkenlerinin birlikte hareket ettiğini ve ülkeler arasında bu değişkenlerin yüksek korelasyon gösterdiğini ifade etmektedir.

113

Krizlerin bulaşıcılığı konusunda rol oynayan önemli aktörlerden birisi asimetrik bilgidir.¹¹⁴ 1990 lı yıllarda meydana gelen krizler üç bölgesel dalga halinde ortaya çıkmıştır. 1992-1993 yılında meydana gelen ERM Krizi, 1994-1995 yıllarında meydana gelen Latin Amerika Krizi ve arkasından meşhur Asya Krizi. Derken Rusya Krizi ve hemen arkasından Türkiye’de yaşanmış olan kriz. Tüm bu dalgalar halinde art arda gelen krizler akıllara krizlerin sirayet özelliğini getirmektedir.

¹¹² Aslan Eren ve Bora Süslü “Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiyede Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi”, **Yeni Türkiye**, Sayı:41, Yıl:7, Eylül-Ekim 2001, s.666

¹¹³Masahiro Kawai, Richard Newfarmer and Sergio Schmukler, “Crisis and Contagion in East Asia Nine Lessons ”, World Bank, 2001, pp. 13. (Çevirim içi) http://www.wds.worldbank.org/external/default/WDSCContentServer/IW3P/IB/2001/06/29/000094946_01061505074810/additional/120520322_20041117140543.pdf, Erişim Tarihi, 16.10.2012.

¹¹⁴ Andre Fourçans and Raphael Franck, “Currency Crisis, A Theoretical and Empirical Perspective”, **Edward Elgar Publishing, Inc.**, USA, 2003 pp.68.

Finansal krizlerde bulaşıcılık farklı şekillerde gerçekleşebilmektedir. Temel ekonomik büyüklüklere bağlı olarak krizin bulaşması yani bir ülkeden diğerine geçebilmesi için, ülkelerin aynı şoklara maruz kalmaları ve aynı ekonomik büyüklüklere sahip olmaları gerekmektedir. Paralel mantıkla, birbirleriye bütünleşik, reel büyüklükleri aynı olan iki ülkeden birinde finansal kriz başladığını varsayalım. Diğer ülke ekonomik göstergeleri iyi de olsa kriz beklentileri nedeni ile krize girebilir. Finansal krizlerin bulaşıcılığının diğer bir yönü ise kurumsal olarak ortaya çıkmasıdır. Bir ülkede meydana gelen finansal kriz menkul kıymetlerde düşüşlere neden olacağından, yatırımcıların diğer ülkelerdeki menkul kıymetler piyasalarındaki yatırımlarını çekmelerini hızlandıracaktır. Kısacası ülkeler arasındaki bağlar ve ilişkiler krizlerin bulaşıcılığı üzerinde doğrudan etkili olan bir unsurdur. Örneğin Güneydoğu Asya Ülkeleri'nin farklı oranlarda spekülative müdahalelere uğramalarının sebebi, dünya pazarlarına benzer ürünleri ihraç ediyor olmalarındandır. Tayland Baht'ındaki devalüasyon, Malezya'nın ihracatı üzerinde bir baskı oluşturarak zaman içinde bu ülkeyi krize sürüklemiştir.¹¹⁵ Krizlerde bulaşıcılık konusu üçüncü nesil kriz modellerinde daha ayrıntılı olarak incelenecektir.

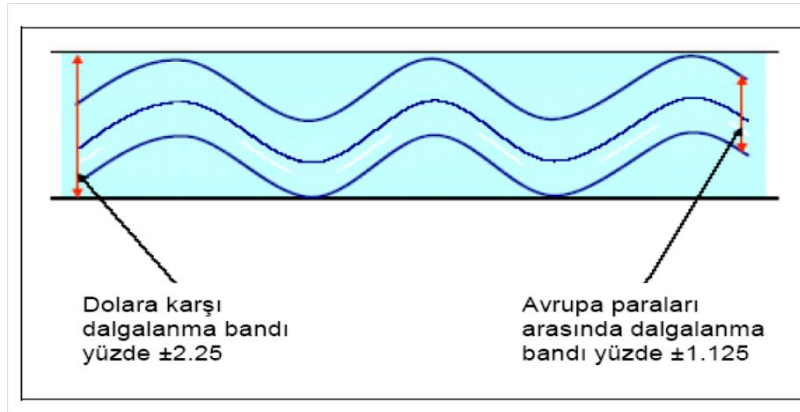
3.2.3. İkinci Nesil Krizlere Örnek Olay 1: Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi (Exchange Rate Mechanism Crisis)

İkinci nesil kriz modellerini açıklarken bahsettiğimiz gibi söz konusu kriz modelinde, spekülative atağın başlaması için merkez bankası rezervlerinin, kuru savunamayacak kritik düzeye düşmesi şart değildir. Burada piyasanın düzenini bozan ve maliyet artışına da neden olan en önemli makro etmen, devalüasyon beklentilerinin de neden olduğu nominal faizlerdir. ERM krizi de tanımda olduğu gibi işsizlik ve durgunluğu göze alamayan hükümetlerin, yeterli döviz rezervlerine sahip olmalarına rağmen kur rejiminde değişikliğe gitmeleri sonucu meydana gelmiştir.

ERM Krizi'ne başlamadan önce Avrupa Birliği'nin ortak paraya geçiş sürecini ve yaşanan zorlukları özetlememiz, konunun daha iyi anlaşılmasını sağlayacaktır.

¹¹⁵ Murat Pıçak vd., "Küresel Ekonomik Sistemde Finansal Krizleri Önleme ve Yönetme Sorunsalı" **Mevzuat Dergisi**, sayı 137, Mayıs 2009, s.8. (çevirimiçi) www.mevzuatdergisi.com/2009/05a/03.htm, Erişim Tarihi 14.04.2010.

Temelleri Roma antlaşması ile atılan Avrupa Birliği'nde Ekonomik ve Parasal Birliğin (EPB) oluşturulması 1960'lı yıllardan beri gerçekleştirilmesi düşünülen bir projeydi. EPB'nin temelleri 1969 da gerçekleştirilen Avrupa Zirvesi'ne kadar uzanmaktadır. Ardından Warner Zirvesi'nde, 10 yıllık süreçte ekonomik ve parasal birliğin başarıya ulaşabilmesi ile ilgili rapor sunulmuştur. Mart 1972'de, Avrupa paralarının dalgalanmalarını kendi içlerinde yüzde ± 1.125 'lik bant (toplam yüzde 2.5), Avrupa paralarını da dolara karşı yüzde ± 2.25 'lik bir bant (toplam yüzde 4.5) ile sınırlayan 'tüneldeki yılan' sistemine geçilmiştir (bkz. Şekil ,,,,) ancak bu sistem piyasa dengesizliklerinin giderilmesinde yeterli olamamıştır.¹¹⁶ Bu sistem 1971-1973 tarihleri arasında uygulanmıştır. 1973 tarihinde Avrupa borsalarının açılması ile Avrupa ülkeleri paralarını dolara karşı serbest bırakmışlar ve tüneldeki yılan sistemi son bulmuştur. 1979 yılına kadar tünelsiz yılan olarak devam etmiştir.



Şekil 14:Tüneldeki Yılan (Snake in The Tunnel)

1979 yılında Avrupa Para sistemi (APS) oluşturulmuştur. Avrupa Para Sistemi ile üye ülkelerin para birimleri arasındaki dalgalanmaların azaltılması ve parasal istikrar sağlanması amaçlanmıştır. APS'nin temeli, Avrupa Para Birimi (ECU) ya dayanıyordu. ECU, para sepeti sistemine göre oluşturulmuş bir hesap birimi idi. ECU, Topluluğa dâhil her ülkenin içerisinde belli bir ağırlığa sahip olduğu bir döviz kuru sepetiydi. Söz konusu ağırlıkları aşağıdaki tabloda görebilmekteyiz.

¹¹⁶ Tolga Hakan Kava, "ERM II de Gelecek Varmı? Türkiye Açısından Olası Senaryolar ve Politika Önerileri Nelerdir?", TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2005, s.4.

1 ECU =				1 Milli Para =	
ATS	18.303	Avusturya Schilling	:	0.546371	ECU
BEF	413.455	Belçika Frank	:	0.024186	ECU
BUL	1997.81	Bulgaristan Leva	:	0.000501	ECU
CSR	6898.14	Rus Ruble	:	0.000145	ECU
CZK	371.531	Çek Koruna	:	0.026916	ECU
DEM	200.513	Alman Mark	:	0.498721	ECU
DKK	763.593	Danimarka Kronu	:	0.130960	ECU
ESK	159.604	Estonya Kron	:	0.062655	ECU
ESP	169.949	İspanya Peseta	:	0.005884	ECU
FIM	609.346	Finlandiya Markka	:	0.164110	ECU
FRF	672.140	Fransız Frank	:	0.148778	ECU
GBP	0.666178	İngiliz Sterlin	:	150.110	ECU
GRD	338.591	Yunanistan Drahmi	:	0.002953	ECU
HUF	242.565	Macaristan Forint	:	0.004123	ECU
IEP	0.796349	İrlanda Pound	:	125.573	ECU
ITL	1975.70	İtalya Lira	:	0.000506	ECU
JPY	158.144	Japon Yen	:	0.006323	ECU
LAL	0.665179	Litvanya Lat	:	150.336	ECU
LIL	443.368	Lethonya Lita	:	0.225546	ECU
LUF	413.455	Lüksemburg Frank	:	0.024186	ECU
NLG	225.948	Hollanda Gulden	:	0.442580	ECU
NOK	850.416	Norveç Kron	:	0.117589	ECU
PTE	205.216	Portekiz Esküdo	:	0.004873	ECU
ROL	9595.43	Romanya Leva	:	0.000104	ECU
SEK	881.220	İsveç Krona	:	0.113479	ECU
SLK	389.435	Slovakya Koruna	:	0.025678	ECU
SLT	187.271	Slovenya Tolar	:	0.005340	ECU
SWF	168.663	İsviçre Frank	:	0.592898	ECU
USD	110.799	ABD Dolar	:	0.902537	ECU
YUD	1.193.811	Yugoslavya Yeni Dinar	:	0.083765	ECU

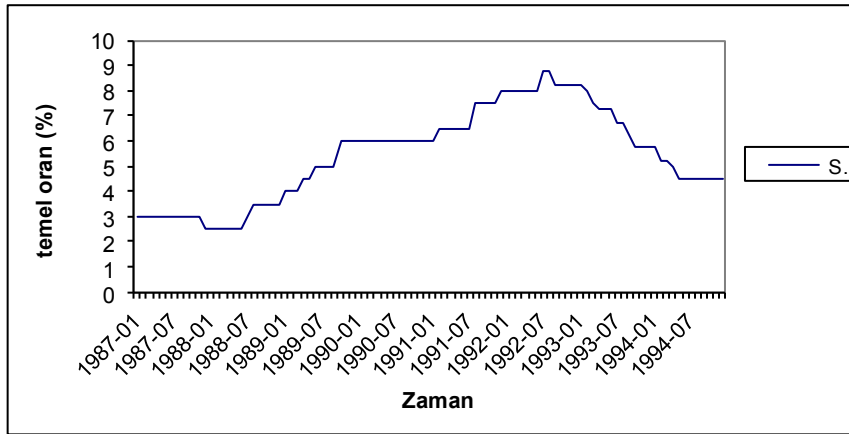
Şekil 15:¹¹⁷ Milli Paraların ECU değerleri ve Pariteler

Bunun yanı sıra ülkelerin, ECU'ya karşı bir de merkezi oranları bulunmaktaydı. APS ise ülkelerin sahip oldukları ECU merkezi oranı etrafında kurlarının ECU'ya karşı dalgalanmalarını sınırlandıran bir mekanizmaydı. ECU sepetinin % 50 si Mark ve Franktan oluşmaktaydı. APS dolardan ve altından bağımsız bir para sistemiydi. Sistemde ülkelerin altın ve dolar rezervlerinin % 20 lik kısmı Avrupa Para fonuna

¹¹⁷ Rıdvan Karluk, "Avrupa Birliği, Euro ve Geleceği", *Anadolu Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt XIV, Sayı: 2, 1998, Eskişehir, s.284

devredilmektedir. Devredilen para karşılığına denk gelen ECU merkez bankası kayıtlarına kaydedilmektedir. Bu dönemde ülke paralarının ECU'ya karşı belirlenen merkezi kurun etrafında $\pm$ % 2,25 dalgalanmasına izin verilirken kur baskısının fazla olduğu İtalya ve İspanyada dalgalanma oranının $\pm$ % 6 olmasına karar verilmiştir.

1988-1989 yılları arasında Avrupa'da enflasyon oranlarında yeniden farklılıklar görülmeye başlamıştır. Bu farklılığın giderek artacağı yönündeki göstergeler, Almanya merkez bankası Bundesbank'ın markın değer kazanacağı yönünde beklentiye girmesine neden olmuştur. Berlin Duvarı'nın yıkılması ile Doğu ve Batı Almanya birleşmesi, Almanya'ya giren sermaye miktarını arttırmış ve buna bağlı olarak Alman para birimi değerlendirilmiştir. Aynı zamanda birleşmenin etkisiyle Almanya'da toplam talep artmış, bu durum enflasyonun yükselmesine neden olmuştur. Bundesbank, enflasyonu önleyebilmek için sıkı bir para politikası uygulama yolunu seçmiştir. Özellikle Alman Markı'nın değerinde düzeltme yapılamaması nedeni ile yüksek faiz oranları paralelinde dezenflasyon politikası uygulanmıştır. Bilindiği gibi dezenflasyon, sert olmayan deflasyonist önlemlerle enflasyonun sınırlandırılmaya çalışılmasıdır.



Grafik 10: Almanya'da 01.1987-07.1994 Yılları arasındaki Faiz Oranları

Kaynak: Bundesbank

Özellikle ERM krizinin hüküm sürdüğü yıllarda Bundesbank'ın enflasyonla mücadele için faiz silahını kullandığı grafik (10) da açıkça görülmektedir. ERM Krizinin oluşmasında en önemli faktör ABD'ye göre daha yüksek faiz oranlarının hüküm sürdüğü Avrupa ülkelerinin, sıcak parayı çekmesi, Avrupa Ülkelerinin para

birimlerinin değeri lenmesi ve buna bağı olarak cari açıklarının yükselmesidir. Cari açığın kapatılabilmesi için gereksinim duyulan yabancı yatırımcıyı ülkeye çekmek için uygulanan yüksek faiz oranları, yatırımları sınırlandırmış ve işsizliğin artmasına neden olmuştur. Sonuçta resesyon kaçınılmaz olmuştur.

3.2.4 İkinci Nesil Krizlere Örnek Olay 2: 1994 Meksika Krizi (Tekila Krizi)

1987 yılından sonra önemli bir ekonomik liberalizasyon programa imza atan Meksika’da, dolara karşı sabitlenmiş (peg) kur politikası uygulanmaktaydı. Kamu sektöründe açıkları azaltacak sıkı para ve maliye politikası diğer uygulama alanlarıydı. Ekonominin dışa açılmasının hedeflendiği özelleştirme sürecinde devlet bankalarının özelleştirilmesi, vergi reformları ile daha etkin hale getirildi. Programın başarılı bir şekilde sürdürülmesiyle o yıllarda Meksika hükümeti kayda değer bir başarıya imza attı.¹¹⁸ Tablo (9) da o dönemde Meksika’nın bazı ekonomik göstergeleri durumu özetlemekte

	NO MIN AL KUR ORA NI	REE L KUR ORA NI	TİCAR ET DENG ESİ (MİLYA R USD)	CARİ İŞLEMLE R DENGESİ (MİLYAR USD)	TİCARE T DENGESİ (%GSMH)	CARİ İŞLEMLE R DENGESİ (%GSMH)	CPI ENDE KSI	ENFLASO N %	KREDİ FAİZ ENDE KSI	ORTALAMA FONLAMA ORANI %
1987	100	100	9	4	6	3	100	160	100	95
1988	161	130	3	-2	2	-1	214	114	168	68
1989	176	130	0	-6	0	-3	257	20	242	45
1990	200	138	-1	-8	0	-3	326	27	332	37
1991	213	153	-7	-15	-2	-5	399	22	407	23
1992	218	167	-16	-24	-4	-7	461	16	484	19
1993	220	178	-13	-24	-3	-6	506	10	573	19
1994	239	144	-19	-30	-4	-7	541	7	662	16
1995	453	108	7	-2	3	-1	731	35	961	45
1996	536	133	7	-2	2	1	982	34	1256	31
1997	559	155	1	-7	0	-2	1185	21	1497	19
1998	698	146	-6	-16	-2	-2	1374	16	1812	21

Tablo 9:1987-1998 Yılları Arasında Meksika’nın Temel Ekonomik Göstergeleri

Kaynak: Banco de Mexico & IMF & International Financial Statistics & Bloomberg

¹¹⁸ Volkan Kübalı, "1994-1995 Krizi", *Ankara Üniversitesi Kamu Yönetimi Dünyası Dergisi*, Sayı 2, Ağustos 2000, s. 40

Meksika ekonomisinde özellikle 1974 Petrol krizi sonrasında yüksek enflasyon ve durgunluk problemiyle karşılaştığını yaşadığını görmekteyiz. Özellikle bu dönemde Meksika hükümeti geniş kapsamlı bir liberalizasyon programı uygulamaya koymuştur. Programın önemli özelliklerinden bazıları dolara karşı sabitlenmiş (peg) kur politikası ve kamu sektöründe açıkları azaltacak sıkı para ve maliye politikasıydı. Liberal politikalar, devlet bankalarının özelleştirilmesi, vergi reformları diğer özelliklerdi. Tüm bu uygulamalar meyvelerini vermeye başlamıştı. Tablo (9) dan da görüleceği gibi faizler 1994 yılı itibariyle %16 lara düşmüştü. Bu bahar havası Meksika'nın ABD ve Kanada ile imzaladığı Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması (North American Free Trade Agreement) ile son bulmuştur. 1993 yılında imzalanan anlaşma sonucunda Meksika'ya ciddi anlamda yabancı sermaye girişi olmuştur.

1994'lü yıllara gelindiğinde Meksika'da istikrarlı makroekonomik programın tavizsiz uygulanacağı fikri hâkimdi. Özellikle de düşük seyreden enflasyonun tek haneli rakamlarda kalması hedeflenmekteydi. O dönemde döviz kuru bandının tavanında, bandın yılsonu itibariyle genişliğinin % 14 olacak şekilde, yıllık % 4 oranında devalüasyona izin verilmekteydi. Olumlu gelişmelerle birlikte kredilerin hacmindeki genişleme dikkat çekmekteydi. İthalattaki artışı tetikleyen bu gelişme ile mevcut tehlike durumundaki cari açık daha da büyümüştü. Cari açık, 1994 yılında GSMH'nin % 8 i civarlarında bir açığa ulaşılmıştı. Meksika'nın yakın ticari ilişki içinde olduğu ABD'nin 1994 yılında faizlerinin artması, Meksika'nın ihracat maliyetini arttırmıştı. Buna paralel olarak borç servisinde de artış meydana gelmişti.

119

Frederic Mishkin, 1996 yılında kaleme aldığı "Gelişmekte olan Ülkeler perspektifinden Finansal Krizleri Anlamak " adlı makalesinde Meksika Krizi'ni birkaç nedene dayandırmaktadır.¹²⁰ Mishkin'e göre 1994 Meksika Krizi'nin en önemli nedenlerinden biri artan banka kredilerindeki kayıpların banka varlıkları üzerinde meydana getirdiği tahribattır. Eğer bankalar, verdikleri krediler karşılığında, gerekli

¹¹⁹ Frederic S. Mishkin, "Understanding Financial Crisis: A Developing Country Perspective", **Federal Reserve Banking of New York**, Graduate School of Business, Columbia University and National Bureau of Economic Research, May 1996, pp.30. 2-55

¹²⁰ A.e.32.

ipoteeklerle kendilerini güvence altına almıyorlarsa, doğal olarak krize ortam hazırlıyorlardır. Mishkin'e göre Meksika 1994 Krizinde durum bu şekilde gelişmiştir. Bu duruma düşen bankaların 1982 yılında ulusallaştırılması sonucunda, söz konusu bankaların borç verme içi devlet tarafından yerine getirilmeye başlanmıştır. 1990 ların başlarında, tekrar özelleştirilen bankaların özel firmalara ve şahıslara kullandırdıkları krediler sınırlıydı. Kullandırılan kredilerin risk durumunu ölçecek risk kayıt ve takip kuruluşları mevcut değildi. Özel sektör finansal olmayan iş kredilerinin GSYİH ya oranı 1998 de % 10 dan 1994 e gelindiğinde % 40 a yükselmiştir. Kredi kullanımında ki bu ani yükseliş ve gerekli denetimlerin yetersizliği Meksika krizini tetikleyen önemli gelişmelerdendir. Mishkin' e göre Meksika krizini tetikleyen diğer bir gelişme ise yurtdışı faiz oranlarındaki artıştır. ABD'de Fed'in faizleri arttırması sonucunda Peso'ya karşı bir spekülatif atak gerçekleşmemesi amacı ile Meksika Merkez Bankası'nın da faizleri arttırması, asimetrik bilgi sorununu da beraberinde getirmiştir. Kredi geri ödeme gücü olmayan kişilerin kredi kullanımlarında artış, ters seçim ve ahlaki tehlike durumları ile krizin oluşmasında önemli bir etken olmuştur.

1994 yılında para politikası uygulamalarında önceden belirlenen kur rejiminin korunması, bankacılık kesiminin etkilenmemesi koşuluna bağlanmıştır. O yıllarda Meksika para birimi Pezonun değerindeki aşırı artış, ekonomik yapıda bozulmalara neden olmuştur. Finansal serbestleşmenin yarattığı sermaye girişleri, finansal yapıyı daha da kırılgan hale getirmiştir. Bu duruma ilaveten 1994 yılının Aralık ayında ekonomide yaşanan i ve dış şoklar sonucunda finansal kriz patlak vermiştir. Krizi destekleyen diğer argümanlar arasında hükümetin güvenini sarsıcı siyasi gelişmeler, FED faiz artışları nedeni ile ülkeden hızlı bir şekilde kaan yabancı sermaye, bankacılık sektöründe sorunlu kredi miktarındaki artış, kamu borç yükündeki vade-döviz yükümlülüklerdeki uyumsuzluklar, takipteki kredilerin sayısındaki artış ve yanlış IMF politikalarını sayabiliriz. Bunun yanında 1994 yılında başkanlık seçimleri öncesinde iktidar partisi adayı ve genel sekreterinin suikast sonucu öldürülmesi ülkedeki yabancı yatırımcıların üzerinde panik havası oluşturmuş ve yabancı sermaye ıkışları başlamıştır. şubat 1994'de 30 milyar dolar olan rezervler Aralık

ayına gelindiğinde 12 milyar dolar gibi ciddi seviyelere düşmüştür. Bu durum sonucunda devalüasyon kaçınılmaz olmuştur.¹²¹

1995 Meksika krizi bazı iktisadi kaynaklarda birinci nesil krizlere örnek olarak gösterilse de bütün olarak ele alındığında ikinci nesil kriz modelleri ile örtüşmektedir. Sach, Velasco ve Tornell (1995), "Meksika Peso krizinden ne öğrendik?" adlı makalelerinde söz konusu krizin kendi kendini besleyen paniklerin etkisiyle meydana geldiğini belirtmektedirler.¹²² Çalışmaya göre kendi kendini besleyen panikler, hükümetin rezervlerinin ve borcunun belirli bir seviyeye ulaşmasından sonra başlamaktadır. 1990- 1994 yılları arasında Meksika’da operasyonel bütçe dengesi fazla vermekteydi ve borçlanmanın büyük bir bölümü kamuya değil, özel sektöre aitti. Fakat yatırımcılar, hem kısa vadeli borçların, hem de özellikle de dolar cinsinden kamu borçlarının ödenmesi konusunda bankacılık sistemi ve döviz kurunun sürdürülebilmesiyle ilgili risk algılamışlardır. Bu durumun yarattığı korku sonucunda devalüasyon ve borç ödeyememe beklentileri piyasaya hâkim olmuştur. 1994’de Meksika’nın aylık cari işlemler açığı 2.2 milyar dolara, diğer bir deyişle, gayri safi milli" hâsılanın % 8’ine ulaşmıştı. Sırf Mart-Kasım arasında peyoyu desteklemek için 15 milyar dolar harcanmış, böylece iktidar partisi PRI’nın seçimleri kaybetme riski ortadan kaldırılmak istenmişti. Salinas döneminde yapılan "yapısal reformların en önemlilerinden biri olan özelleştirmeye sağlanan 25 milyar doların büyük kısmı pezo istikrarını sağlamak amacıyla kullanılmıştı. Krizin başlangıcından Mayıs sonuna kadar işini kaybedenlerin sayısının 800.000’i bulunduğu tahmin ediliyor. İstatistikler, işgücünün % 10’unu temsil eden 4 milyon kişinin de haftada 15 saatten daha az mesai yaptığını gösteriyor. 1995’in ilk üç ayında üretimin yıllık bazda % 9.1 düştüğü bildiriliyor

Tekila krizi Bankacılık krizleri bölümünde sayısal veriler eşliğinde yeniden irdelenecektir.

¹²¹ Seçkin Doğan “Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Ekonomik İstikrar Programlarının Bankacılık Sektörü Üzerindeki Etkileri ve Finansal Krizler” , **Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Eskişehir, Haziran 2005, s. 20-21

¹²² Jeffrey Sach, Aaron Tornel and Andres Velasco, “The Collapse of the Mexican Peso:What Have We Learned?”,**NBER working paper**,No:5142.s. 1-3. (çevirim içi)
<http://www.nber.org/papers/w5142> Erişim Tarihi:27.11.2010

3.3.Üçüncü Nesil Kriz modelleri

Asya krizinin birinci ve ikinci nesil kriz modelleri ile açıklanamaması sonucunda geliştirilen modellerdir. Krugman Üçüncü nesil kriz modellerinin diğer iki kriz modelinden farkını dört grupta açıklamaktadır.¹²³ ilk grupta, birinci nesil kriz modellerinde ülkelerin sahip olduğu makroekonomik büyüklüklerdeki problemlere Asya ekonomilerinde rastlanmamaktaydı. Hatırlanacağı gibi birinci nesil kriz modellerinin en büyük sorunu bütçe açıkları ve bu açıkların giderilmesi için hükümetlerin para basma yolunu seçmesiydi. İkincisi, bu ülkelerde her ne kadar 1996 yılında büyüme trendlerinde yavaşlama olsa da işsizlik problemi söz konusu değildi. Büyüme ve enflasyon da problem yaşatmayacak seviyelerdeydi. Hâlbuki ikinci nesil kriz modelinde makro ekonomik göstergelerdeki bozulmalar ya da kendi kendini besleyen ve çoklu dengelere neden olan beklentilerin meydana gelmesi ile sabit kurun terk edilip edilmemesi meselesi üzerinde durmaktadır. Üçüncü nesil kriz modelleri, daha çok bankacılık sisteminin meydana getirdiği sorunlar doğrultusunda krizi analiz etmektedir. Üçüncü nesil kriz modellerinde de, ikinci kriz modellerinde olduğu gibi bulaşma (contagion) etkisi ön plandadır. Bu modeller, her hangi bir ülkede başlayan kriz makro ekonomik temellerle açıklanamayan bir olgu olarak bir diğer ülkede krize neden olabileceği görüşüne dayanmakta olup, krizin temelinde hükümetlerin ahlaki risk taşıyan politikalarının olduğunu vurgulamaktadırlar.¹²⁴ Agenor’a göre üçüncü kriz modeller, varsayımlarında büyük ölçüde farklılaşabilmekle birlikte, finansal krizlerin “Ahlaki Risk” (Moral Hazard)’ten kaynaklandığına ilişkin yaygın bir birliktelik sergilerler.¹²⁵ Asya’da özel sektörün devlet garantisi varsayımıyla yatırımları için dış borç kullandığı görülmüştür. Bu durum borçlara karşı sigorta kalkını işlevi göreceğinden; yatırımlar olması gerekenden çok daha fazla artmıştır. Sürekli yatırım yapıldığını gören finans kurumları borç vermede Merkez Bankası rezervleri yeterli olduğu sürece göz

¹²³ Paul Krugman, “What Happened to Asia?”, (Çevrimiçi),

<http://Web.mit.edu.krugman/www.DISINTER.html>, January 1998, s.1.,Erişim Tarihi:20.09.2011

¹²⁴ Paul Mason, “Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers and Jump Between Multiple Equilibria”, **IMF Working Paper**, September 1998, s.2.

¹²⁵ Pierre-Richard Agénor, **The Economics of Adjustment and Growth**, USA, Harvard University Press, Second Edition, 2004, pp.614.

yumacaktır. Ne var ki Merkez Bankasının sınırlı rezervlerinin bu borçları karşılayamayacağının görülmesi ile birlikte finans kurumları borç vermeyi kesmiş ve krizin tetiğini çekmiştir.

Bu modelde bankacılık ve finans sektöründe olan kırılganlık, firmalara ayrılan kredi miktarını azaltmakta ve kriz olma ihtimalini arttırmaktadır. Bu modellere göre para krizinin yüksek borç, düşük devlet gelirleri, düşük rezervler, artan devalüasyon beklentisi ve yurt içi borçlanmadaki engellerin bir kombinasyonu sonucunda olacağını belirtmektedir. Üçüncü nesil kriz modelleri ile mücadelede faiz arttırma yöntemine gidilememektedir. Çünkü faiz artışı kredi miktarını etkilemekte, böylece firmalar finansal sermayeye kolayca ulaşamamaktadır. Kredi miktarının faiz oranlarına aşırı duyarlı olduğu durumlarda, nominal faiz oranlarında bir artış, kredi miktarını etkilemektedir. Bu durumda yatırımlar baskı altına alınmış olmaktadır. Böylece ekonominin üretim kapasitesi de bu durumdan negatif etkilenmektedir. Ülkenin vergi gelirleri düşmektedir. Bu durum kur üzerinde ilave bir baskı oluşturmakta ve krizi derinleştirmektedir. Bu gibi durumlarda merkez bankaları ilave strateji oluşturarak faiz oranlarını düşürmek suretiyle yatırımları canlandırmaktadır.

Üçüncü nesil kriz modellerinin diğer şekli ise banka bilançolarıyla alakalıdır. Girişimciler servetlerinin bir kısmı ile yatırım yapabilmektedir. Bununla birlikte kişilerin serveti yatırım amacı ile alınan dış borç tarafından belirlenmektedir. Bu etkileşim sermaye girişinin döviz kuru ve buna bağlı olarak şirketlerin dış borçlarının yerli para cinsinden ifade edilmesine neden olmaktadır. Sermaye girişi olduğu sürece şirketlerin döviz borcu, yerli para cinsinden yüksek olmayacaktır. Bu nedenle yatırım düzeyi yüksek olacaktır. Herhangi bir nedenle kötü bir durum ortaya çıktığında döviz kuru yükselecek dolayısıyla döviz cinsinden borç yükü artacaktır: borçların artması nedeni ile yatırımlar düşecek ve olumsuz bekleyişler kendini doğrulamış olacaktır. Endonezya'da ki firmaların bu şekilde döviz üzerinden borçlanmışlardır. Ülkede yaşanan siyasi istikrarsızlıklar nedeni ile bekleyişler kötüye dönmüş ve kriz kendi kendini doğrulamıştır.¹²⁶

Üçüncü nesil kriz modellerinin diğer bölümünü de tanımda da açıkladığımız gibi yayılma bulaşma) etkisi oluşturmaktadır. Genelde finansal krizlerde bulaşma üç

¹²⁶ Erdoğan ,a.g.e.s.42

şekilde incelenir. Birincisi, çokuluslu büyük finansal kurumların sınır ötesi bağlantıları ile ülkelerarası borç verme kısıtlarından kaynaklanan finansal bağlantılardır. Küreselleşmenin etkisi ile büyük firmaların daha ucuz emek gücü ve maliyetle üretim yapabilecekleri az gelişmiş pazarları tercih etmeleri bur duruma örnek verilebilir. İkincisi, ülkelerin karşılıklı ticari bağları veya üçüncü piyasalardaki rekabetçi tutumlarından kaynaklanan reel bağımlılıktır. Bazı ülkelerin bir ürünü üretmek için diğer bir ülkeye olan hammadde bağımlılığı bu duruma örnek verilebilmektedir. Sonuncusu acada küreselleşen piyasalar nedeniyle yatırımcıların ortak yatırım yapma güdülerinin artması sonucu oluşan egzogen değişim ile yatırımcıların, borçlu ülkelerin kredi yeterliliğinin yeniden değerlendirilmesi sonucu bunların kredi değerliliğini düşürüp, krizin yayılmasına yol açmasıdır.¹²⁷

3.3.1.Üçüncü Nesil Krizlere Örnek Olay: Asya Krizi

1997 Asya krizinin etkilerinin diğer krizlerden daha şiddetli olması ve yayılma etkisi nedenleri ile diğer kriz modellerinden farklılıklar içermesi üçüncü nesil kriz modellerini iktisat literatürüne sokmuştur. Paul Krugman “Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü” adlı eserinin ön sözünde, söz konusu eserin manşetlerden inmiş olan 1997-1999 Asya Krizi nedeniyle yazıldığını ve krizin pek çok büyük yıkıntı bıraktığını belirtmekteydi. Ön sözde Endonezya’nın bir daha kendine gelemediğini, Tayland’ın hala mali bir enkaz durumunda olduğu ve Güney Kore ile Malezya’da o tarih itibarıyla eski ekonomik güçlerini kazanamadıkları vurgulanmaktaydı.

1997 Asya Krizi, bölgedeki büyük ekonomik başarıların ardından patlak veren bir kriz olmuştur. Son on yılda ortalama GSYİH artış hızları ASEAN-5 olarak bilinen ülkelerde (Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur ve Tayland) %8 civarında gerçekleşmiştir. Son 30 yılda kişi başına milli gelir Kore’de 10, Tayland’da 5 ve Malezya’da 4 kat artmıştır. Dahası Hong Kong ve Singapur’da kişi başına milli gelir rakamları pek çok sanayileşmiş ülkeyi geride bırakmıştır. Kriz baş gösterene kadar bölge, gelişmekte olan ülkelere akan sermaye akışının yarısından fazlasını

¹²⁷ Fatih Yücel ve Hüseyin Kalyoncu, “Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları, Türkiye Örneği”, **Maliye Dergisi**, Sayı 159 Temmuz-Aralık 2010 s.57.

kendine çekmeyi başarmıştır. Asya Krizinin nedenlerini tek bir nedene bağlayarak açıklamak olanaksızdır. Maddeler olarak özetleyecek olursak;

- Banka ve finans kuruluşlarının yeterince denetlenememesi ve borç portföyü yapılarının bozulması
- Sabit kur rejiminin uzun süre devam ettirilmesi ve bu rejimin sonucunda finans sektöründe ve reel sektörde dışarıdan borçlanmanın ve aşırı düzeyde kur riski taşıyan pozisyon tutmanın daha cazip hale gelmesi. Güney Asya ülkeleri, döviz kuru politikalarını Plaza Anlaşmasından itibaren yaklaşık 10 yıl süreyle aynı şekilde, ABD dolarına veya bir sepete bağlayarak sabit kur uygulaması şeklinde sürdürdüler.
- Başta Tayland olmak üzere, bölgedeki pek çok ülkede meydana gelen büyük dış açıklar. Başlangıçta bu politikalar, hızlı büyüme ve düşük enflasyonu beraberinde getirdi. Fakat 1995'ten başlayarak paraların aşırı değer kazanması, bu ülkelerin ödemeler dengesini olumsuz yönde etkilemeye başladı. Bu süreç ise krize kadar devam etti.
- Emlak – menkul kıymet piyasalarında patlama şeklinde kendini gösteren ekonominin aşırı ısınmasının giderilmesinde yaşanan başarısızlıklar
- Asya ülkelerinin 1990 lı yıllarda finans piyasalarında serbestleşmeye gitmeleri ve sermaye ithalatını kolaylaştıran uygulamalara önem vermeleri

Yukarıdaki maddelerden de anlaşılacağı gibi Asya ülkelerinin krize giriş süreci, uygulanan ihracata yönelik ve sermaye ithalatına dayalı model çerçevesinde ele alınmalıdır. Çünkü Asya ülkeleri bu tür bir gelişme modeli benimsemişlerdir. 128 Asya ülkeleri, dış tasarrufları ülkelerine çekmek için para birimlerini ABD dolarına endekslemişlerdir. ABD dolarının güçlenmesi, bu ülkelerin para birimlerinin aşırı değerlenmesine neden olmuştur. Böylelikle ihracat pahalılaşmış, ülkeye giren dövizlerdeki düşüş

¹²⁸ Gülten Demir, **Asya Krizi ve IMF**, İstanbul, D&R Yayınları, 1999, s.149.

nedeni ile cari açık sorunu baş göstermeye başlamıştır. Asya'ya akan fonların sıcak para olarak (büyük oranda kısa vadeli banka kredileri, portföy yatırımları, gayrimenkuller gibi) gelmesi, bölgede istikrarsızlığı daha da arttırmıştır. Kredi balonunun şişmesi, yanlış yatırımlar, rekabetin bozulması, ithalat-ihracat yapısındaki bozulmalar krizin sinyali vermeye başlamıştır. Sonuç olarak iktisadi dengeleri derinden etkileyen 1997 Asya Krizi 2 Temmuz 1997'de Tayland para birimi Baht'ın %40 oranında devalüe edilmesiyle fiilen başlamıştır. Tayland Merkez Bankası, o güne kadar dolara "peg" edilmiş olan Tayland Baht'ını serbest bıraktığını açıkladı. Merkez Bankası, artan baskılar karşısında önce döviz rezervlerini kullanarak Baht'ı korumaya çalışmış, ancak bu bir işe yaramadığı gibi döviz rezervleri de birkaç hafta içerisinde erimişti. Sonuç olarak Baht, dolar karşısında yüzde 20 oranında devalüe edilerek, dalgalı kura geçildi. Tayland merkez bankası Temmuz ayında parasının değerini serbest bırakmak zorunda kalmıştır. Bunun sonucunda kur, 1 dolar karşılığı olan 24 baht, 1 dolar karşılığı olan 28 bahta çıkmış ve % 16 oranında değer yitirmiştir. Bu hızlı değer kaybı yılsonuna kadar keskin bir şekilde devam etmiş ve Temmuz-Aralık gibi 6 aylık kısa süre içerisinde toplamda % 45 toplam değer kaybı ile 1 dolar karşılığı 45 baht olmuştur. Borsa 125 puandan %76 düşüşle 30 puana inmiştir. Vadeli döviz satışı yapan Tayland Merkez Bankası'nın 30 milyar dolar olarak açıkladığı döviz rezervlerinin aslında 1 milyar dolar civarında olduğunun anlaşılması, devalüasyonun sebeplerinden sadece birini oluşturmuştur. Bunalımın bir diğer sebebi de, Merkez Bankası'nın devlete ait Mali Kuruluşları Geliştirme Fonu'nun zor durumdaki aracı kurum ve bankalara aktardığı yaklaşık 8 milyar doları finanse etmek için durmaksızın para basmasıdır.

Devalüasyon, istenen sonuçları vermediği gibi Tayland ekonomisini krize sürükledi ve Baht'ın değeri altı ay içerisinde yüzde 50 oranında azaldı. Domino etkisi nedeniyle başta Malezya, Endonezya ve Güney Kore olmak üzere tüm bölge ülkeleri krizden ciddi bir şekilde etkilendi. Bu ülkelerin para birimleri büyük düşüşler yaşadı, borsalar çöktü, şirketler iflas etti ve milyonlarca insan yoksulluk sınırının iyice altına itiliverdi. Daha önce belirttiğimiz gibi 1990'ların başında bölge ülkelerine dışarıdan her yıl 50 milyar dolarlık para akışı olurken,

krizden sonraki iki yıl içerisinde 230 milyar dolarlık bir sermaye kaışı gerçekleşti. 1998 yılında, ASEAN lkelerinin toplam GSYİH'si sadece bir yıl içerisinde yüzde 32 oranında küçüldü. ¹²⁹

Tayland kaynaklı bu kriz, bölgedeki ülkelerin Japon ve Çin kaynaklı dış sermaye yatırımları nedeni ile yoğun bir ekonomik entegrasyon içinde bulunmaları, dış ticaretlerinin birbirine bağımlı olmaları sonucunda yayılma (spill-over effect) ¹³⁰ tüm bölgeye yayılmıştır. 2 Temmuz krizin başlangıcından 1997 sonuna kadar borsalar yaklaşık %40 değer yitirmiştir. Özellikle de kısa vadeli kredilerle uzun vade yatırımların finanse edilmesi krizin daha da derinleşmesinde büyük rol sahibidir. Tayland'la aynı ekonomik politikaları uygulayan Malezya ve Endonezya ve Güney Kore de birkaç ay içinde paralarını dalgalanmaya bıraktılar. Bu durum, söz konusu ülkelerin dolar karşısında paralarının değer kaybetmesine neden oldu. Temmuz 1997 tarihinde Baht'ı serbest dalgalanmaya bırakmış, bu durum diğer krizlerde olduğu üzere bölgedeki diğer paralara karşı spekülatif hareketleri arttırmış ve Baht'taki değer kaybını Malezya, Endonezya ve Filipinler'deki devalüasyonlar izlemiştir. Devalüasyon dalgası ve bu dalganın gözler önüne serdiği finans piyasalarının durumu, yatırımcılarda güven kaybına neden olmuş, ülkeler ekonomilerini düzlüğe çıkarabilmek için IMF destekli katı maliye politikaları uygulamaya başlamışlardır. IMF tarihinin en büyük yardım paketini bu kriz sırasında açmıştır. Bu yardımları Asya Kalkınma Bankası ve Dünya Bankası izlemiştir.

Söz konusu ülke paraları dolar karşısında oldukça fazla değer yitirdi. 1997 yılının son aylarında ilk şokun etkisi atlatılamadan yeni bir spekülatif hareket başladı. Singapur, parasında % 11 oranında devalüasyona izin verdi. Singapur'un ihraç mallarının ucuzlaması, Tayvan mallarının rekabet gücünü baltaladı. Bu durum sonucunda Tayvan'ın da parasını devalüe edeceği düşüncesi, Tayvan parasına karşı

¹²⁹ Altay Atlı, " Krizden On Yıl Sonra Asya kaplanları ", **Referans Gazetesi**,1 Aralık 2008.

¹³⁰ **Spill-Over Effect (Yayılma Etkisi)** :Yayılma etkisi ekonomide dışsalıklar olarak bilinen bir aktivite olup negatif ve pozitif durumlarda karşımıza çıkabilmektedir. Mesela bir işleme tesisinden yayılan kötü kokuların, komşularını rahatsız negatif dışlama olarak rneklendirirken, komşunun yetiştirdiği çiçeklerden gelen hoş kokuların pozitif dışlamaya örnek gösterebiliriz. Kriz modellerine de uyarlanan bu etkide Finansal piyasaların giderek bütünleştiği günümüz dünyasında herhangi bir ülkenin finans piyasasında meydana gelen istikrarsızlıkların veya krizin bir başka yerde makroekonomik temellerle açıklanamayan bir krizi başlatabilmesi gerçeğinden hareket eder.bu modellerde hükümetlerin ahlaki tehlikeye yol açan politikaları (zellikle finansal güvenlik ağları), krizi yaratan temel faktör olarak ele alınmaktadır.

spekülatif bir atak başlattı. Kasasında yeterince rezerv olması nedeniyle ilk başlarda Tayvan merkez bankası piyasaya çeşitli müdahalelerde bulundu. Fakat rezervlerinin çoğunu bu müdahalelerde eriten Tayvan merkez bankası ekim ayında parasının değerini serbest bırakmak zorunda kaldı. ABD doları karşısında yaklaşık % 5 eriyen Tayvan parası Hong-Kong parasının göreceli olarak değerlendirilmesine neden oldu. Bu durum yatırımcıların Hong Kong u riskli ülke kategorisinde algılamalarına yol açtı ve ülkede ciddi bir hisse senedi satışı başladı. Bunun yanında Hong Kong dolarına da ciddi satış geldi. Spekülatif hareketler sonucunda Ekim ayının 3. haftası hisse senetleri endeksi % 23 oranında değer kaybetti. Asya krizi ilk olarak; küresel ekonomide var olan dengesizlikleri artıran güçleri serbest bırakmıştır. Korumacılık ve deflasyon eğilimlerini tekrar ortaya çıkarmıştır. ikinci olarak; rekabeti devalüasyonların doğuracağı tehlikeler artık eskiye göre daha fazladır ve bundan sonra dünya ekonomisinde var olan tehlike enflasyon değil deflasyondur. Eğer bu kriz küresel deflasyonu derinleştirirse, korumacı ve deflasyonist önlemlerin yaygınlaşması beklenmelidir. Bu nedenle, Japonya, Almanya, Fransa ve ABD gibi fazla veren ülkelerin ileride “talebi artırıcı, genişletici mali politikalar” izlemeleri çok önemlidir ve bu husus dikkatle izlenmelidir. Güneydoğu Asya krizi nedeniyle, kalkınmakta olan ve yeni sanayileşen ülkelere yönelik net özel sermaye girişi, IMF’nin 1997 yılsonu tahminlerine göre, 80 milyar dolar civarında azalmıştır.

Asya Krizi, Bankacılık krizleri bölümünde sayısal veriler eşliğinde tekrar irdelenecektir.

3.4.Bankacılık Krizleri

Bankacılık ve döviz krizleri, finansal krizlerin iki önemli ayağını oluşturmaktadırlar. Gelişmekte olan ülkelerin bankacılık sistemleri, mülkiyet yapısı, ölçek farklılıkları, sistemsel denetim mekanizması, uluslar arası mali standartlar, teknoloji gibi özelliklerde sorunlarla başa çıkmaktadırlar. Bu durum bankacılık krizlerine önemli zemin hazırlamaktadır. Bankacılık krizi, finansal sistemde güvenin kaybolmasıyla tasarruf sahiplerinin mevduatlarını geri çekmek için bankalara hücum etmeleri durumudur. İstikrarsız makroekonomik yapı, yetersiz yasal düzenlemeler, yeterli ve etkin denetim ve gözetimin bankacılık sektöründe mevcut olmaması, kredi mantığının oluşmaması, mali altyapı unsurların güvenilir olmaması gibi nedenler bankacılık sektörünü krize açık bir yapı haline getirmektedir.

Banka bilançolarının en dikkat çekici yönü, banka aktiflerinin çoğu likit olmayan varlıklarda oluşur. Temelde banka aktiflerini, kısa zamanda nakde dönüştürülmesi söz konusu olmayan krediler oluşturur. Bununla birlikte, talep edildiğinde bankanın mevduatlarını nakde dönüştürme taahhüdü bir onur sorunudur. Bu sorun likidite riskini doğurmaktadır. Piyasadaki faiz oranları ve döviz kurundaki değişimler bir sermaye kaybına neden olmaktadır. Bu şekilde meydana gelen riske piyasa riski denir. Bu riskleri üstlenmek bir bankanın ekonomik fonksiyonlarının bir parçasıdır. Bu riskleri mümkün olduğunca düşük seviyede tutabilecek performans gösteremeyen bankalar her an bir iflasla karşı karşıya kalmaktadır.¹³¹

Bankacılık krizleri küresel dünyada farklı yapılarda karşımıza çıkabilmektedir. Banka başarısızlıkları ve banka iflasları sık karşılaşılan kriz nedenleridir. Banka iflasları bankaların getirmekle yükümlü oldukları sorumluluklarını yerine getirememesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Banka başarısızlıkları ise, kur riski, faiz riski ve likidite riski sonucu bankaların ödeme güçlerinde meydana gelen azalma sonucunda ortaya çıkmaktadır. Bankacılık krizlerinde, bir bankada başlayan krizin tüm sistemi etkilemesi durumu sıkça gözlenebilmektedir. Bankaları kurtarmak için

¹³¹ İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Bursa, Ezgi Kitabevi Yayınları. 7. Baskı. Ocak 2000,s 161.

başlatılan kamu harcamaları ise krizi daha da derinleştirebilmektedir. Özellikle kamu harcamalarındaki artışlar sonucu oluşan kamu açıklarının finansmanı için enflasyon vergisi gibi ekonomiler için olumsuz sonuçları olan yöntemlere başvurulabilmektedir. Bankacılık krizlerinin en önemli sebeplerini şu şekilde sıralayabiliriz.¹³²

- Uluslar arası rezervlerin yetersiz seviyeye düşmesi
- Döviz kurundaki aşırı değerlenme
- Resesyonlar
- Yüksek faiz oranları
- Kredilerdeki aşırı büyüme

Çalışmamızda belirttiğimiz gibi, bankacılık krizleri tüm bankacılık sistemini krizlere sürükleyerek sistematik kriz olarak karşımıza çıkabilmektedirler. sistemik bir bankacılık krizine dönüşmesi için aşağıdaki koşullardan en az bir tanesinin gerçekleşmesi gerekmektedir.¹³³

- Bankacılık sisteminde, toplam varlıklar içinde geri ödenmeyen kredilerin % 10 u aşması
- Banka kurtarma operasyonlarında harcanan tutarın, GSYİH'nın % 2 si olması Bankaların önemli bir bölümü, sermayesini asan oranda geri dönmeyen kredi sorunu ile karşılaşması
- Bankacılık sektöründe problemlerin, bankaların büyük ölçekli devletleştirilmesi sonucunda ortaya çıkması
- Geniş hacimli banka hücumlarının ortaya çıkması veya krize karşı mevduatların dondurulması, uzatılmış banka tatilleri ya da, mevduat sigortası sisteminin yasallaştırılması gibi acil önlemlerin gündeme gelmesidir.

Bankacılık krizlerin mantığını daha iyi anlayabilmek için banka bilançolarının iyi şekilde bilinmesi gerekmektedir.

¹³² Morris Goldstein and Philip Turner, "Banking Crises In Emerging Economies: Origins And Policy Options", **BIS Economic Papers**, No: 46, BIS Basle, November 1996. pp.6. (Çevirim içi) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=52074, Erişim Tarihi:16.10.2012.

¹³³ Aslı Demirgüç Kunt and Enrica Detragiache, 1998, "The Determinants of Banking Crisis in Developing and Developed Countries", **IMF Staff Paper**, 45 (1), 1998, s 91.

31.12.2011			
AKTİFLER %		PASİFLER %	
REZERVLER		MEVDUAT	65
Zorunlu	5	Vadesiz	8
serbest	15	Vadeli	57
MENKUL KIYMETLER	43	MEVDUAT DIŞI KAYNAKLAR	16
Kamu	40	İnterbank	7
Diğer	3	TCMB	0
KREDİLER	25	Uluslar arası	9
Kısa Vadeli	14	Menkul Kıymet	0
Uzun Vadeli	11	DİĞER PASİFLER	6
DİĞER VARLIKLAR	12	SERMAYE	13
AKTİF TOPLAMI	100	PASİF TOPLAMI	100

Tablo 10: Örnek Banka Bilançosu ve Türk bankacılık Sistemindeki Yüzdeleri

Kaynak: BDDK ve Bankalar Birliği

Tablo (10) daki banka bilançosunu incelediğimizde, işletme bilançolarına göre temel farklılıklar olduğunu anlayabiliriz. Banka bilançosunda pasif taraf bize fon kaynaklarını göstermektedir. Çünkü bankalar yükümlülük satarak fon elde ederler. Pasif yaratarak ya da ellerindeki yükümlülükleri satarak elde ettikleri bu fonlarla da kredi ve menkul kıymet ya da benzeri gelir getirici enstrümanları satın alırlar. Mevduatlar ise Daha önce ele aldığımız gibi; mevduat, istendiği zaman veya belirli bir vade sonunda geri alınmak üzere bankaya yatırılan fonlardır. Banka açısından değerlendirildiğinde, mevduat, bankanın mevduat sahiplerinden aldığı borcu ifade eder. Mevduat sahipleri açısından değerlendirildiğinde ise mevduat, mevduat sahibinin bankaya vermiş olduğu kredi gibi düşünülebilir. Diğer bir kalem mevduat dışı kaynaklardır. Bankalar mevduat toplamının yanında tahvil ve bono satışı ile fon yaratabilirler. TCMB'den borçlanmak diğer bir fon yaratma yöntemidir. Bizim bankacılık sistemimizde fazla yaygın olmayan ve reeskont kredisi olarak adlandırılan bu duruma bankaların diğer bir alternatif fon yaratma yöntemidir. Bankalar birbirlerine borç vermek suretiyle de fon yaratabilirler. Kısa vadeli olarak kullanılan bankalar arası borç alma verme, interbank denilen bankalar arası piyasa aracılığı ile yürütülmektedir. Bankaların mevduat dışı fon yaratma yöntemlerinden biri de, ülkemiz bankacılık sisteminde de çokça kullanılan uluslar arası piyasalardan sağlanan kredilerdir. Yurt dışı kredilerinin önemli bir kısmını sendikasyon kredileri

oluşturmaktadır. Diğer pasifler kalemi, Ödenecek vergiler, diğer karşılıklar ve yukarıdaki sınıflandırmaya dâhil edilemeyen kaynakların yer aldığı bu pasif kalemin toplam içindeki payı %6 civarındadır. Sermaye kalemi ise Bilançonun pasif tarafında yer alan son kalem sermaye başlığı altında toplanan ve bankaların öz kaynaklarından oluşan kaynaklarını ifade eden kalemdir. Varlıklar tarafına baktığımızda, saydığımız kaynaklardan elde edilen fonlar, bankaya gelir getiren varlıkları satın almak için kullanılır. Rezervler ise çeşitli kaynaklardan elde ettikleri fonların bir kısmını nakit veya nakde kolayca çevrilebilen varlıklarda tutarlar. Bankaların bu şekilde davranmalarının iki nedeni vardır. Birincisi zorunlu rezervler adı verilen ve yasadan gelen rezervlerdir. Bu rezervlerin ne oranda olacağı TCMB tarafından belirlenmektedir. İkinci rezervler ise bankalar serbest rezervleridir. Bankalar toplam kaynaklarının yaklaşık %5'ini zorunlu, %15'ini ise serbest rezerv olarak bulundurmaktadırlar. Kredi kullanan kişi veya kurum açısından bir borç niteliğinde iken, banka açısından bir alacak veya varlık niteliğindedir. Krediler, tüm varlıklar içerisinde likiditesi en düşük olan varlık niteliğindedir. Öte yandan, krediler, tüm varlıklar içerisinde geri ödenmeme riski en yüksek varlık olma özelliğine de sahiptir. Banka bilançosunda izlediğimiz menkul kıymetlerin tamamı borç ifade eden tahvil ve bono türü menkul kıymetlerdir. Bankacılık sisteminin elinde bulunan özel sektöre ait tahvil-bono miktarı toplam varlıkların ancak %3'üdür. Kaynakların çok daha büyük bir kısmı (yaklaşık %40'ı) devlet tahvilleri ve Hazine bonolarına aktarılmaktadır. Türk bankacılık sistemi açısından toplam varlıklar içerisinde bu kadar yüksek bir oranda kamu kesimi kaynaklı menkul kıymet stokunun bulunması ciddi bir faiz riski de doğurmaktadır.

Bankacılık alanında ve teknolojik alanda meydana gelen hızlı değişim ve gelişime rağmen, finansal ürünlerin kurumsallaşması ve gerektiği şekilde uygulanabilmesi sürecinde sorunlar ortaya çıkabilmektedir. Bu sorunlar daha çok mevzuat altyapısının henüz tam olarak oluşturulmamış olması ve ekonomik istikrarsızlık nedeniyle ortaya çıkabilmektedir.

3.4.1. Bankacılığın Riske Açık Yapısı

Bankacılık sisteminin riske açık yapıda olmasının en önemli nedenlerinden biri **özkaynak yetersizliğidir**. Özkaynakların yetersiz olmasında sektörde yer alan, gerek aktif gerekse sermaye büyüklükleri açısından, küçük bankaların büyük bankalara nazaran çoğunlukta olması etkilidir. Bu küçük ölçekli bankalar hem toplam aktifler, hem de özsermaye büyüklüğü açısından son derece yetersiz olup, bu bankaların fon kaynağı sadece interbank ya da uluslararası finansal piyasalardır.¹³⁴

Bankacılık sektörünü riske açık bir yapı haline getiren diğer bir unsur ise **Faiz Riskidir**. Bankaların sıklıkla karşılaştıkları risk türüdür. Faiz riski, gerek nominal gerekse reel faiz oranlarındaki hareketlenmelerden kaynaklanır. Faiz riski, aktif kalemleriyle pasif kalemleri arasında vade ya da faiz bazında bir uyumsuzluk olması veya değişken faizli mali yükümlülüklerin gelecekteki nakit akımları, gelir–gider üzerinde belirsizliğe yol açması halinde ortaya çıkar.¹³⁵ Genelde iki şekilde ortaya çıkmaktadır. İlki bankaların yükümlülüklerine göre, uzun vadeli varlıklara sahip olması nedeniyle meydana gelen yeniden finansman riski olup, bankalar uzun vadeli varlıklarını, yeniden borçlanarak yada borçlarını uzatarak finanse ederler. İkincisi ise, bankanın yükümlülüklerine kıyasla daha kısa vadeli varlıklartutmasından kaynaklanan yeniden yatırıma riski olup yeniden yatırılan fonların getirisinin fonların maliyetinin altına düşme olasılığını ifade etmektedir.

Kur riski, bankacılık sektörünün karşılaştığı diğer bir risk şeklidir. Kurlardaki değişmelerden kaynaklanan kazanç ve kayıplarla ilgilidir. Kur riski, yabancı paraya dayalı işlemlerde, yabancı paraların yerli paraya ya da birbirlerine karşı değerlerinin değişmesi halinde ortaya çıkar, sonuçta bu da kar veya zarara yol açar. Bir bankanın bilançosunda, yabancı para cinsinden net pozisyonu açık pozisyon ise yabancı para yükümlülükleri varlıklarını aşmaktadır. Eğer yabancı para değer kazanırsa banka bu açık pozisyon nedeniyle zararlar karşılaşır. Yabancı para değer kaybederse banka bu işten kazanç sağlar.

Fiyat Riski bankaların bilançolarında mevcut hisse senedi, bono gibni enstrümanların fiyatlarının düşmesi sonucu oluşan risktir.

¹³⁴ Parasız, A.g.e.s.128.

¹³⁵ Faik ÇELİK, Faik. “Türk Bankacılığında Risk Yönetimi Yönetmeliği Dönemi ve Piyasa Riski Ölçüm Metodları”, **İktisat Dergisi**, Eylül 2001, s. 62.

Yasal düzenleme riski bankalar açısından bazen karlarda ciddi düşüşlere neden olabilmektedir. Ülkemizde de örneklerini görebileceğimiz yabancı para cinsinden kredi vermenin yasaklanması, Kredi kart kullanımında yapılan yasa düzenlemeler bankaların karlarında ciddi düşüşlere neden olmaktadır.

Kredi riski, bankaların karşılaştıkları en yaygın risk çeşitidir. Kredi riski, kredi müşterisinin borcunu ödeyememesi durumudur. Bu nedenle bankalar kredi kullandırdıkları kişi ve kurumları çeşitlendirmedikleri durumlarda kredi riski ile daha fazla karşılaşır. Banka müşteri çeşitlendirme yoluna gitse bile, dikkatli bir eleme sistemine sahip olmayan bankalar, nitelik açısından daha kötü bir aktif yapısına sahip olacaklarından, herhangi birdışsal şokta borcunu ödemeyen müşteri sayısının çokluğu nedeniyle, ödeyebilirliğini yitirebilirler. Bu nedenle kredi riski, kefiller, maddi teminatlar gibi unsurlarla azaltılma yoluna gidilmelidir.

Likidite riski diğer bir risk türüdür. Bankalar, taahhütlerini zamanında yerine getirebilmek amacıyla, mevcutlarında nakit değerler ya da likiditesi yüksek finansal araçlar bulundurmamak durumundadırlar. Eğer bir banka, taahhütlerini karşılayabilecek söz konusu araçlara sahip değilse, likidite riski ile karşı karşıya demektir. Bu risk, özellikle kısa vadeli varlıklarının yine kısa vadeli taahhütlerini karşılayamama durumunda ortaya çıkar.¹³⁶ Likidite riski genelde bankacılık sektörünün tümü için değil tek tek bankalar içingeçerlidir çünkü bir bankadan çekilen para eğer farklı bir yatırım alanı seçilmişse tekrar başka bir bankaya döner. Bir bankanın sıkıntıya girmesi mudileri panikletip banka hücumuna yol açarsa tüm sistemi tehlikeye sokabilir. Bu yüzden bankaların mevduatının ne kadarını nakit olarak tutacağı, ne kadarını karşılık olarak ayıracağı, ne kadarını yüksek likiditesi olan enstrümanlara yatıracağı oldukça önem arz etmektedir.

Aktiflerin vadesi pasiflerin vadesine göre daha uzun olduğundan pasifler daha önce fiyatlanmakta ve örneğin faiz oranlarındaki artış bankayı olumsuz yönde etkilerken, azalış ise olumlu yönde etkilemektedir. Bu yüzden merkez bankaları mevduatın belli bir oranını mevduat munzam karşılığı olarak kendisinde her an kullanılmaya hazır olarak tutmaktadır. Yine dispoisibilite de

¹³⁶ A.e.64.

bankaların yaşayabileceği bir likidite sıkıntısına karşı sigorta olarak tutulmaktadır. Yine de bankalar eğer sorun sadece vade uyumsuzluğu ise dış piyasalardan kolaylıkla borçlanabilmektedirler.¹³⁷

Operasyon riski, bir bankanın maliyetlerinin gelirlerini aşan bir biçimde faaliyette bulunması ve bu nedenle öz kaynaklarını yitirmesi anlamına gelir. Operasyon risklerinin bir diğer yönü, ödeme sisteminin islemesi ile ilgilidir. Mesela bankanın bilgisayar sisteminde çökme yada sistemsel sorunlar nedeniyle bankanın karşılaşacağı zararlar operasyon riskine örnek gösterilebilir. Benzer şekilde personel hatasından kaynaklı sözleşmeler, muhasebe kayıtlarındaki hatalar, dolandırıcılık gibi durumlar operasyonel riske örnek gösterilebilir.

Ödeme Gücü (Solvency) riski ise saydığımız tüm risklerin sonucudur. Bankanın varlıkları ile yükümlülüklerini karşılayamaması riskidir. Bu durumdaki bankaya ödeyebilirliğini yitirmiş (insolvent) denilmektedir. Likidite riski geçici ve çözümü olan bir durum olmasına rağmen ödeme gücü riski kalıcıdır ve bankaları iflasa götüren bir süreçtir.

3.4.2. Finansal Serbestleşme (Finansal Liberalizasyon) ve (De) Regülasyon

Finansal serbestleşme finansal baskılamadan / sınırlamadan çıkmış bir finansal sistemi ifade etmektedir.¹³⁸ Belli devlet müdahaleleri olsa da genel anlamda sınırlamaların olmadığı bir durumu ifade etmektedir. Özellikle 1980 li yıllar dünyada finansal serbestleşmenin oldukça yoğun olarak yaşandığı yıllar olarak bilinmektedir. Dünyadaki finansal serbestleşme hareketleri Türkiye’de bankacılık sektörünü de önemli derecede etkilemiştir. Özellikle denetimin azalması (deregulation), Türk bankacılık sektörünün, sistemin piyasa koşullarına göre hareket edebilme gücünü arttırmış, Türk bankacılık sistemi dışa açık ekonomik politikaların olduğu bir ortamda rekabet ile en çabuk ve en yoğun karşılaşan sektör olmuştur.

¹³⁷ Halil Tunalı, “Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri sonrasında türk bankacılık Sektörünün Yeniden yapılandırılması”,**Yayımlanmamış Doktora Tezi**, İstanbul 2007 s. 127.

¹³⁸ Fanelli M.,J. Ve Medhora, R., “Financial Reform in Developing Countries:An Overview”, IDRC,(International Development Research Centre), (Ottawa,1998). pp.5.

Faiz kontrollerinin kalkması, piyasaya girişin yerli ve yabancı bankalar için daha kolay hale gelmesi, zorunlu rezervlerin azalması, yerli, paranın konvertabl hale gelmesi, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi gibi, iç ve dış finansal deregülasyon uygulamaları ile bankacılık sistemi daha da riske açık hale gelmiştir.

Finansal liberalizasyonun iki farklı aşamasından söz edilebilir. İç ve dış finansal liberalizasyon. İç liberalizasyon, iç finansal piyasalardaki, faiz tavanları, giriş kısıtları, likidite zorunlulukları gibi regülasyonların kaldırılmasıdır. Dış liberalizasyon ise sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması ve yerli paranın konvertibilitesi şeklinde tanımlanabilir.

3.4. 3. Finansal Baskılama (Financial Repression)

Shaw ve McKinnon finansal liberalizasyonun teorik temelini oluşturan çalışmalarında “Finansal Baskılama” ve “Finansal Derinleşme” gibi terimleri, iktisat literatürüne kazandırmışlardır.¹³⁹ Mc Kinnon’ a göre biri ülkenin finansal piyasaların fiyat kontrolleri vb yöntemlerle verimli bir şekilde çalışması engelleniyorsa, o ülkede finansal sistemin baskılanması söz konusudur. bu sorunların çözümü, deregülasyon, yani finansal baskılama olgusuna neden olan unsurların kaldırılmasıdır. Böylece finansal derinlik artacak ve artan tasarruflar verimli yatırımlara yönelecektir.

Finansal piyasalarda en çok kullanılan baskılama yöntemi mevduat ve kredi faizi tavanıdır. Finansal baskının geçerli olduğu bir durumda faiz oranları kamusal otorite tarafından belirlenmektedir. Bu nedenle finansal derinlik istenilen ölçüde sağlanamayacaktır. Reel faiz oranlarının negatif oluşu, tasarruf ederek tüketimi ötelemekten beklenen faydayı ortadan kaldırmaktadır. Tüketim harcamalarının artmasıyla birlikte ödünç verilebilir fonların arzı daralmaktadır. Böylece finansal derinlik olanağı ortadan kalkmaktadır.

McKinnon ve Shaw dan sonra , “ Finansal baskı” olarak adlandırmak literatürde gelenek olmuştur. Finansal baskı politikalarının temel ve önemli karakteristiklerini şöyle sıralamıştır;

¹³⁹ McKinnon, Ronald I. “Money and Capital in Economic Development”, **The Brooking Institution**, Washington 1973. ve Shaw, Edward. **Financial Deeping in Economic Development**. Oxford University Pres, London 1973.

- Borsa işlemleri önem arz etmez. Bu nedenle finansal kurumların gerçek fonksiyonları ön plana çıkmaz.
- Ödemeler dengesi kalemlerinden sermaye hareketlerini kontrol için kullanılan döviz kurları yurt içi finansal sektörü dışlar.
- Finansal baskının uygulanmadığı bir ekonomide; mevduat ve kredi faizleri genellikle reel olarak negatiftir ve krediler rasyonel kitlelere göre verilmemektedir.

3.4. 4.Finansal Derinleşme (Financial Deepening)

Finansal derinleşme, finans sisteminin hangi ölçüde genişlediğini ve finansal enstrümanların ne oranda çeşitlendiğini göstermektedir. Eğer finansal sistem belirli bir derinlik kazanırsa mevduat ve kredilerin vadelerini birbirine eşitleyerek piyasalara ilişkin bilgi toplama döneminde ölçek ekonomilerinden yararlanarak ve riski dağıtarak işlemle ilgili maliyetleri minimum düzeye indirebilir.

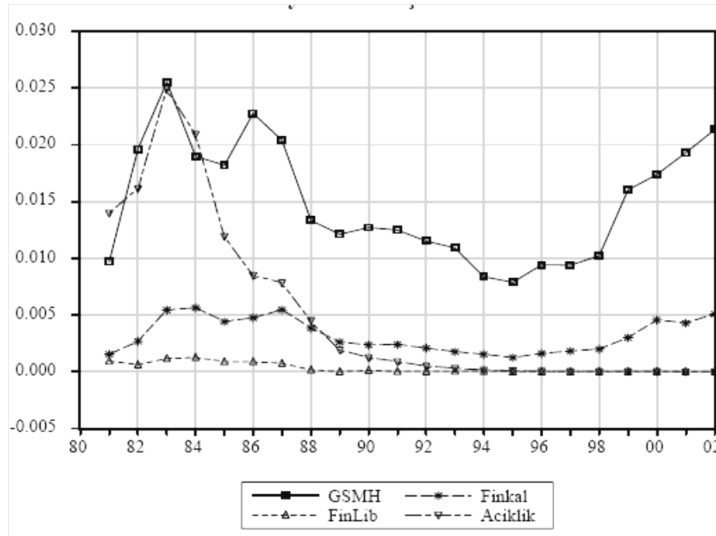
Finansal deregülasyon sonucu, bankacılık sektörü ile sermaye piyasası arasında aracılık yapan birçok kurum ortaya çıkmaktadır. Bu durum finans piyasalarında derinleşmeyi beraberinde getirir. Finans sektöründe yaratılan fonların, reel kesime aktarılma oranı yüksekse finansal derinleşme yüksek olacak ve buda ekonomik büyüme oranını arttıracaktır.¹⁴⁰

3.4. 5.Deregülasyon

Ekonomide deregülasyon, piyasanın işleyişiyle ilgili kanunların ve kuralların piyasanın sağlıklı işleyişini engellemeye başladığı düşünülen noktada, tamamen ya da kısmen uygulamadan kaldırılması anlamına gelir. Diğer bir ifadeyle finansal liberalizasyon ve serbestleşme etkin kaynak tahsisini ve rekabetçi yapıyı bozduğu varsayılan her türlü gözetim ve denetim düzenlemelerinden piyasaları arındırma süreci olarak tanımlanmaktadır. Regülasyon, yasalar, yönetmelikler, vb gibi hukuk araçlarıyla kamu otoritesinin bir alanı düzenlemesi olduğuna göre deregülasyon da bu tür düzenlemelerin kaldırılması anlamına gelmektedir. Amaç, liberal ekonominin piyasayı kamu müdahalelerinden uzak tutma prensibi çerçevesinde, kamu kesimiyle piyasa arasındaki mesafeyi açmaktır.

¹⁴⁰ Targan, Ü. (1996), “Finansal Kesimin Reel Sektöre Kaynak Yaratma Kapasitesi”, İTO Yayını, İstanbul, ss.12.

İktisat literatürü, finansal serbestleşmeyi destekleyen ve finansal serbestleşmeye karşı çıkan yaklaşımlar olmak üzere iki farklı kutba ayrılmaktadır. McKinnon ve Shaw' a göre yeni kurumların finansal sisteme girişini engelleyen düzenlemelerin ortadan kaldırılması ve finansal kurumların gelişebilmesi, finansal serbestleşmenin önemli bir ayağını oluşturmaktadır. Finansal serbestleşme ile birlikte reel faiz oranlarındaki artış hem finansal tasarrufları, hem de yatırımlarda kullanılacak fonları arttırmaktadır. Böylece yatırım artışı sağlanabilecektir.



Grafik 11:Finansal Kalkınma, Açıklık, Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi İlişkisi

Kaynak: Sara Onur¹⁴¹

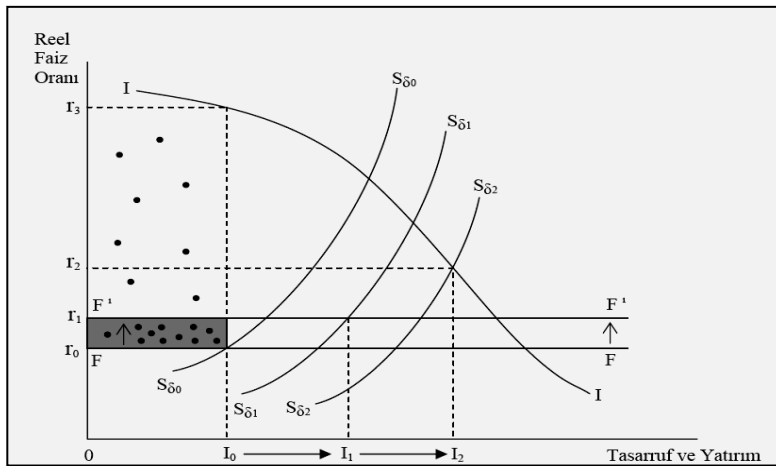
3.4.6.Finansal Serbestleşmeyi Destekleyen Yaklaşımlar

3.4.6.1.McKinnon-Shaw Modeli (Liberal Yaklaşım)

Finans piyasalarındaki fiyat ve miktar sınırlamalarının kaldırılması ve ekonomilerin uluslar arası sermaye geçişlerine açılış süreci olarak adlandırılan finansal serbestleşme olgusu, 1970'li yıllarda McKinnon ve Shaw tarafından ortaya atılan Neo-klasik finansal serbestleşme teorisiyle birlikte işlerlik kazanmıştır. Neo-klasik McKinnon ve Shaw hipotezi, birbirinden ayrı olarak, Keynesyen ve Neo-klasik faiz anlayışına karşı çıkmışlar ve finansal liberalizasyon ile tasarruf ve yatırımların artacağını dolayısıyla ekonomik

¹⁴¹ Sara Onur, "Finansal Liberalizasyon Ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki", **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 1, Sayı 1,2005,s.144.

büyümenin hızlanacağını ileri sürmüşlerdir. Finansal liberalizasyon modelleri öz olarak ödünç verilebilir fonlar teorisine dayanmaktadır. McKinnon ve Shaw'un politika önerileri Neo-klasik yaklaşıma ben-zese de, para ile sermaye birikimi arasında ikame etme ve tamamlayıcılık (complementarity) rolü açısından farklılık göstermektedir. Önemli bir noktayı da belirtmeliyiz ki Neo-klasik büyüme modellerinde finansal varlıkların reel getirisindeki artış yerine getirilerdeki düşüşün tasarruf ve yatırımları teşvik etmekte ve bu duruma paralel olarak iktisadi büyüme hızlanmaktadır. Mc Kinnon ise tam tersi şekilde reel para balanslarının ve ekeonomik anlamdaki yatırımların tamamlayıcı mallar olarak kabul edildikleri bir model geliştirmiştir. Shaw da paralel şekilde neoklasik büyüme modelini reddetmektedir. Shaw'ın esas aldığı model borç/aracılık yaklaşımı modelidir.¹⁴² Hükümet uygulamaları, tek bir faiz oranının piyasada geçerli olmasına engel olmaktadır. Mevduat ve kredi faizlerindeki farklılıklar, tasarruf sahiplerinin tasarruflarını sisteme aktarmasını baskılayacaktır. Bu durumda gelişmekte olan ülkeler, yatırımların öz kaynaklara dayandırılması ve düşük büyüme hızı sonucunu doğuracaktır.



Şekil 16:Faiz Tavanı Altında Tasarruf ve Yatırım

¹⁴² M. Fry, "Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development?", **Journal of Money, Credit and Banking**, No:10, (1978), s.465

Kaynak: Şükrü Cicioğlu¹⁴³

Şekilde uygulanmakta olan finansal kontrol faiz oranlarının sabit tutulmasından ibarettir ve bu durum reel faiz oranının piyasa denge seviyesinin altında kalmasına neden olmaktadır. Bu durumda şekildeki FF doğrusu finansal kontrolü temsil etmektedir. r_0 düzeyinde sabit kalan reel faiz oranı ve bu faiz oranında gerçekleşen S_{g0} tasarruf miktarı gerçekleştirilebilecek fiili yatırımların I_0 ile sınırlı olduğunu göstermektedir. İlk aşamada faiz oranı tavanı uygulamasının sadece mevduatlar için geçerli olduğunu ve kredi faiz oranlarının bankalar tarafından serbestçe belirlendiğini kabul edersek böyle bir durumda bankacılık sisteminden kredi talebinde bulunan yatırımcı r_3 gibi bir faiz oranı ile karşılaşmaktadır. Bankaların mevduatlara ödedikleri ve kredilerden elde ettikleri faiz oranları arasındaki fark bankaların mevduatlara ödedikleri faiz sabit kabul tutulduğu için bu şekildeki banka karları yoğun olarak yürütülen reklam kampanyalarını ya da en küçük yerleşim birimlerinde bile açılacak olan yeni şubelerle çok şubeli bankacılığı teşvik edecektir.¹⁴⁴

Bu nedenle McKinnon-Shaw modelinde reel faizler üzerindeki tavan uygulamasının kaldırılması sonucunda faiz oranlarının yükselmesi ile ödünç verilebilir fon arzı ve talebinin dengeye geleceği ve toplam tasarrufların artacağı öngörülmektedir.

3.4.6.2.Kapur Modeli

Daha sonraları Mathieson ve Galbis tarafından da ilaveler yapılmış olsa da, temel anlamda McKinnon ve Shaw çalışmaları, 1970 yılında Kapur tarafından genişletilmiştir ve matematiksel olarak formüle edilmiştir. McKinnon ve Shaw modelinde eksik kalan formel dinamik model, kapur tarafından geliştirilmiştir. Geliştirilen yeni modelde en dikkat çekici nokta, dinamik uyum mekanizmalarını içermesidir. Kapur'a göre iki kaynak varsayılır. Bunlar enflasyon oranının adaptif

¹⁴³ Şükrü Cicioğlu, Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisinde Finansal Derinlik ve Baskınlık Analizi, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, 2009, s.22.

¹⁴⁴ Ae., ss. 23.

beklentileri ve parapiyasası dengesizliğidir.¹⁴⁵ Kapur adaptif beklentileri şu şekilde formüle etmektedir.

$$d\pi^e / dt = \beta (\pi - \pi^e) \quad (4.1)$$

Formülde π^e beklenen enflasyon oranını ve π gerçekleşen enflasyon oranını göstermektedir. Kapur'a göre para piyasasındaki dengesizlik beklentilerle genişletilmiş Philips eğrisi ile ifade edilmelidir.

$$\pi = h (M^s/PY) - (M^d/PY) + \pi^e \quad (4.2)$$

formulde M^s , para arzını; M^d para talebini, P, fiyat seviyesini ve Y, reel GSMH' yı göstermektedir. İki piyasalı bir ekonomide, para arzında oluşan fazlalık, mal talebindeki fazlalığa eşit olacaktır.

Denklem 3.2. de gördüğümüz formül, Philips Eğrisi'nin değişime uğramış şeklidir. Aynı zamanda bu denklem piyasaların eşanlı olarak temizlenmediğini gösterir. Mal talebi fazlası, fazla talep elimine edilene kadar, üreticilerin beklenen enflasyon oranından daha hızlı bir şekilde fiyatları yükseltmesine neden olur.

3.4.7.Finansal Serbestleşmeyi Eleştiren Yaklaşımlar

Finansal 1980'lerde farklı ülkelerde uygulanmaya başlanması ve finansal krizlerin artış göstermesi, karşıt görüşlü iktisatçıları harekete geçirmiştir. Finansal serbestleşmeye en önde gelen tepkiler yeni yapısalcılar, yeni keynesyen görüşler ve kredi tayınlaması destekçilerinden gelmiştir.

3.4.7.1. Yeni Yapısalcı Yaklaşım ve Taylor Modeli

Finansal serbestleşme hareketlerinin olumsuz olduğunu savunan iktisatçıların ortak yönü yapısalcı okula mensup olmalarıdır. Yapısalcılar, üretimde kullanılan hammadde ve emeğe yapılan ödemelerin genellikle kısa dönemde borçlanılarak finanse edildiğini ve bundan dolayı faiz oranının üretim sürecinde değişken maliyet

¹⁴⁵ Basant Kumar Kapur, "Alternative Stabilization Policies For Less-Development Economies", *Journal of Political Economy*, c. 84, s. 4i, 1976, pp 777-795.

olarak kabul edilmesi gerektiğini belirtir.¹⁴⁶ Yapısalcı yaklaşıma göre finansal serbestleşmenin enflasyonu arttıracak ve ekonomik büyümeyi yavaşlatacak bir olaydır.¹⁴⁷ Diğer bir ifadeyle Yapısalcı yaklaşımda, faiz maliyetleri işletme sermayesi maliyetine dahil edilmektedir. Finansal serbestleşmenin neden olduğu artan faizler, üretim maliyetini arttırmakta ve bu artışa özel olarak yapılan fiyatlama yöntemiyle fiyatlara yansımaktadır.

Yapısalcılara göre serbestleşmenin yol açtığı diğer bir sorun bankacılık sektörü üzerindedir. Serbest kalan faiz oranları yükselecek bu durum banka mevduatlarına olan talebi arttıracaktır. Buna paralel olarak gayri resmi mali kesimde toplanan fonlar azalacaktır. Bu durumun sonucu olarak da her iki kesimde de toplanan yatırıma dönüşebilir kaynaklar azalacaktır.

Yapısalcı görüşü savunan iktisatçılardan Lance Taylor'a göre finansal serbestleşme reformu başarı sağlasa bile sistemin sermaye birikiminin ardından dalgalı istikrarsız bir yapıya dönüşmesine neden olacaktır. Bu nedenle yatırım ve teknolojinin merkezi otoritenin elinde olduğu bir durum, sürdürülebilir kalkınma için vazgeçilmezdir. Yapısalcı bir modelin dayandığı varsayımlar şu şekilde sıralanabilir.¹⁴⁸

- a. Üretim ithal edilen girdilere geniş ölçüde bağımlıdır ve bu nokta gelişmekte olan ülkelerle ilgili analizlerde göz ardı edilemeyecek bir gerçektir.
- b. Gelişmekte olan ülkelerde ücretleri kurumsal olarak ve geniş ölçüde sınıf çelişkileri tarafından belirlenmektedir.
- c. Fiyat düzeyi üreticilerin karşılaştığı maliyetlere göre belirlenmektedir.
- d. Tasarruf eğilimi ekonomideki sınıflara göre değişir ve kardan gerçekleştirilen tasarruf ücretlerden gerçekleştirilen tasarrufa oranla daha yüksektir

3.4.7.2. Neo-Keynesyen Yaklaşım

Finansal liberalizasyonla ilgili olarak incelenen yaklaşımlarda genelde finansal liberalizasyonun faiz oranları üzerindeki etkisinden hareketle, tasarruflar, büyüme ve

¹⁴⁶ Cicioğlu, Age, s.28.

¹⁴⁷ Yasemin Türker Kaya, **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği**, Ankara, Devlet Planlama Teşkilatı Yayınlar, No:2487,s.8-9.

¹⁴⁸ İlyas Şıklar, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberasyon ve Ekonomik İstikrar", **Yayımlanmamış Doktora Tezi**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1991, s. 95.

enflasyon gibi temel makroekonomik büyüklük ve sorunları nasıl ve ne yönde etkilediğini analiz konusu yapmıştır. İlk ortaya atıldıkları haliyle bu yaklaşımlarda asimetrik bilgi (asymmetric information), makroekonomik istikrarsızlık (macroeconomic instability) ve ahlaki tehlike (moral hazard) gibi uygulamada da büyük önem taşıyan özel durumların yanı sıra, finansal liberalizasyonun dış boyutu ve sorunları göz ardı edilmiştir.

Neo-Keynesyen yaklaşıma göre Finansal serbestleşmenin denildiği gibi tasarruf ve yatırımları arttırarak büyümeyi hızlandırıcı ve enflasyonu düşürücü etki yapmamaktadır. Neo keynesyen yaklaşım, finansal serbestleşme tezini iki noktada eleştirmektedir. Birincisi tasarruf seviyesi faiz oranı ile değil, gelir düzeyi ile ilgilidir. Diğer farklılık ise faiz oranları ile yatırım seviyesi arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Bu durum ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyecektir. Eğer faizlerin düşük olması durumunda yatırımları ve ekonomik büyümeyi teşvik edecek, tasarruflar faiz oranına duyarlı olmadığı için bu durumdan olumsuz etkilenmeyeceklerdir.

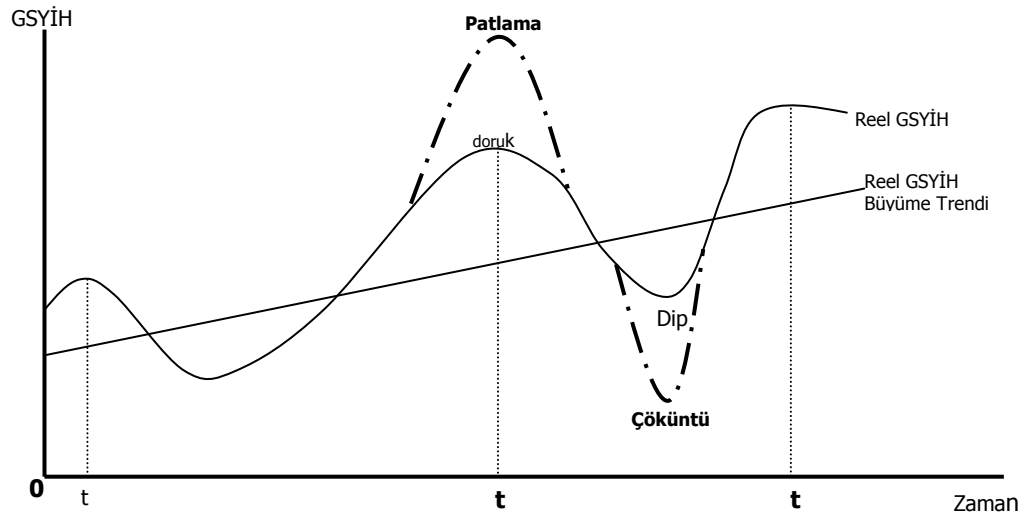
Neo-keynesyen yaklaşımda gelişmekte olan ülkelerin finans sektörleri kırılgan ve istikrarsız bir yapıya sahiptir. Kredi piyasasının mükemmel ve tam bilgi ile çalışması durumunda, kredilerin etkin bir şekilde kullanıcılara aktarılması beklenmektedir. Bu özelliklerin hâkim olduğu bir piyasada denge, faiz oranlarıyla sağlanabilmektedir. Fakat bu ideal durumu asimetrik bilgi sorunu ortadan kaldırmaktadır.¹⁴⁹ Bankalar kullandıkları kredilerin ne amaçla kullanıldıklarını bilememektedirler. Kredi piyasasında fon sağlayanlar, fon kullanan kesimi istedikleri gibi izleyememekte ve kullandıkları kredinin amacına uygun kullanılıp kullanılmadığını kestirememektedirler. Bununla birlikte fon talep edenler aldıkları kredinin beklenen getirisini fon sağlayandan daha iyi bilmektedirler. Bu asimetrik bilgi piyasa aktörlerini etkilemektedir. Bankalar bu bilgi asimetrisini elimine etmek için kredi tayinlaması yoluna başvurmaktadırlar. Sonuçta kredi verenler, borcun geri ödenmemesi olasılığını dikkate alarak, kredi faiz oranı ile beklenen getiri arasındaki fonksiyonel ilişkiyi değerlendirirler.

¹⁴⁹ Burcu Bilir, “Finansal Serbestleşmenin Para Politikaları Üzerine Etkileri”, **Yayımlanmamış Yüksek lisans Tezi**, Dokuz Eylül Üniversitesi İzmir 2006, ss.23.

3.4.7.3.Post-Keynesyen Yaklaşım

Neo-Keynesyen yaklaşımı Post keynesyen yaklaşımdan ayıran en önemli fark, beklentilerin meydana gelişi noktasındadır. Post Keynesyen yaklaşıma göre finansal piyasaların arz ve talep tarafında yer alan iktisadi birimlerin beklentileri içsel olarak meydana gelmektedir. İçselliğin nedeni ise yatırım projelerinin şimdiki ve gelecekteki getiri ve risklerinin belirsizliğinden kaynaklanmaktadır. Ekonomik faaliyetlerin istikrarlı dönemlerinde ekonomik birimler spekülâtif finansmana daha fazla yönelirler. Yani post keynesyen görüşte gelecek hakkındaki belirsizlik spekülâtif hareketlere neden olmaktadır.

Finansal kriz konusundaki tanım ve sınıflamalardan birisi Kindlebergtarafından yapılmıştır. Kindleberg, ters beklentilerin, zorunlu likiditasyonun ve borç deflasyonunun rolünü vurgulamaktadır. Son kredi merciinin olmadığı kapitalist sistemin, finansal krizlere ve istikrarsızlıklara mahkûm olacağını söylemektedir. “Mania, panic and crash” (cinnet, panik ve kırılma) aynı sürecin üç aşamasıdır. Cinnet sırasında, yatırımcılar paradan kaçarak veya borçlanarak reel veya finansal varlıklara kaymaktadır. Panik sırasında, ters hareket oluşmakta ve reel veya finansal varlıklardan paraya geçmeye çalışılmakta ya da borcun geri ödenmesine başlanmaktadır. Kırılma sürecinde ise, mania döneminde alınan reel yada finansal varlıkların fiyatlarının düşmesiyle süreç üç farklı aşamayla sonuçlanır.



Şekil 17:Konjonktürel Dalgalanmalar

Kaynak: Charles Kindleberger,: Manias Panics and Crashes: A History of Financial Crises, Basic Boks, USA, John Wiley & Sons,Inc,1978, pp. 16.

Diğer bir post keynesyen iktisatçı Raymond Goldsmith finansal krizi kısa vadeli faiz oranları, varlık (hisse senedi, bina, arazi, arsa) fiyatları, ticaret hayatında ödemelerin bozulması ve iflaslar ile mali kurumların ödeme güçlükleri gibi finansal göstergelerin tümünün veya çoğunluğunun ani, keskin ve açık bir biçimde bozulması olarak tanımlamaktadır.

3.4.8.Tesadüfi Çekme Riski (Random Withdrawal Risk)

Öncesi Noyes; Gibson ve Kindleberger'e kadar uzanan ve ileriki yıllarda Diamondi Dybvig ve Waldo tarafından modellenen tesadüfi çekme riski yaklaşımına göre panikler bireysel ve kolektif bir psikolojidedir. Bankaların öncelik sırasına göre hizmet vermeleri panik olasılığını da beraberinde getirmektedir.

Söz konusu modelde bankaların kısa vadeli aktiflerini yanında pasifleri hem uzun vadeli, hem de likiditeleri düşüktür. Tüm alacaklıların mevduatlarını geri çekme istemesi durumunda maliyetler başa çıkılamaz durumlara ulaşabilecektir. Daha ciddi bir panik durumu ise, mevduat çekişlerinde gecikme yaşayan mudilerin paralarını alamama korkusu ile aniden ve tüm mevduatlarını talep etmeleriyle görülür. Bu nedenle söz konusu paniklere karşı mevduat sigortası ve son kredi mercii önemli role sahiptir.

3.4.9.Makro ekonomik yapı ve Bankacılık Krizlerindeki Rolü

Bankacılık krizlerinin reel konjonktür hareketleriyle ilgili olduğu ve toplam risk üzerindeki ani değişimler tarafından başlatılabileceği konusu genel kabul görmüş bir gerçektir. Ekonomik faaliyetteki bir daralma, bankaların varlıklarının değerini azaltacak, bu da mevduat sahiplerinin fonlarını çekmede uyarıcı bir sinyal fonksiyonu olacaktır. Bankalar diğer finansal başarısızlıklardan etkilenmekle beraber, ekonomide ve sermaye piyasasında meydana gelen daralmadan dolayı varlıklarının değerindeki azalmanın da kırılmalıklarını arttırabileceğini ileri sürülmektedir.¹⁵⁰ Hızlı ekonomik büyüme, yüksek cari denge açığı, kısa vadeli ve kırılmalı cari denge

¹⁵⁰ Anne Vila,“ Asset Price Crises and Banking Crises: Some Empirical Evidence”, 2000 ,s.234,(Çevirim içi) www.bis.org/Publ/center081.pdf , Erişim Tarihi:16.08.2012.

açığı finansmanı, gevşek bütçe politikaları ve sermaye hareketlerinin kontrol edilememesi bankacılık krizlerine neden olan makro ekonomik etkenlerdir.

3.4.10.Bankacılık Krizlerine Karşı Alınabilecek Önlemler

3.4.10.1. Son Durak Borç Mercii (Lender of Last Resort)

Kavram, üstünde bir başvuru mercii bulunmayan yasal yargı mercii ifade etmektedir. Günümüzde merkez bankacılığı için kullanılmaktadır. Son kredi mercii'nin görevi piyasaya daha fazla para sürerek reel ve nakit olmayan finansal varlıkların paraya dönüştürülmesi yönündeki bir hücumu durdurmaktır. Son kredi mercii kamuya sağladığı yarar yanında sağlam bankacılık sorumluluğunu zayıflatmak gibi bir riski de beraberinde getirmektedir. Son kredi mercii'nin kim olacağı, hangi koşullarda piyasaya müdahale edeceği vb. sorular tartışma konusu olmaya devam etmektedir. Bununla birlikte spekülasyon bir yükselişe gerekli noktada müdahale ederek durduracak yada çöküş esnasında zayıf bankaların sistemden çıkışına izin vermekle birlikte sağlam bankalara da sıçrayacak bir krizi önleyecek bir üst otoritenin bulunmasının gerekliliği üzerinde de durulmaktadır. Gelişme döneminde kapitalizmin kendi iç dinamikleri dışında kırılganlığı arttıran bir diğer unsur da kredi olanaklarının artması için bankaların yeni ve riskli finansman yöntemlerini arttırırken finansal yeniliklerden de faydalanmasıdır. Panik, şu üç durumdan birinin gerçekleşmesi ile son bulur; fiyatlar öyle düşer ki insanlar yeniden daha az likit varlıklara geri dönmeyi göze alırlar, fiyat azalmalarına bir sınır konulur veya Merkez Bankası son durak borç mercii olarak nakit ihtiyacını karşılayacağına piyasaları ikna eder.¹⁵¹

Monetaristler, bankacılık krizlerinde azalan para arzının yerine gelene kadar son durak borç mercii işlevinin uygulanmasını önerirken, para arzının sabit tutulması politikası izlendiği sürece son durak borç mercii işlevinin uygulanmasına gerek kalmayacağını belirtirler. Schwartz'a göre açık piyasa işlemleri müdahalelerinin para arzını arttırmak için yeterli olduğunu, reeskont politikasının gereksiz olduğunu öne sürmektedir.

¹⁵¹ Charles P.Kindleberger, **Manias Panics and Crashes: A History of Financial Crises**, Basic Books, USA, John Wiley & Sons,Inc,1978, pp. 16.

3.4.10.2. Mevduat Sigortası

Mevduat sigortası, tasarruf sahipleri tarafından bankalara yatırılan mevduatın geri ödenmesini güvence altına almak amacıyla oluşturulan bir sigorta sistemidir. Bugünkü şekliyle ilk olarak Çekoslovakya’da başlayan, ancak ABD’de gelişerek diğer ülkelere de örnek oluşturan mevduat sigortası sistemi, ülkemizde de tasfiye fonu ve tedrici tasfiye sisteminin yetersizliği karşısında 1983 yılından itibaren uygulanmaktadır. Mevduat sigortası sistemi, tasarruf sahiplerine mevduatının her halükarda geri ödeneceği hususunda bir güvence sağlayarak özellikle finansal panikler sonucunda bankacılık sisteminin çökmesini engellemeyi amaçlamaktadır. Bazı değişikliklerle günümüze kadar devam eden bu sistemde, mevduat kabul eden tüm bankalara tasarruf mevduatını sigorta ettirme ve belli bir oranda prim ödeme zorunluluğu getirilmiştir. Mevduat sigortasının kapsamı, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulunun 31.10.2003 tarih ve 1143 sayılı kararıyla “Sigortaya Tabi Tasarruf Mevduatı ile Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunca Tahsil Olunacak Primlere İlişkin Esaslar” ile belirlenmiştir. Ayrıca, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu Yönetmeliğinin 57.maddesiyle de mevduat sahiplerine ödemenin ne şekilde yapılacağı düzenlenmiştir.

Birçok ülke bankacılık sistemlerini, finansal panik, kırılganlık ve istikrarsızlık gibi sorunlardan korumak amacıyla mevduat sigortasını farklı yöntemler kullanarak uygulamışlardır. Mevduat sigortası ilk olarak Amerikan bankacılık sisteminde görülmüştür. Eskiden daha çok, küçük ölçekli ve çok sayıda bankadan oluşan Amerikan bankacılık sistemi, banka panikleri ve batmalarına eğilimli olduğu için mevduat sigortası gereği önceden anlaşılmıştır. Daha sonraları sigortacılık, diğer ülkeler tarafından da bankacılık düzenleme politikaları içine dâhil edilmiştir.¹⁵²

3.4.10.3. Riske Dayalı Primler (Riske Göre Prim Ödemesi)

Bu yöntemde sigortaya konu olan risk tam olarak belirlenerek ona göre prim alınması gerekliliği mevcuttur. Risk arttırmanın maliyeti riskli yatırıma giren bankaya yansıtıldığı için risk alımı sınırlandırılabilir. Riske göre prim

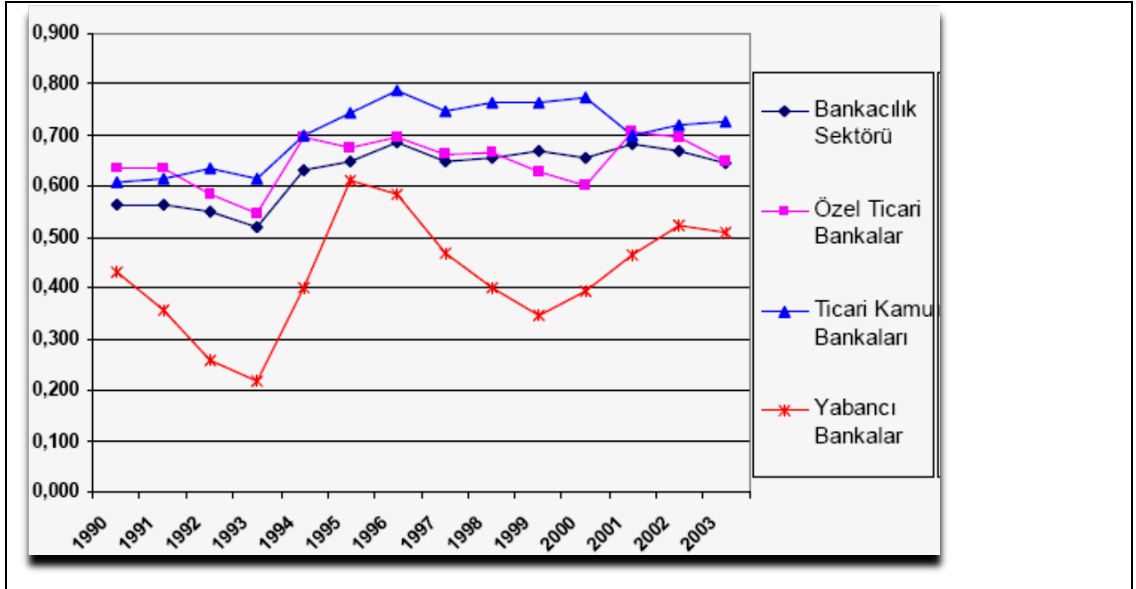
¹⁵² Umut Kılınç, “Bankacılık Sektörü Kaynaklı Finansal Kırılganlıkla Mücadelede Basel Standartları ve Olası Etkileri: Türkiye Örneği ” **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Ankara,2005,s.25.

uygulaması, bankalar için risk alımını maliyetli hale getirerek güvenli yatırımları teşvik etmektedir.

Riskin fiyatlandırılmasında çoğunlukla sermaye yeterliliği ile alakalı oranlar kullanılmaktadır. Çünkü, mevduat/ sermaye ya da aktifler/ öz varlıklar oranı arttıkça bankaların iflas etme riskleri de artmaktadır. Riske dayalı prim sistemi, başarılı bir gözetim ve denetim ile birlikte uygulandığında mevduat sigortasından kaynaklı sorunların üstesinden gelinmesinde en etkili yoldur.

3.4.10.4. Batmayacak Kadar Büyük (Too Big To Fail)

Mevduatlara uygulanan sigortanın verdiği güven ortamı sistemi zayıflatmakta, ayrıca denetçilerin de kararlarında sapmalara neden olmaktadır. Bankaların büyük ölçekli olmaları durumunda batmaları sonucunda sigorta fonunu zor duruma düşürebileceklerdir. Bu durum da büyük maliyetlere neden olacaktır. Bu nedenlerden dolayı denetçiler tarafından hoş görülebilmekte, devlet yardımlarından yararlanabilmektedirler. Bu durumda sistematik bankacılık krizleri riski de artmaktadır.

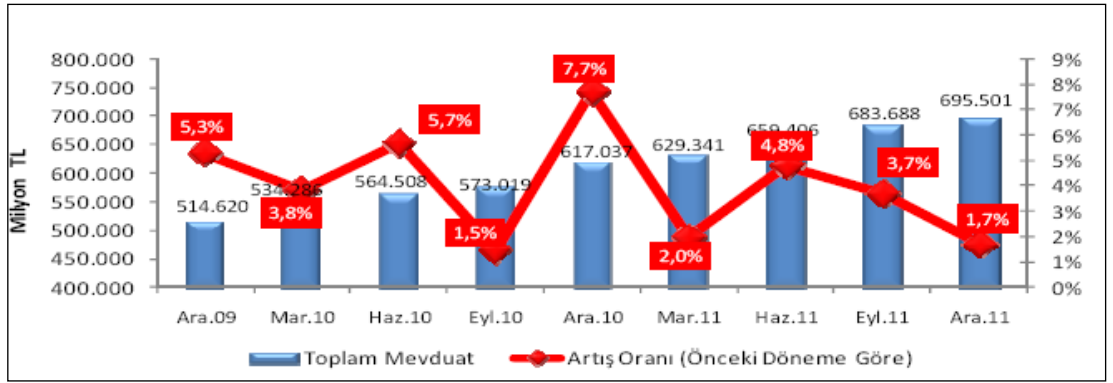


Grafik 12:Türkiye’de Toplam Mevduatlar/ Toplam Yükümlülükler (1990-2003 yılları arası)

Kaynak: Bankalar Birliği

1990’lı yıllar boyunca genelde mevduatlar/ yükümlülükler payı en yüksek olan banka grubu ticari kamu bankalarıdır. Grafik (12) de en dikkat çekici ayrıntı ülkemizdeki kriz dönemlerinde bile kamu bankalarında söz konusu oran

azalmamıştır. Bunun anlamı, mevduat sahiplerinin kamu bankalarının batacağına yönelik beklenti geliştirmedikleri, yani batmayacak kadar büyük (Too Big To Fail) tezinin güç kazandığı gerçeğidir 1994'te banka mevduatlarına getirilen limitsiz sigorta imkanı ile başta kamu bankaları olmak üzere tüm yerli bankaların mevduat / varlıklar oranı artmış olduğu grafikten izlenebilmektedir.



Grafik 13:Çeyrek Dönemler İtibariyle Mevduatın Gelişimi (Aralık 2009- Aralık 2011

Kaynak: BDDK

2011 yılında TP mevduat, ticari mevduattaki %7,6 azalışa rağmen, tasarruf mevduatındaki %11,8, diğer mevduattaki %8,6 ve katılım fonlarındaki %8 artış sonucunda %6,1 artmıştır.2011 yılının son çeyreği itibarıyla ise %1,6) azalan diğer mevduata rağmen, tasarruf mevduatındaki %0,6, ticari mevduattaki %1, ve katılım fonlarındaki %3,2 artış sonucunda TP mevduat %0,6 artmıştır. YP mevduat ise yıllık bazda tasarruf mevduatındaki %3,5 azalışa rağmen; ticari mevduattaki %4,9 ,diğer mevduattaki %383 ve katılım fonlarındaki %13,4 artış sonucunda %4,7 artmıştır. Son çeyrekte ise tasarruf mevduatındaki %1,4, ticari mevduattaki %1,1 ve diğer mevduattaki %3,6 artışın sonucunda toplam YP mevduat %1,8 artmıştır.

Lehman Brothers battığı zaman bilanço toplamı 700 milyar USD ye eşitti. O nedenle domino şeklinde büyük bir şirketin batması o şirketle ilişkisi olan bütün şirketleri zor durumda bırakarak onları da beraberinde iflasa sürüklemeye anlamına gelmekteydi. Lehman Brothers'ın iflasından sonra "too big to fail" kavramı ortaya çıkmış ve AIG, Citibank gibi şirketlerin iflasına devlet mücade etmemiştir.

Fakat şu gerçek te unutulmamalıdır ki iflas için çok büyük politikası, küçük bankaların aleyhine rekabeti bozması nedeniyle ve vergi ödeyenlerin yükünü arttırmaları nedeniyle ciddi şekilde eleştirilmektedir.

Contingent Convertible Bonolar (Bukelemun Bonolar) Global bankacılığın düzenleyici kuruluşunun “too big to fail” (batmayacak kadar büyük) bankalara, ilave sermaye ihtiyaçlarının karşılanmasında “contingent convertible bonds (CoCos)”ları da kullanabilmesine olanak sağlayacak değişikliklerin yakın zamanda hayata geçirilmesi beklenmektedir. contingent convertible tahviller, yapıları itibariyle değiştirilebilir tahvillerin bir türüdür.

Bazı bankalar, sermaye yeterlilik oranları belli bir seviyenin altına düştüğünde bu tür tahvilleri hisse senedine çevirerek sermayelerini arttırmaları nedeniyle CoCos’ları tercih etmektedirler. Kriz döneminde zararları artan ve Basel kararları gereği sermaye yeterliliklerini kaybeden bankalar sermaye artırımında oldukça zorluklar yaşamışlar ve bunun sonucunda da bankalar devletlerin müdahalesi sonucu (bail-out) kurtarılabildi. İşte CoCos tahviller böyle zamanlarda bankaların sermaye ihtiyaçlarını karşılamaları nedeniyle kriz dönemince oldukça olmaktadırlar. Bu yatırım enstrümanları, satın alındıktan belli bir süre sonra ya da belli bir gelişmenin ardından hisse senedine dönüştürülebilir tahvillerden oluşması nedeniyle Bukelemun tahvil olarak da adlandırılmaktadır.

3.4.10.5. (Re) Regülasyon

Regülasyon kavramı, özerk kurumlarca yapılan düzenleme, denetleme ve yönlendirme faaliyetlerini, içermektedir. Son yıllarda genel kabul görmüş düşünceye göre devletin temel alanı, özellikle ekonomik sonuçlar doğuran faaliyetlerin yerine getirilmesi değil, piyasa etkinliğince yönetilen faaliyetlerin kamusal çıkarlarla atışması durumunda iki etkeni de göz önünde alacak yönetsel kararların verilmesidir. Bu mantıktan hareketler son yıllarda dünya lğiğinde artan serbestleşme ve deregülasyon, büyük bir hızla artan sermaye hareketleri ve yeni gelişen finansal araçların, ülkelerin finansal ve iktisadi yapılarının kırılganlık ihtimallerini arttırması, güçlü bir bankacılık sisteminin oluşturulması gereğini daha da arttırmıştır.

Bankacılık sisteminde güven ve dayanıklılığı sağlamaya yönelik regülsayon araçları altı grupta sınıflanmaktadır. Bankacılık sektörüne özgü olan bu araçlar;

- Mevduat Faiz Oranı tavanları
- Sektöre giriş çıkış ve bankalar arası iletişim ve birleşme sınırlamaları
- Portföy sınırlamaları ve zorunlu karşılıklar
- Mevduat sigortası
- Sermaye yeterliliği
- Regülasyon otoritesinin gözetim ve denetimi

Son maddede saydığımız regülasyon otoritesi, mevduat sahiplerinin maruz kaldıkları asimetrik bilgiye karşı kriz uygunluk testleri, yönetim uygulamaları konusunda sıkı kurallar, sigortalamanın sağlanması, regülasyon otoritesinin izleme işlevi, rezerv kolaylıkları, sermaye yeterliliği ve likidite transferi gibi yöntemlere baş vururlar.

3.4.10.6. Dar ve Serbest Bankacılık

1930 yılında Chicago okulundaki bir grup iktisatçı ve Henry Simons tarafından oluşturulan görüştür. Bankacılık sistemi yeniden oluşturulmakta ve piyasayı ikiye ayırmaktadır. Bir tarafta mevduatı toplayarak az riskli hazine bonosu gibi likit varlıklarda tutan bankalar, öte yanda kredi veren hisse senedi piyasası bulunmaktadır.¹⁵³ Bu iki fonksiyon, bir banka içinde ayrı ayrı yapılandırılabilir. ¹⁵⁴ gibi sadece bu tür işlemleri yapan bankalar tarafından da yerine getirilebilir. ¹⁵⁴ mevduat sahipleri bu iki fonksiyon arasında tercih yapma imkanına kavuşmakta, bununla birlikte alışlagelen bankacılık sistemi zedelenmektedir. Bununla beraber bankaların temel aracılık fonksiyonu zarar görmektedir.

Dar bankacılık görüşünü savunanlara göre sistemin getireceği faydalar şu şekilde sıralanmaktadır. ¹⁵⁵

- Para arzı üzerinde tam kontrol mevcuttur

¹⁵³ Özgür Üstün, “Bankacılık Krizleri ve Türk Bankacılık Sistemi”, Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli,2007,s.84.

¹⁵⁴ Coşkun Küçüközmen, “Deposit Insurance An Assessment: Case of Turkey”, **Loughborough University of Technology Department of Economics**, 1995, s.8.

¹⁵⁵Karabulut,A.g.e.,s.,74.

- Parasal sistem istikrar kazanır
- Mevduat sigortası sistemi ucuzlar ve hatta dar bankaların batma olasılığı olmadığı için tümüyle ortadan kalkabilir

3.4.10.7. Mevduat Sigorta Sisteminin Tamamen kaldırılması

Bu görüşte özellikle ahlaki risk problemin bankacılık sistemindeki oluşumunu önlemek için mevduat sigorta sistemi aşamalı olarak kaldırılmalıdır. Eğer bu düşünce uygulanırsa, bankalar çok daha dikkatli olacaklar, mevduat sahipleri de paralarını bankada daha yakından takip edeceklerdir. Böylece oto kontrol mekanizması gelişmiş olacaktır.

Bu görüş, özellikle kriz dönemlerinde panik davranışlara ve banka iflaslarına neden olabileceği için eleştirilmektedirler. Finansal piyasalarda güvenin azaldığı bir **durumda**, mevduat düzenin olmaması panik ve banka iflaslarına kadar ciddi problemlere yol açabileceklerdir.

3.4.10.8. Mevduat Sigorta Sisteminin Özel Sektöre Devredilmesi

Özel sigorta şirketlerinin banka risklerinin ölçülmesinde ve primlendirilmesinde daha başarılı oldukları ve devlete yük olmadıkları için tercih edilebileceğini söyleyebiliriz. Bununla birlikte bankaların birbirlerine faaliyet ve işlemlerinin ayrıntıları konusunda bilgi vermekten kaçınmaları özel sigorta için sorun oluşturmaktadır.¹⁵⁶

Finansal piyasaların serbestleşmesi sonrası kırılganlığın artmasıyla dünyada çok sayıda bankacılık krizi yaşanmıştır

¹⁵⁶ Berk Mesutoğlu, **Dünyada Mevduat Sigortası Uygulamaları Ve Türkiye için Öneriler**, Ankara, DPT, 1997, s.32.

Ülke	Finansal Serbestleşmeye Geçiş	Bankacılık Krizi
Arjantin	1977	1980,1985,1994,2001
Brezilya	1975	1985,1994
Danimarka	1980	1987
Endonezya	1983-1988	1992-1997
Filipinler	1980-1984	1981
Finlandiya	1982-1991	1991
Güney Kore	(-)	1997
İspanya	1974	1978
İsveç	1980-1990	1991
Kolombiya	1980	1982
Malezya	1978-1985	1985-1997
Meksika	1974	1982-1994
Norveç	1980-1990	1998
Peru	1991	1983
Rusya	1992	1998
Şili	1974-1976	1981
Tayland	1989-1990	1983-1997
Türkiye	1980-1990	1982,1994,2000,2001
Uruguay	1976-1979	1981
Venezüela	1981-1989	1993

Tablo 11:1980’ li Yıllar Sonrası Bankacılık Krizleri Kronolojisi ve Finansal serbestleşme Dönemleri

Kaynak: Graciela L. Kaminsky¹⁵⁷,

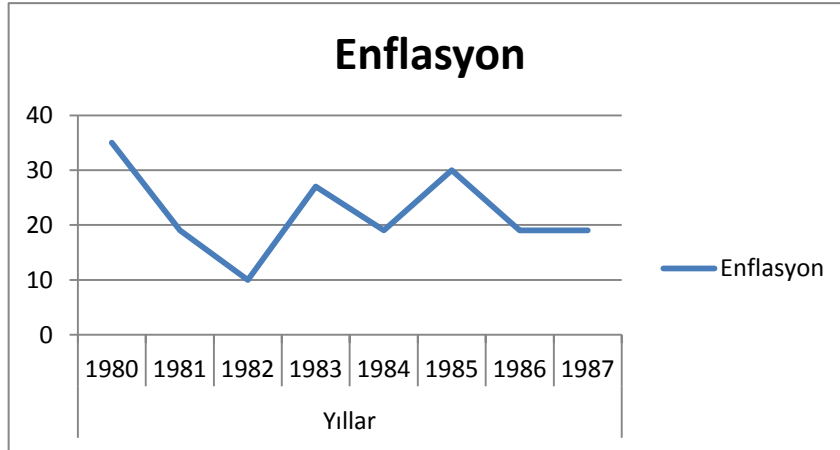
Finansal serbestleşme sonrasında piyasaya girişlerin kolaylaşması ve rekabet nedeniyle bankaların karşılaşılabilecekleri risklerin artması, bankacılık sektörünü daha kırılgan bir yapıya sürüklemiştir. Tablo (11) de dikkat çeken unsur, ülkelerin çoğunun finansal serbestleşme dönemini takip eden yıllarda bankacılık kriziyle karşılaşmalarıdır. Belli başlı bankacılık krizlerini detaylıca inceleyelim

3.4.10.9. 1981 Şili Krizi

Ekonomisi birkaç maden ihracatına(bakır ve nitrat madenleri ekonomilerinde önemli bir yer tutmaktadır) bağlı olan Şili’de, 1974-1976 yıllarındaki finansal

¹⁵⁷ Graciela L. Kaminsky, “Currency and Banking Crises: The Early Warning of Distress”, **International Finance Discussion Papers**, No: 629, Ekim 1998, pp. 29.

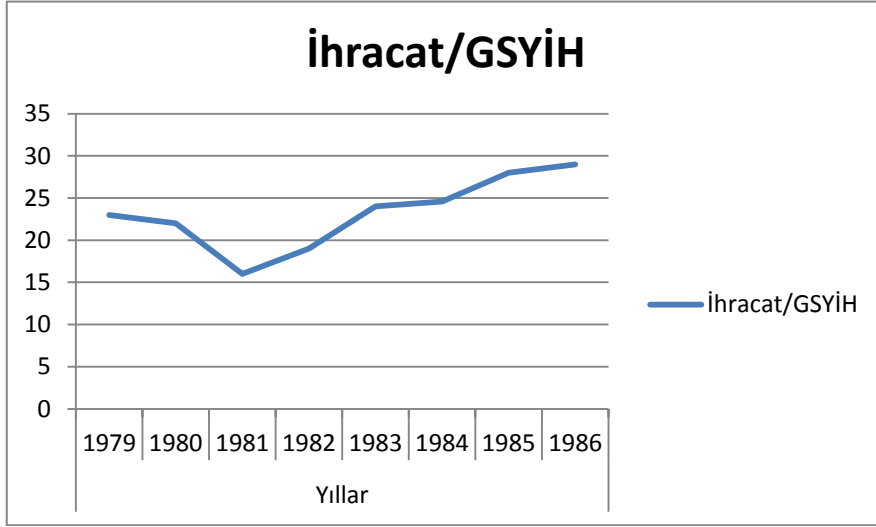
serbestleşme sonrasında bankacılık sisteminde yeniden yapılandırma 1980-1981 yıllarındaki krizi takiben başlamıştır. Dolayısıyla krizin, yeniden yapılandırma çabaları üzerinde önemli oranda biçimlendirici etkisi olmuştur. 1970’li yılların ikinci yarısında kamu sektörünün ekonomik aktivitelere müdahalesini en aza indirmek ve hükümetin rolünü yeniden belirlemek amacıyla birçok reform yapılmıştır. Yapılan reformlar, uluslararası ticaretin ve sermaye girişlerinin serbestleştirilmesi yolunda atılan adımlar ve finans piyasalarında yapılan düzenlemeler sonunda, Şili 1980-81 döneminde ekonomisi yarı-açık, serbest piyasa mekanizmasının işlemeye başladığı, 500 kamu işletmesinden sadece 25 tanesinin özelleştirilmediği ve sermaye hareketlerinin kısmen serbestleştirildiği bir konuma gelmiştir. Dolayısıyla krizin, yeniden yapılandırma çabaları üzerinde önemli oranda biçimlendirici etkisi olmuştur. Şili’de 1979 -1982 döneminde sabit kur rejimi uygulanmış ve bu durumun sonucu olarak reel kur değerli hale gelmiştir. Böylece ihracat aleyhine ve ithalat lehine bir etki meydana getirmiştir. Bu durumun bir sonucu olarak dış ticaret dengesi bozulmuştur. Sabit kur, bütçe fazlası, sıkı para politikası gibi etmenler sonucunda enflasyon kontrol altında düşük seviyelerde tutulmuş, bununla birlikte reel ücretler artmaya başlamıştır.



Grafik 14:Şili Enflasyon oranları (1980-1987)

Kaynak:Şili Merkez Bankası

Grafikte enflasyonun düşüş eğiliminde olduğu ve krizle birlikte tekrar yükselmeye başladığı izlenebilmektedir. İhracatta önemli bir yere sahip bakır fiyatlarındaki önemli artış, ihracatı daha da baltalamıştır. Alınan önlemlerin zamanında olmaması ve yetersiz olması ekonomik dengeleri daha da bozmuştur.

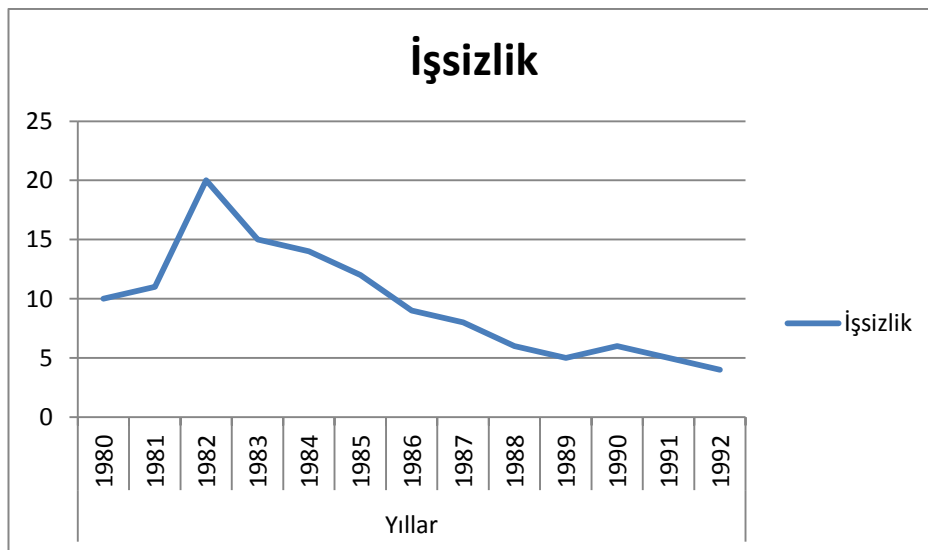


Grafik 15:Şili’de İhracat/GSYİH (1979-1986)

Kaynak: Dünya Bankası

Grafik (15) de özellikle kriz öncesi ve kriz döneminden sonraki yıllarda baltalanan ihracat oranları dikkat çekicidir.

Merkez bankasının müdahaleleri faiz artışını beraberinde getirmiştir. Böylece kriz Şili’yi etkisi altına almıştır. Latin Amerika krizinin de etkisi ile kriz daha derin hale gelmiştir. Reel ücretlerdeki artışın frenlenmesi için 1982 yılında hükümet, ücretlerin geçmiş dönem enflasyonuna endekslenmesini yasaklamıştır. Bu nedenle reel ücretler çok düşmüştür. Bu dönemde devalüasyona rağmen işsizlik nedeni ile enflasyon artmamıştır.



Grafik 16: Şili’de İşsizlik (1980-1992 Yılları Arası İş Gücüne Oran)

Kaynak: Dünya Bankası

Enflasyonu baskılayan işsizlik durumu grafik (16) da izlenebilmektedir. Özellikle işsizlikte kriz döneminde artış en yüksek seviyeye ulaşmış krizden birkaç yıl sonra düşüş eğilimine girmiştir.

1978-1982 döneminde para politikasında da bazı değişiklikler nedeniyle sermaye girişleri ve buna bağlı artan para tabanını dengelemeye yönelik olarak, yurtiçi krediler azaltılmış, buna rağmen M1 % 40 a yakın oranda artmıştır. Bir diğer makro ekonomik neden ise 1977-1981 yılları arasındaki çok hızlı büyüme eğiliminin (reel değerler itibariyle yılda ortalama yüzde 7,9) hisse senedi ve emlak piyasasında oluşturduğu spekülasyon şişkinliğidir. Bu şişkinlik kriz yıllarında hisse ve emlak spekülasyonlarına büyük zararlar vererek gerilemiştir. Kriz sürecini takip eden 1983 yılında 7 banka ve 1 aracı kuruluşa devlet tarafından el konulmuştur. Bunlardan ikisi mali yapısı düzeltilerek özelleştirilmiş, geri kalanlar likide edilmiştir.

3.4.10.10. 1994 Brezilya Krizi

Brezilya, tarihindeki en ciddi bankacılık krizini 1929 yılında yaşamıştır. 1945 li yıllarda finansal istikrar sağlamak amacıyla para birimini ABD dolarına endekslemiştir. Bununla birlikte başarılı sonuçlar alınamadığı için birçok defa devalüasyon tecrübesi yaşamıştır. Özellikle 1971 yılının başından başlayan hızlı büyüme ve bunun yarattığı yüksek enflasyon ekonomiyi zorlamaya başlamıştır. Brezilya ekonomisi artan bütçe açıklarını Merkez Bankası kaynaklarından karşılama yoluna gidince ülkede hiperenflasyon oluşmuştur.

Yıl	Enflasyon (%)	Büyüme (%)
1990	1477	4%
1991	480	1%
1992	1022	1%
1993	1927	5%
1994	2075	6%
1995	66	4%

Tablo 12:Brezilya' ya Ait Büyüme ve Enflasyon Oranları (1990-1995)

Kaynak: Brezilya Merkez Bankası

Tablo (12) de izlenildiği gibi Buna rağmen kriz dönemi ve öncesinde enflasyon oranlarının dört haneli rakamlarla gerçekleşmesi, 1994 krizine dair önemli bir sinyaldir.

Hiperenflasyonu engellemek ve parasal disiplini sağlamak için devlet iç borçlanmaya gidince dışlama etkisi ile özel sektöre gitmesi gereken bankacılık sektörü kredileri kamu harcamalarının finansmanında kullanılır olmuştur. Rahat ve yüksek enflasyonlu ortamda kolay para kazanmaya alışmış bankalar riskli kredi kullandırımına yönelmiş ve riskli kredilerde büyük artış meydana gelmiştir. Bu tehlikeli gidişi ve özellikle de hiperenflasyonu kontrol altına almak amacıyla 1994 yılında Real Planı uygulamaya konmuştur. Real Planı çerçevesinde Brezilya Merkez Bankası'nın kamu ve özel bankalarının sorunlarının çözüme kavuşturulmasında başvurduğu başlıca yöntemler tasfiye, yeniden sermayelendirme, birleşme ve devralmaları teşvik, yeniden yapılandırma ve bankaların satışı yöntemleridir.

Bankacılık sektöründeki gelişmelerin yanında dış ticaret haddinde de ciddi sorunlar yaşanmaya başlanmıştır. Tablo (13) de izlendiği gibi kriz öncesi dönemde dış ticaret hadlerinde 3 milyar dolarlık bir azalış olmuştur.

Yıl	Dış Ticaret Hadleri (Milyar Dolar)
1990	11
1991	11
1992	15
1993	13
1994	10
1995	3
1996	6
1997	7

Tablo 13: Brezilya' nın Dış Ticaret Hadleri (Milyar Dolar) (1990-1997)

Kaynak: Indexmundi

Brezilya bankacılık sektörünün kırılganlığı ise, ülke finansal piyasasının aşırı dışa bağımlı olmasından kaynaklanmaktadır. Brezilya' da yaşanan bankacılık krizi döneminde dış borç / GSYİH oranının %18,2 gibi yüksek oranda olduğu

bilinmektedir.¹⁵⁸ Çok ağır bir bankacılık krizi olmasa da olumsuz etkileri 1996 yılının sonlarına kadar hissedilen 1994 krizinin yol açtığı mali kayıpların GSMH' ya oranı %4 olmuştur.

3.4.10.11 1994 Meksika Krizi (Tekila Krizi)

İkinci nesil kriz modelleri kapsamında işlediğimiz 1994 Meksika krizini daha ayrıntılı olarak bu bölümde de ele alıyoruz. 1951'lerden 1970'lere kadar olan dönemde Meksika finansal istikrarın sembolü olarak görülmekteydi. Döviz kuru ABD dolarına sabitlenmişti. Enflasyon orta seviyelerde seyretmekteydi. 1970'li yıllardaki petrol fiyatlarındaki ciddi artış, Meksika'nın petrol gelirlerini ciddi bir şekilde arttırmakla birlikte, bütçede ciddi sıkıntılara yol açmıştır. Buna paralel olarak hayata geçirilen genişlemeci para politikaları, kamu borçlarını arttırmıştır. Aşırı değerlenen Meksika Peso'su dış dengeyi olumsuz yönde etkilemiştir. Tüm bu olumsuzluklar Meksika'dan ciddi bir sermaye çıkışına neden olmuştur. Bu durumda kamu borcu, istikrarını sürdürememiş ve hızlı bir kamu artışı meydana gelmiştir.

		1998	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Meksika		74,7	66,6	57,5	46,8	36,3	33,7	50,7
	İç Borç	46,6	39,5	33,4	28,4	23,2	21,7	36,4
	Dış Borç	27,9	27,1	24,1	18,4	13,1	12	14,3
OECD Ülkeleri		58	57,5	58,3	59,9	64,1	68,1	70,6

Tablo 14:Meksika'da Kamu Borcunun GSYİH'ya Oranı (%)

Kaynak: Sachs ve diğerleri, 1995

Tablo (14) de görüldüğü gibi krizin patlak verdiği 1994 yılında bir önceki yıla göre yaklaşık % 16 artışla % 50,7 ye yükselmiştir. Kamu borcundaki ciddi tahribat, finansal sistemin ve kur rejiminin çöküşüne neden olmuş ve Meksika hükümeti borcunu ödeyemeyeceğini ilan etmiştir.

¹⁵⁸ Metin Toprak, "Yükselen Piyasalarda Finansal Kriz", *Yeni Türkiye Dergisi*, 1,2001 (41), s.887-888

Dönem	Kişi Başına GSYİH (%)	TÜFE (%)
1955-1972	3,1	3,9
1972-1981	3,6	20,6
1981-1988	-2,0	86,2
1988-1992	1,5	21,1
1993	-1,2	9,7

Tablo 15: Meksika'nın 1955-1993 dönemleri arası Uzun Vade Ekonomik Performansı
Kaynak: Dornbusch, R. ve Werner, A. (1994). Mexico: Stabilization, Reform and No Growth. Brookings Papers on Economic Activity, 1, 253-315.

Tablo (15) Meksika'da 1955-1993 yılları arasındaki kişi başına GSYİH ve TÜFE gerçekleştirmelerini göstermektedir.

	TASARRUF (S)		YATIRIM (I)		(S-I)		CARİ İŞLEMLER
	Kamu *	özel***	kamu	özel	kamu	özel**	
1988	1,4	17,6	5,0	15,4	-3,6	2,2	-1,4
1989	3,1	15,6	4,8	16,5	-1,7	-0,9	-2,6
1990	6,7	12,5	4,9	17,0	1,8	-4,5	-2,7
1991	7,5	10,3	4,6	17,8	2,9	-7,5	-4,6
1992	7,1	9,5	4,2	19,1	2,9	-9,6	-6,7
1993	6,3	8,9	4,2	17,8	2,1	-8,9	-6,8
1994	5,0	10,7	4,5	19,1	0,5	-8,4	-7,9

(*) Operasyonel açık ve kamu yatırımları toplanarak tanımlanmıştır

(**) Cari işlemler dengesi ile kamu(S-I) tasarruf-yatırım dengesi farkı olarak tanımlandı.

(***) Özel (S-I) Tasarruf-Yatırım dengesi ile özel yatırımların yoplamı olarak tanımlanmaktadır

Tablo 16:Meksika'nın Tasarruf, Yatırım ve Cari Hesap Kalemlerinin GSYİH'ya Oranı (1998-1994)

Kaynak: Jeffrey Sachs, Aaron Tornell and Andres Velasco The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?. NBER Working Paper No. 5142. 1995, 22.128

Tablo (16) da tekila krizi öncesi ve tekila krizi yıllarındaki Meksika'nın temel ekonomik göstergeleri izleyebilmekteyiz. Özellikle cari dengede 1990 yılından sonra yaşanan kırılganlık ve yükseliş trendi dikkat çekmektedir.

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Cetes	20,437	24,445	23,567	19,047	26,084	7,456
Bondes	21,082	21,903	18,871	11,827	5,485	1,562
Ajustabonos	1,221	4,859	12,696	11,642	10,849	5,371
Tesobonos	75,000	408,000	302,000	296,000	1,237	17,780
Diğer	3,661	3,193	24,000	8,000	7,000	2,000
Toplam	46,476	54,808	55,459	42,820	43,662	32,170

Tablo 17:Meksika'nın 1989-1994 yılları arasındaki iç borç yapısı (Milyon ABD Doları)

Kaynak: Jeffrey Sachs, Aaron Tornell ve Andres Velasco.¹⁵⁹

¹⁵⁹ Jeffrey Sachs, Aaron Tornell and Andres Velasco "Financial Crisis In Emerging Markets: The Lessons From 1995", NBER Working Paper, WP/5576,1996, pp 50.

Tablo (17) de Cetesler, sabit faizli pezo cinsinden hazine bonosunu; bondes, değişken faizli pezo cinsinden kuponlu devlet tahvilini; ajustabonos, uzun dönemli enflasyona endeksli tahvili; tesobono ise kısa vadeli ABD doları cinsinden borçlanma senedini ifade etmektedir.

Meksika 1994 yılının sonlarında yaşadığı döviz krizinin ardından önceden belirlenmiş kur rejimini terk ederek dalgalı kur rejimine geçmiş ve para politikasını yeni koşullara göre yeniden şekillendirmiştir. Yeni para politikası açık olarak orta dönemli fiyat istikrarı hedefi ile bankacılık sektöründeki problemlerin çözümüne ve ortaya çıkacak maliyetin mali otorite tarafından üstlenilmesi esaslarına dayandırılmıştır.

3.4.10.12 1997 Asya Krizi

Güneydoğu Asya ülkeleri 1997 Temmuz ayında Tayland' dan başlayarak Malezya, Filipinler, Endonezya ve Güney Kore'yi etkisi altına alan daha sonra dünyanın diğer bölgelerini etkileyen ekonomik krizidir. Başlangıç tarihi her ne kadar 2 Temmuz 1997 olsa da Tayland para birimi Baht'ın devalüe edilmesi olarak ifade edilmesi de, bazı Asya ülkelerinin paralarına karşı spekülâtif saldırılar bu tarihten çok daha önce başlamıştır. Tüm bölge ülkelerini etkisi altına alarak, bu ülkelerin bankacılık sektörlerini büyük bunalımlara sürükleyen kriz olma sebebiyle önemli bir yere sahiptir. Kriz öncesi dönemde ekonomik göstergelere bakıldığında Asya ülkelerinin önemli bir dengesizlik olmadığı görülür. Aksine Asya'da krize doğru giden süreçte, ekonomik sıkıntılar ve çalkantıların yerine finansal olarak sağlam oranların ve ekonomik büyümenin yer aldığı söylenebilir. Hızlı büyüme, Asya ülkelerinde geleneksel olan yüksek tasarruf oranlarının yanı sıra yüksek yatırım oranlarıyla, ciddi ekonomi politikalarıyla ve olağanüstü ihracat büyümesiyle gerçekleştirilmişti. Söz konusu ülkelerde bütçeler artı vermekteydi ve ekonomik yapı ciddi şekilde ihracata dayalı kalkınma ile yeniden yapılandırılmıştı. Bununla birlikte, özel sektörün banka borçlarındaki artış, cari açığındaki artış ve ülkelerin para birimlerindeki aşırı değerlenme, ekonomik istikrarsızlığı arttıran problemler olarak dikkat çekmekteydi.

	1995	1996	1997
G.Kore	-2,00	-4,90	-2,80
Endonezya	-3,30	-3,30	-2,90
Malezya	-10,00	-4,90	-5,80
Filipinler	-4,40	-4,70	-4,50
Tayland	-8,00	-7,90	-3,90

Tablo 18: Cari İşlemler Dengesi(GSYİH ’nin yüzdesi)

Kaynak: International Financial Statistic (1998)

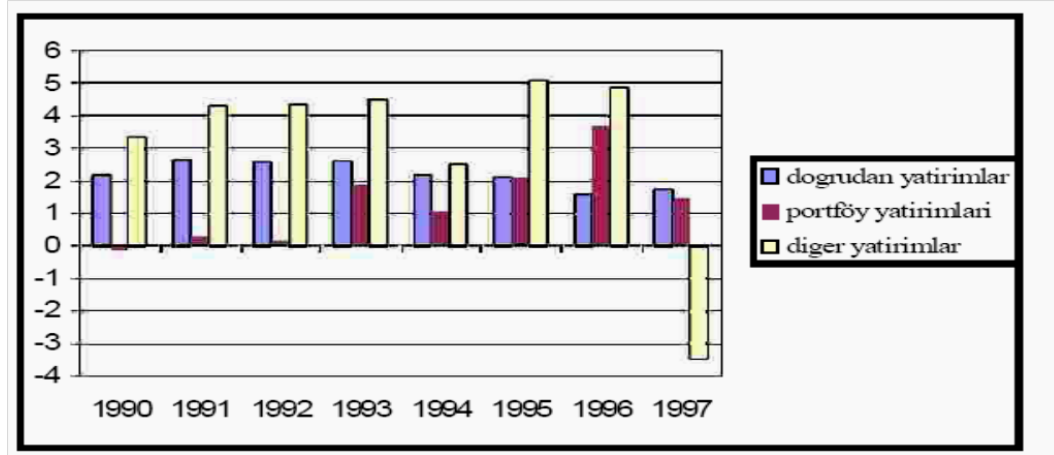
Tablo (18) ülkelerin tümünün cari işlemler dengesi kriz dönemine girerken eksi değerli olduğu izlenebilmektedir.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
G.Kore	56,8	56,8	56,8	57,9	60,6	60,8	65,7	73,9
Endonezya	50,6	50,7	47,9	40,5	52,6	53,7	55,8	61,1
Malezya	71,4	76,9	75	75,8	77,5	87,1	93,6	107,1
Filipinler	19,3	17,8	20,6	26,4	29,2	37,5	48,6	55,9
Tayland	64,3	67,7	72,9	79,9	91,7	84,2	84,3	116,3

Tablo 19: Özel Sektöre Açılan Krediler (GSYİH ’nin yüzdesi)

Kaynak: International Financial Statistic (1998)

Tablo (19) özel sektöre açılan krediler GSYH içinde önemli bir yer tutmaktadır. Dikkat çekici nokta Tayland dışında tüm ülkelerde 1990 yılından 1997 yılına kadar özel sektöre açılan kredilerde devamlı bir artış olmasıdır. Tayland bu durumu 1995 yılında bozmuş olsa da 1997 yılındaki ciddi artışla tablodaki ülkeler içinde en çok özel sektöre kredi veren ülke olmuştur. Özel sektöre açılan kredilerdeki artışlar bankacılık sisteminde düzenleme ve denetlemenin etkin olmadığı bir durumda ortaya çıkmıştır. Finansal serbestleşmenin gerekli düzenlemelerle desteklenmemesi üzerine Endonezya, Güney Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland yoğun olarak sermaye akımına uğramışlardır.



Grafik 17:Asya Ülkelerinin Sermaye Hareketleri (GSYİH'nun Yüzdesi)

Kaynak: International Financial Statistic (1998)

Grafik (17) ayrıntılı olarak tablo (20) de izlenebilmektedir.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Toplam Net Özel Sermaye Akımları	4,2	26,8	26,6	31,9	33,2	62,5	62,4	12,6	-46,2
Net Doğrudan Yatırımlar	6	6,1	6,3	6,7	6,5	8,7	9,5	12,1	4,9
Net Portföy Yatırımları	0,3	3,4	5,3	16,5	8,3	17	20	-19,7	-6,5
Banka Kredileri ve Diğer Sermaye Akımları	17,9	17,3	15	8,7	18,4	36,9	32,9	-44,5	-44,5

Tablo 20: Krizdeki Ülkelere Yönelen Net Sermaye Akımları (Milyar Dolar)

Kaynak: IMF (1999), International Financial Statistics, Washington, D.C., s. 93.

Tablo (20) de Asya ülkelerine yönelen toplam net özel sermaye akımlarında 1994-1996 döneminde yaklaşık % 100'lük bir artış görülmektedir. Sadece portföy yatırımlarına bakılsa bile aynı dönemdeki artışın % 150 dolaylarında olduğu anlaşılmaktadır.

Asya ülkelerinde saydığımız göstergeler dışındaki ekonomik göstergelerin istikrarlı olması Asya piyasasına olan ilgiyi artırmış ve yabancı sermaye girişi 1993 yılına kıyasla 1996 yılında iki kata ulaşmıştır. “Asya Kaplanları” olarak da anılan bölge ülkelerindeki karlılık zamanla az da olsa bir düşüş göstermiştir. Ancak, bölgedeki karlılığın azalmasına rağmen bir çok yabancı banka, sermaye yatırımları ile bölgedeki Daha önce belirttiğimiz gibi özel sektörün banka borçlarındaki artış, cari açığındaki artış

ve ülkelerin para birimlerindeki aşırı değerlenme dışında diğer ekonomik göstergelerde problem görünmemekteydi.

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Endonezya	7,5	9,7	8,5	9,4	7,9	6,6	58
Malezya	4,7	3,5	3,7	3,4	3,5	2,7	5,3
Filipinler	8,6	6,9	8,4	8	9	5,9	9,7
tayland	4,1	3,4	5,1	5,8	5,9	5,6	8,1
Güney Kore	7,6	7,1	7,7	7,1	3,9	3,1	5,1
Japonya	1,7	1,2	0,7	-0,1	0,1	1,7	0,6
Çin	6,4	14,7	24,1	17,1	8,3	2,8	-0,8
Tayvan	3,9	3,5	1,9	1,9	2,7	1,9	2,1
Singapur	1,5	3,3	2,9	2,6	1,3	0,7	-1,8

Tablo 21: Asya Ekonomilerinde Enflasyonun % Gelişimi (1992-1998)

Kaynak: Metin Toprak¹⁶⁰

Tablo (21) izlendiği gibi kriz öncesi rahatsız edici bir enflasyon oranı mevcut değildi. Çin’de ki yüksek enflasyon, ülkenin o dönemki büyümesi ile paralel olup daha sonraki yıllarda düşüş eğilimine dönmüş ve 1998 yılında negatif değere ulaşmıştır. Krizden önceki 30 yıl içerisinde, kişi başına gelir seviyesi Kore’de on kat, Tayland’da beş kat ve Malezya’da dört kat artmıştır.

	Endonezya	Malezya	Filipinler	G.Kore	Tayland
GSMH'nin Reel Artışı (%)					
1975-1982	6,2	7,1	5,6	7	7
1990-1995	8	8,8	2,3	7,8	9
1996	8	8,6	5,7	7,1	6,4
1997	4,7	7,7	7,2	5	-1,3
1998	-13,7	-6,7	-0,5	-5,8	-9,4
1999	-0,8	2,4	2,2	6,5	4

Tablo 22:Krizi Yaşayan Asya Ülkelerindeki reel GSMH Artışı

Kaynak: Gülten Demir¹⁶¹

Asya’da bu gelişmeler olurken 1995 ve 1996 yıllarında, gelişmiş ülkelerdeki talebin azalması ile Asya ülkelerinin ihracat gelirlerinde azalma baş göstermeye başlamıştır. Özellikle Tayland ve Malezya olmak üzere krize yakalanan ülkelerin cari işlemler dengesi artan oranlı açıklar vermeye başlamıştır. Aynı zamanda bölge ülkelerinde kısa vadeli borçlarının rezervlerine oranları ile ilgili problemleri belirginleştirmiştir.

¹⁶⁰ Toprak,A.g.e.,s.872.

¹⁶¹ Gülten Demir, **Asya Krizi ve IMF**, İstanbul,Der Yayınları, 1999 ,s. 163.

1995 yılında Güneydoğu Asya ülkelerindeki cari işlemler açığı ve Tayland para birimi Baht'ın krize doğru gitmeye başladığı söylentileri, bu ülkelerin Latin Amerika tipi bir krizden etkilenip etkilenmeyeceği ekonomistler tarafından tartışılmaya başlanmasına sebep olmuştur. Özellikle asya ülkelerinin paralarını ABD dolarına bağlamaları ve ABD dolarının yen karşısında değerlenmesi ekonomik dengelerin bozulmasında önemli rol oynamıştır. Çin'in bu duruma bağlı artan rekabet gücü, ihracatı olumsuz etkilemiş ve yerli ve yabancı yatırımcılarca yapılan dev emlak yatırımları durma noktasına gelmiştir. Sermaye hareketleri, varlık fiyatlarında enflasyonist artışa ve kredi kalitesinde düşüşe neden olacak şekilde hızlı bir kredi genişlemesine neden olmuştur. Ahlaki yozlaşma finansal piyasalara hâkim olmuştur. Bu durum enflasyona uğrayan yüksek varlık fiyatları yeterince denetime tabi olmayan banka dışı finansal kuruluşların verdikleri kredilerin miktarında artış ve sisteme yeni sermaye girişlerini teşvik etmiştir. Ülkeler piyasalardaki faiz oranı ve döviz kurlarındaki değişmelere karşı kırılgan bir hale gelmiştir. Bankacılık sisteminin ve kurumsal yönetimin zayıflığı ile etkin bir denetim sisteminin ve piyasa disiplinin olmayışı aşırı derecede risklerin üstlenilmesine uygun bir zemin hazırlamıştır.

Asya Krizi öncesinde Tayland' da ve Malezya' da yatırım yapılan krediler daha çok, kısa vadeli getirisi olmayan gayrimenkul sektörüne kullanılmıştır. Teminat olarak alınan gayrimenkullerin büyük zararlarla elden çıkarılması sonucunda ise banka bilançolarındaki batık kredi oranları artmıştır. Kriz öncesi Tayland' ın en büyük emlak firması olan Samprasong Land firmasının faiz borcunu ödeyememesi sonucu batması ise, Asya Krizinin ilk belirtilerinden biridir. Aynı dönemde Standard&Poor's, bankaların kötü kredi oranlarının artmasını önleyemeyen Malezya' nın kredi notunu düşürmüştür. Asya' da benimsenen hızlı ve sağlıksız liberalleşme politikaları neticesinde bozulan banka aktif-pasif yapısı, bankacılık sektörünün yapısının sağlıksız ve zayıf olduğunun göstergesidir. Yabancı sermaye girişlerinin kısa vadeli fakat sektör aktiflerinin uzun vadeli olması, Asya bankacılık sektörünün olası şoklara karşı kırılgan ve hassas bir özellik göstermesine neden olmuştur.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
G.Kore	30,9	28,2	27	25,9	25,5	51,6	50,2
Endonezya	15,9	18	20,5	20,2	18	20,9	25
Malezya	12,4	12,1	18,2	26,6	21,1	21,2	27,8
Filipinler	14,5	15,2	15,9	14	14,3	13,4	19,3
Singapur	17,5	18,9	19,9	17,9	13,3	14,6	19,8
Tayland	29,6	33,1	35,2	53	60,7	72,4	41,4
Hong Kong	46	46,6	45,9	41,2	30	28,4	43,6
Çin	16,9	17,9	19	17,8	17,4	18,9	19,7
Tayvan	88,3	86,5	86,9	85	76,8	72,2	68,4

Tablo 23:Asya Krizi Öncesi Bölge Ülkelerine Ait Kısa Vadeli Borç Oranları (%)

Kaynak: NBER¹⁶²

Tayland ve diğer bölge ülkelerine kredi veren altı ABD bankası Bank America, Bankers Trust, Chase, Citicorp, First Chicago ve J.P. Morgan'dır. Kısa vadeli borçlar Haziran 1997'de döviz rezervlerinin 1.6 katına ulaşmıştır. Bunun sonucunda resmi döviz rezervleri artmış, ticari bankaların likiditeleri genişlemiştir. Şüphesiz aynı süreçte ticari bankaların da dış borçlarında bir yükselme yaşanmıştır. 1992-1996 döneminde döviz rezervleri bir kat artarak 38 milyar dolara çıkarken, ticari bankaların dış borçları 5 milyar dolardan 46 milyar dolara fırlamıştır

1997 yılı şubat ayında başlayan ve Tayland'ın 2 Temmuz'da para birimi Baht'ı devalüe etmesi ile bölge ekonomilerine ve dünyaya yayılan finansal kriz, çeşitli yönleri ile önemli bir ekonomik olay olarak görülmektedir. 1989 sonrasında dar bir bantta (1\$=25B) dolara bağlanan Tayland parası Baht'la ilgili olarak, 1996 yılının sonunda ihracattaki düşme, cari açıklardaki artma, şişen gayrimenkul fiyatlarının düşmeye başlaması ve bazı finans şirketlerinin zor duruma düşmesi dolayısıyla devalüasyon beklentisi artmıştır. Merkez Bankası'nın kuru tutma girişimi için piyasaya likidite vermesi, döviz üzerindeki baskıyı daha da arttırarak sermayenin kaçmasına ve uluslararası rezerv kayıplarına yol açmış, bunun sonucunda 1997 Temmuz'unda sabit kur rejimi terk edilerek Baht devalüe edilmiştir.

¹⁶² Giancarlo Corsetti, , Paolo Pesenti and Nouriel Roubini, "What Caused The Asian Currency and Financial Crisis", **NBER Working Paper Series**, No: 6833, December 1998, pp. 44.

Baht'ın devalüasyonu Güney Doğu Asya bölgesinde finansal panik yaratmış ve diğer ülkelerin de ulusal paralarını devalüe etmesine yol açmıştır.

	Hisse Senedi Değer Kaybı Yüzdesi	Devalüasyon Oranı Yüzdesi(\$)
Güney Kore	-49	-65,9
Endonezya	-48,6	-106
Tayland	-41	-56
Filipinler	-32,7	-48
Singapur	-16,61	-50,3
Japonya	-23	-14

Tablo 24:Asya Krizi Sonrası Devalüasyon ve Hisse Senedi Değer Kaybı Oranları

Kaynak: İktisat Dergisi ¹⁶³

Devalüasyon sonrasında bahtın yüksek derecede değer kaybetmesi sonucu Tayland hükümeti IMF'nin yardımını istedi. Bu gelişmeler yaşanırken bir gün sonra 3 Temmuz 1997'de Filipinler'de Merkez Bankası gecelik faizleri %15'ten %24'e yükseltti. Para birimi Ringit'i korumak için Malezya Merkez Bankası, piyasaya müdahale etti. Spekülatörlerin baskısıyla Asya'daki tüm para birimleri hızla düşmeye başladı. Tayland hükümeti IMF'den 17 milyar dolar kurtarma paketi aldı. IMF, Endonezya için 33 milyar dolarlık bir paket sözü verdi ve ertesi gün işleyemez durumdaki on altı bankayı kapattı. Özetle Asya Krizi sadece Güney Kore, Tayland ve Endonezya'ya sunulan kurtarma paketinin boyutu 114.2 milyar dolara ulaşan bir kriz özelliği taşımaktadır.

3.4.10.13 1998 Rusya Krizi

Rusya krizi'nin gelişimini anlayabilmek için 1990 lı yılların Rusyasına göz atmamız gerekmektedir. 1991 yılında Sovyetler birliğinin dağılması ile birlikte Rusya federasyonunda serbest piyasaya geçme amacı taşıyan ekonomik reformlar gerçekleşmeye başlamıştır. Kur ve faiz oranları serbest bırakılmıştır. Ruble konvertibl hale getirilmiştir. Küçük işletmelerin özelleştirilmesi sağlanmış ve sonuçta ekonominin % 72 si özel sektörün kontrol altına geçtiği bir yapı haline geçmiştir. Dış ticaret alanında gümrük vergilerinde indirim yapılmış ve miktar kısıtlamaları kaldırılmıştır. Lisans uygulaması sonlandırılmış ve serbestleşme imkânı sağlanmıştır. Tüm bu gelişmeler yaşanırken Rusya, makro ekonomik dengelerin sağlanması konusunda başarılı olamamıştır. GSYİH da istikrarsız düşüşler meydana gelmiştir.

¹⁶³ Tülay Arın, "Asya krizi ve kriz yönetiminde hegemonya", **İktisat Dergisi**, Ocak 1998,s. 5.

Enflasyon rakamları çok ciddi seviyelere yükselmiştir. Mali gelirler gerilemiş ve uygun olan kur politikaları uygulanamamıştır. Özelleştirmelerden gerekli faydalar sağlanamamıştır. Devlet harcamalarında yapısal sorunlar görülmeye başlanmıştır. Yatırımların kalitesi ve miktarı düşmüştür. Bu olumsuz gelişmeler neticesinde Rusya, Güneydoğu Asya krizine hazırlıksız yakalanmıştır. Rusya'yı krize iten nedenleri şu şekilde sıralayabiliriz.¹⁶⁴

- Kronik bütçe açığı ve buna bağlı olarak iç-dış borç stokunun giderek azalması,
- Merkez bankasının uygulanan sıkı para politikalarının sonucunda rublenin aşırı değerlenmesi,
- Gelişmemiş bankacılık sektörü
- Ülkedeki ekonomik faaliyetlerin yarısından fazlasının kayıt dışı yapılması ve bu yüzden devletin yeterince vergi toplayamaması,
- İktidar mücadeleleri
- Asya krizinin etkisiyle dünyada düşen hammadde fiyatlarının çoğunluğu hammaddeye dayalı olan Rusya ihracatını olumsuz etkilemesi,
- Yine Asya krizinden itibaren uluslar arası yatırımcıların finansal yatırımlarını Rusya'dan hızla çekmeleri, ülkenin döviz rezervlerinin hızla erimesi ve bu gelişmelerin hazineyi yüksek faiz politikasına zorlaması,

1996 yılı verilerine göre Rusya, 147.7 milyon nüfusu ve 2,400 Amerikan Doları kişi başına milli geliri ile Türkiye açısından en önemli ticaret ortağı ülkelerden birisiydi. Serbest piyasa ekonomisine geçiş yönünde hızlı bir değişim süreci başlamıştı. Yedi yıllık geçiş dönemi boyunca önemli ekonomik reformlar gerçekleştirilmiş olmakla beraber ekonomik sistem henüz sağlıklı bir yapıya kavuşturulamamıştı. 1992- 1998 döneminde, yurtiçi fiyatlar serbest bırakılmış, dış ticaret liberalizasyonu gerçekleştirilmişti, Rus parası (ruble)'in değeri piyasa

¹⁶⁴ Muhammet Akdiş, Muhammet , **Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye**, İstanbul, Beta Yayınevi,2000, 86-87

mekanizması içinde belirlenmeye başlamış ve devlete ait işletmelerin büyük çoğunluğu özel sektöre devredilmişti.

	1994	1995	1996	1997
İhracat	67,8	82,7	90,5	88,7
İthalat	50	61,9	67,4	71,3
Dış Ticaret Dengesi	17,8	20,8	23,1	17,3
Cari İşlemler Dengesi	9	8	11,6	3,3

Tablo 25: Rusya Federasyonu Cari İşlemler Dengesi (milyar USD)

Kaynak: IMF

Tablo (25) de izlenilebileceği gibi Rusya'nın dış ticaret dengesi kriz öncesi 1994-1997 yılları arasında pozitif değerdedir. Bununla birlikte ithalattaki artışın dış ticaret dengesini azaltma eğiliminde olduğu da dikkatlerden kaçmayan bir gerçektir.

Yıllar	Büyüme	Enflasyon
1994	-12,6	224
1995	-4	131
1996	-6	21,8
1997	-3,5	11
1998	0,8	84,4
1999	5,4	36,5
2000	10,5	20,8
2001	5,1	21,5
2002	4,7	15,8
2003	7,3	13,7

Tablo 26: Rusya'nın 1994-2003 Yılları Arasındaki Büyüme ve Enflasyon Rakamları

Kaynak: IMF¹⁶⁵

Aslında yukarıdaki tabloya bakıldığında krizin Asya krizi gibi beklenmeyen bir kriz olduğunu söyleyemeyiz. Rusya'da 1992 yılından beri uygulanan politikaların en önemli başarısı yüksek enflasyon oranının düşürülmesi olmuştur. dış ticaretin serbestleştirilmesi ve uygulanan diğer ekonomik politikalar sonucu yıllık ortalama

¹⁶⁵ Anders Aslund, "Carnegie Endowment for international Peace, Russian and Eurasian Program: Briefing on the Russian Economy "Central bank of Russia, June 8, 1998 ve www.cbr.ru Erişim Tarihi (17/03/2012), www.dfat.gov.au (17/03/2012),

enflasyon oranı 1995 yılında %131'e, 1996 yılında %22'ye ve 1997 yılında %11'ler civarına düşürülmüştür.

	1994	1995	1996	1997
Genişletilmiş Bütçe				
Gelirler	37,1	33,5	32	31,8
Harcamalar	46,8	39,5	41	40
Toplam Denge	-9,7	-6	-9	-8,2
Faiz Dışı Denge	-8,8	-2,3	-3	-3,4
Federal Bütçe				
Gelirler	14,1	13,7	12,5	12,1
Harcamalar	24	19,3	19,2	19
Toplam Denge	-9,8	-5,6	-7,7	-6,9

Tablo 27:Rusya Federasyonu Bütçe Dengesi'nin GSYİH'ya Oranı

Kaynak: IMF

Yukarıdaki tabloda bütçe dengesinin 1994-1997 yılları arası devamlı negatif verdiği izlenmektedir. Bu durumun başlıca nedeni kayıt dışı durumun varlığı nedeniyle devletin gerektiği ölçüde vergi toplayamamasıdır. Rusya federasyonunda basit vergi sisteminin olmaması da vergi kontrollerinin etkinliğini azaltmaktadır. Sosyal güvenlik sistemindeki yapısal sorunlar da olumsuz durumu güçlendirmektedir. Rusya'da ordunun büyüklüğü ve askeri harcamaların yüksek oluşu kamu finansmanındaki zorlukları doğuran bir diğer husustur.

Tüm bu gelişmelerin gölgesinde 1997 Kasım ayındaki Asya Krizi'nin baş göstermesi ile Rubleye karşı spekülatif atak gerçekleştirilmiştir. Spekülatif atağı önlemek isteyen Rusya Merkez bankası başarısız olmuştur.

3.4.10.14. Kasım 2000 Krizi

1999 sonunda uygulamaya konulan döviz kuruna bağlı dezenflasyon programı ekonomik gelişmeleri etkileyen temel unsur olmuştur.

	USD Kuru	Mark Kuru	Euro Kuru	USD/DM Paritesi	Euro/USD Paritesi
1999 Mart	367.383	203.243	397.509	1,8076	1,0820
1999 Aralık	540.098	277.169	542.096	1,9486	1,0036
2000 Şubat	572.057	283.976	555.410	2,0144	0,9708
2000 Mart	588.060	287.290	561.891	2,0469	0,9554
2000 Mart/1999 Mart % değişim	60,1	41,4	41,4	13,2	-11,7
2000 Mart/1999 Aralık % değişim	8,9	3,7	3,7	5,0	-4,8
2000 Mart/ 2000 Şubat % değişim	2,8	1,2	1,2	1,6	-1,6

Tablo 28: Kriz Öncesi Dönemde Döviz Kurlarında Gözlenen Gelişmeler

Kaynak: TCMB

Özelleştirmenin hızlanması, enflasyonla uyumlu gelir politikasının uygulanması, sıkı maliye politikası ile faiz dışı fazlanın arttırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi programın öncelikli hedefleriydi. 2000 yılı istikrar programında faiz oranları üzerindeki kur baskısının sabit kur politikaları yoluyla kaldırılması, faiz yoluyla enflasyonun düşürülmesi, kamu açıklarının azaltılarak reform sürecinin yabancı sermayeyle finansmanı hedeflenmiştir. Fakat yüksek enflasyon-faiz-aşırı değerli kur, döviz cinsinden aşırı borçlanma, ithalat artışları ve sürdürülemez cari açıkla sonuçlanmıştır. İlk aşamada Stand by'ın 7.5 milyar USD ek rezerv ile desteklenmesine ilişkin IMF ile uzlaşmaya varılmıştır.

%	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
HARCAMALAR	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Cari	46,77	52,78	50,54	56,14	45,63	41,11	37,66	32,55
-Personel	36,08	42,49	42,01	47,05	38,36	32,93	29,38	24,72
-Diğer Cari	10,69	10,29	8,53	9,09	7,27	8,18	8,27	7,83
Yatırım (*)	10,19	10,15	8,99	8,58	7,53	5,61	5,37	6,04
Transfer	43,04	37,07	40,47	35,28	46,84	53,28	56,98	61,40
-Faiz Ödemeleri	21,71	20,79	18,48	18,18	24,00	33,24	33,68	38,00
İç Faiz Ödemeleri	13,44	14,31	13,01	13,78	19,07	25,99	27,80	33,73
Dış Faiz Ödemeleri	8,26	6,48	5,47	4,40	4,94	7,26	5,88	4,27
-KİT' lere Transfer	3,19	1,86	9,36	3,67	5,33	2,34	2,66	1,28
-Vergi İadeleri	7,54	5,32	4,97	4,86	4,38	3,47	3,72	2,66
-Sosyal Güvenlik	3,68	1,82	1,23	1,80	2,82	4,38	6,33	8,51
-Diğer Transferler	6,92	7,28	6,43	6,76	10,30	9,85	10,60	10,95
GELİRLER	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Genel Bütçe	98,55	98,80	99,02	99,21	99,05	99,31	99,11	99,04
-Vergi Gelirleri	84,11	82,19	81,29	81,28	75,18	78,87	77,76	83,04
Gelir Üzerinden Al.V.	44,34	42,08	41,78	40,25	35,78	33,09	31,27	32,04
Servet Üzerinden Al.V.	0,58	0,74	0,70	0,72	0,72	4,99	1,75	0,75
Mal ve Hiz.Üz.Al.V.	25,21	24,78	25,52	27,18	25,53	28,77	30,78	35,93
Dış Ticaret Vergileri	13,98	14,59	13,30	13,11	13,15	12,03	13,96	14,33
-Vergi Dışı Normal Gel.	8,03	7,72	4,06	4,39	5,02	6,49	6,17	5,92
-Özel Gelir ve Fonlar	6,42	8,89	13,67	13,54	18,85	13,94	15,18	10,07
Katma Bütçe	1,45	1,20	0,98	0,79	0,95	0,69	0,89	0,96

Tablo 29: Konsolide Bütçe Gelir Ve Harcamalarının % Dağılımı (1989-1996)

Kaynak: Maliye Bakanlığı

Yukarıdaki grafikte izlendiği gibi Toplam harcamalar içinde iç borç faiz ödemelerinin payının, 1989 yılında %13,44 iken, 1994 yılına gelindiğinde %25,99' lara yükselmesi, bütçe açığının en önemli iki bileşeninden birinin faiz ödemeleri olduğunu göstermektedir

%	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
HARCAMALAR	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Cari	46,77	52,78	50,54	56,14	45,63	41,11	37,66	32,55
-Personel	36,08	42,49	42,01	47,05	38,36	32,93	29,38	24,72
-Diğer Cari	10,69	10,29	8,53	9,09	7,27	8,18	8,27	7,83
Yatırım (*)	10,19	10,15	8,99	8,58	7,53	5,61	5,37	6,04
Transfer	43,04	37,07	40,47	35,28	46,84	53,28	56,98	61,40
-Faiz Ödemeleri	21,71	20,79	18,48	18,18	24,00	33,24	33,68	38,00
İç Faiz Ödemeleri	13,44	14,31	13,01	13,78	19,07	25,99	27,80	33,73
Dış Faiz Ödemeleri	8,26	6,48	5,47	4,40	4,94	7,26	5,88	4,27
-KİT' lere Transfer	3,19	1,86	9,36	3,67	5,33	2,34	2,66	1,28
-Vergi İadeleri	7,54	5,32	4,97	4,86	4,38	3,47	3,72	2,66
-Sosyal Güvenlik	3,68	1,82	1,23	1,80	2,82	4,38	6,33	8,51
-Diğer Transferler	6,92	7,28	6,43	6,76	10,30	9,85	10,60	10,95
GELİRLER	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Genel Bütçe	98,55	98,80	99,02	99,21	99,05	99,31	99,11	99,04
-Vergi Gelirleri	84,11	82,19	81,29	81,28	75,18	78,87	77,76	83,04
Gelir Üzerinden Al.V.	44,34	42,08	41,78	40,25	35,78	33,09	31,27	32,04
Servet Üzerinden Al.V.	0,58	0,74	0,70	0,72	0,72	4,99	1,75	0,75
Mal ve Hiz.Üz.Al.V.	25,21	24,78	25,52	27,18	25,53	28,77	30,78	35,93
Dış Ticaret Vergileri	13,98	14,59	13,30	13,11	13,15	12,03	13,96	14,33
-Vergi Dışı Normal Gel.	8,03	7,72	4,06	4,39	5,02	6,49	6,17	5,92
-Özel Gelir ve Fonlar	6,42	8,89	13,67	13,54	18,85	13,94	15,18	10,07
Katma Bütçe	1,45	1,20	0,98	0,79	0,95	0,69	0,89	0,96

Tablo 30: Konsolide Bütçe Gelir Ve Harcamalarının % Dağılımı (1989-1996)

Kaynak: Maliye Bakanlığı

Tablo (30) da izlendiği gibi Toplam harcamalar içinde iç borç faiz ödemelerinin payının, 1989 yılında %13,44'iken, 1994 yılına gelindiğinde %25,99' lara yükselmesi, bütçe açığının en önemli iki bileşeninden birinin faiz ödemeleri olduğunu göstermektedir

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
TOPLAM MEVDUAT	73,0	70,8	67,4	66,1	57,8	52,5	61,2	59,6	62,3
Türk Lirası	56,4	54,5	51,8	45,4	37,2	31,1	31,2	30,2	32,1
- Tasarruf Mevduatı	30,6	30,8	27,5	26,0	20,4	15,7	18,3	18,7	19,9
- Diğer	25,8	23,8	24,3	19,4	16,8	15,5	12,9	11,5	12,3
Döviz Tevdiat Hesapları	16,6	16,3	15,5	20,7	20,6	21,3	30,0	29,4	30,1
MENKUL KIYMET.	27,0	29,2	32,6	33,9	42,2	47,5	38,8	40,4	37,7
Kamu	18,6	19,2	20,0	19,1	29,1	33,6	33,2	32,5	32,7
- Hazine Bonosu	5,6	4,4	4,3	7,8	9,1	8,0	16,9	17,0	17,5
- Devlet Tahvili	10,8	13,5	14,8	10,6	18,6	23,5	12,9	13,8	14,3
- Diğer	2,2	1,3	0,9	0,8	1,3	2,0	3,4	1,6	0,8
Özel	8,5	9,9	12,7	14,7	13,1	13,9	7,3	8,0	5,1
- Hisse Senedi	6,9	8,4	11,4	13,8	10,6	8,8	6,1	6,0	4,9
- Varlığa Day. M.K.	..	..	..	..	2,0	4,5	1,1	1,8	0,1
- Diğer	1,6	1,6	1,3	0,9	0,5	0,5	0,1	0,1	0,1
TOPLAM	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Tablo 31: Toplam Mali Varlıklar (1988-1996)

Kaynak: SPK ve Hazine

Kamu kesiminin 1980' li yılların sonlarından itibaren giderek artan fon ihtiyacı çoğunlukla, iç mali piyasalardan borçlanarak karşılandığı için özel kesimden kamukesimine kaynak aktarımı yaşanmıştır. Kamu kesiminin mali piyasalar üzerindeki hakimiyeti giderek artmış, toplam mali varlıklar içinde kamu kesiminin payı 1988 yılında %18,6 iken 1994 yılında bu pay %33,2' ye çıkmıştır. Özel kesimin payı ise 1991 yılına kadar artarak %14,7' ye ulaşmasına rağmen, 1992' den itibaren düşme eğilimine girmiş ve 1994 yılında %7,3' e gerilemiştir. Ayrıca, kamunun mali varlıklar üzerinde artan bu payının menkul kıymet ihracı yoluyla olması da dikkat çekicidir. Menkul kıymetler içinde kamu kesiminin payının, kriz öncesi dönemde önemli miktarda artarak, 1994 yılında %85' e ulaştığını görülmektedir. Bu artışın en önemli kaynağını kamu açığı finansmanı için piyasaya sürülen tahvil ve bonolar oluşturmaktadır. Öte yandan, özel kesimin hisse senedi payı ise 1991 yılında %40,7' den 1994 yılında %15,7' ye gerilemiştir.

2000 Kasım ve 2001 Subat krizlerini açıklamadan önce 1999'daki genel ekonomik gidişata göz atmakta fayda vardır. 1999 yılının sonuna doğru ekonomik

tablo su biçimdedir: Ekonomi % 6.1 oranında küçülmüş, enflasyon(TEFE) yüzde 70'e ulaşmış, bütçe açıkları büyümüş ve tasınamaz noktaya gelmiş, hazine faizlerinin yıllık ortalama bileşik oranı yüzde 106'ya ulaşmıştır. 1999 depremi bu tabloyu daha da kötüleştirmiştir.¹⁶⁶

1999 Aralık ayında enflasyonun %70'lere yaklaşması sonucunda IMF ile 17. Standby anlaşması imzalanmıştır. 17.Stand-by anlaşmasına göre;

- Sıkı bir maliye politikası uygulayarak faiz dışı fazlanın arttırılması ve başta özelleştirme olmak üzere yapısal dönüşümlerin gerçekleştirilmesi,
- Enflasyon hedefine yönelik gelirler politikası,
- Enflasyonu düşürmeye yönelik kur ve para politikası hedeflenmiştir.

	31.12.1999	31.03.2000	30.06.2000	31.12.2000
Net İç Varlık (Trilyon TL)	-1.200	-1.200	-1.200	-1.200
Net Uluslar arası Rezervler (Milyon USD)	1.200	12.000	12.750	13.500
Kamu Kesimi Birincil Denge (Trilyon TL)	-	2.150	5.900	9.100
Toplam Dış Borçlanma (Milyon USD)	8.500	12.200	20.000	23.000

Tablo 32: 2000 İstikrar Programı Performans Kriterleri ve Hedefleri

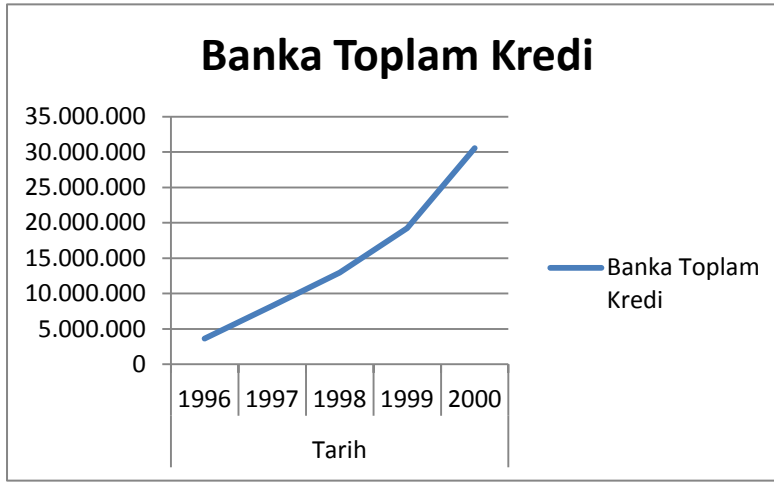
Kaynak: Erinç Yeldan¹⁶⁷

Programda Merkez Bankası döviz piyasası, açık piyasa ve bankalar arası piyasa işlemleri ile zorunlu karşılık ve disponibilite oranlarını temel para ve kur politikası araçları olarak kullanılacaktı. Merkez Bankası'nın bilançosunun net iç varlıklar kalemine tavan limiti getirilmiş ve net iç varlıkların döviz girişi oranında arttırılması kararlaştırılmış, böylece Merkez Bankası'nın para basımı sınırlandırılmıştır. Piyasalarda TL oluşturmak için TCMB'nin döviz satın alması gerekecektir. Bununla birlikte programda Uluslar arası rezervler kalemi rezervlerin düşebileceği en alt seviye ile sınırlandırılmıştır.

¹⁶⁶ Mahfi Egilmez.veErcan Kumcu,**Ekonomi Politikası**. 7. bs. İstanbul,Remzi Kitabevi, 7.Baskı,2004, s.384.

¹⁶⁷ Erinç Yeldan, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, İstanbul, İletişim Yayınları, 2001, s.169.

İstikrar programının diğer bir ayağını özelleştirmeler oluşturmaktaydı. 2000 yılında 7.6 milyar dolar (5 milyar doları Telekom'dan olmak üzere) ve 2001 yılında 6 milyar dolarlık özelleştirme yapılması planlanmış fakat beklenen talebin gelmemesi nedeniyle THY, Türk Telekom gibi büyük özelleştirmeler yapılamamıştır. Bu olumsuzluklara rağmen piyasalar programı olumlu karşılamıştır. 2000 yılı başından itibaren beklenenden yavaş gerçekleşirken faizlerde beklenilenden daha fazla düşüş gerçekleşmiştir. Faizlerdeki düşüş tüketici kredilerinin artmasına neden olmuştur. Böylece tüketimdeki artış büyük oranda ithalatla karşılanmıştır.



Grafik 18: Banka Toplam kredileri (1996-2000)

Kaynak:TCMB

Not:Dikey Eksen Milyar TL dir.

Grafik (18) de devamlı artış trendi 2000 yılında bir önceki yıla göre 15 milyar TL artmıştır. Buna paralel olarak 1999 yılında 1.199.277 TL den 2000 yılında 2.204.135 TL ye yükselmiştir. Programda 2000 yılı sonunda enflasyonun % 20 ye düşürüleceği planlanmıştı. Fakat dış ticarete konu olmayan sektörlerdeki fiyat katılıkları görmezden gelinmiştir. Sonuçta iç borçlanma faizlerindeki hızlı düşüş enflasyon tarafına yansımamıştır. Faiz oranındaki düşüş ise ekonomi yönetimi tarafından başarı olarak algılanmıştır.

Ay	Hazine Bileşik Faizi(Ort)	TEFE (12 Aylık)	Beklenen Tefe (12 Ay Sonra)
1999/07	101	52	58
1999/08	116	53	60
1999/09	113	54	60
1999/10	109	55	57
1999/11	96	56	53
1999/12	ihale yok	62	44
2000/01	38	66	37
2000/02	42	67	38
2000/03	39	66	38
2000/04	34	61	36
2000/05	39	59	35
2000/06	42	56	34
2000/07	34	52	33
2000/08	33	49	34
2000/09	33	43	32
2000/10	38	41	30
2000/11	41	39	30
2000/12	-	32	30

Tablo 33: Ortalama Hazine Bileşik Faizi-12 Aylık TEFE ve 12 ay sonra Beklenen TEFE

Kaynak: TUIK ve TCMB

Merkez Bankası yılbaşında 1 Dolar + 0.77 Euro'dan oluşan kur sepetinin günlük değerini kamuoyuna açıklamış, ekonomide likiditenin döviz karşılığı yaratılmasını benimsemiş ve böylece TCMB'nin kısa vadeli faizler üzerindeki etkisi sınırlanmıştır.

1999 Türkiye'sinde enflasyon (TÜFE) % 65'e, büyüme oranı % -6'ya, iç borç/GSMH oranı % 29'a, cari işlemler açığı ise 1.36 milyar dolara (GSMH'nın % 0.7) ulaşmıştı. Türkiye'de de kriz öncesi dönemde kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinde büyük artışlar gözlenmiştir. 2001yılına gelindiğinde ise TL % 17 değerlenmiş, ithalat %23 artarken ihracattaki artış sadece %2.2 olmuş, ayrıca faizlerdeki hızlı düşüş tüketici kredilerini % 300 artırmış ancak artan iç talep üretimin ihracat yerine iç tüketime gitmesine neden olmuştur. Yine programın uygulanmasıyla birlikte oluşan zayıflıklar ve aksaklıklar, programa duyulan güveni derinden sarsmıştır. Programdan olumsuz etkilenen Türkiye ekonomisinde enflasyon % 39 ile(TÜFE) hedeflerin üzerinde gerçekleşmiştir. Yıl boyunca kurdaki artış ise %

20 olmuştur. Sonuçta, 2000 yılı cari işlemler açığı 9.7 Milyar ABD Dolar'ına çıkarak, GSMH'nin yaklaşık % 5'ine ulaşmıştır.

	1999	2000	2000-I	2000-II	2000-III	2000-IV
Cari İşlemler	-1.360	-9.765	-2.282	-3.265	-1.194	-3.024
İhracat (FOB)	26.587	27.324	6.692	7.097	6.678	6.857
Bavul ticareti	2.255	2.944	637	650	784	873
İthalat (CIF)	40.687	53.983	11.325	14.149	13.972	14.537
Dış Ticaret Dengesi	-10.443	-22.341	-3.794	-5.983	-6.253	-6.311
Diğer Mal Ve Hizmet Gelirleri	18.748	22.320	4.020	5.432	7.245	5.623
Turizm gelirleri	5.203	7.636	735	1.833	3.317	1.751
Diğer Özel Resmi Hizmet Geliri	7.118	7.861	1.706	2.019	2.086	2.050
Karşılıksız Transferler	5.175	5.225	1.201	1.353	1.250	1.421
İşçi Gelirleri	4.576	4.603	1.086	1.169	1.132	1.287
Sermaye Hareketleri (Rezerv Hariç)	4.670	9.445	3.435	4.535	2.966	-1.491
Net Hata ve Noksan	1.896	-2.677	-598	129	-1.329	-879
Rezervler	-5.206	2.997	-555	-1.399	-443	5.394

Tablo 34:Ödemeler Dengesi (Milyon ABD Doları)

Kaynak: TCMB 2000 Yıllık, s.45.

Tablo 34 da 1999 yılında -1360 milyon dolar olan cari işlemler açığının yaklaşık 9 kat arttığı izlenebilmektedir. Özellikle IMF programının etkisiyle, ihracatın aynı kalmasına rağmen ithalatın artması ve dış ticaret dengesindeki bozulma dikkat çekicidir.

İthalat artışına bağlı olarak artan dış borçlara rağmen ihracatın azalması ve yabancı sermayenin kredi vermede isteksiz davranışı sonucunda 4.8 milyar USD portföy yatırımı Türkiye'den çıkış yapmıştır. Devalüasyon beklentisi içindeki bankaların açık pozisyonlarını kapatmak için döviz talebini arttırmaları piyasada likidite sorununu beraberinde getirmiştir. IMF programına bağlı kalan TCMB'nin piyasaya likidite pompalamaması sonucu kısa vadeli faizler artmıştır. Bu durumdan en çok bünyelerinde fazla DİBS bulunduran ve bunları kısa vadeli kaynaklarla fonlayan bankalar etkilenmiştir. Oluşan güvensiz ekonomik ortamda dövize yönelen spekülasyon saldırı, çok yüksek faiz oranlarıyla, ciddi döviz kayıplarıyla ve IMF'den alınan 7.5 milyar USD kredi ile atlatılmıştır.

IMF'ye göre bankacılık sektöründe oluşan likidite sıkışıklığı, yerli ve yabancı yatırımcıları endişelendirmiş ve güvenlerini sarsmıştır. Bu durum finansal sektörde ciddi bir likidite krizine yol açmıştır. Bilinen bir türk bankasına yatırım kanallarının kapatılması ve sonra iki büyük Türk bankasının DİBS piyasasında aktif bir rol bu bankanın kredi kanallarının kapatılması krizi hızlandırmıştır. Söz konusu bankanın finansal darboğaza girerek elindeki devlet iç borçlanma kağıtlarının bir bölümünü elinden çıkarma mecburiyetinde kalması faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Paniğe kapılan yerli bankalar ve yabancı yatırımcılar açık pozisyonlarını kapamak için satışa yönelmişlerdir. TCMB'nin piyasaya başta verdiği likidite, paniğin hızını kesememiştir. Daha sonra TCMB'nin likidite pompalamayı durdurması ciddi bir tepki ile karşılaşmış ve faizler % 2000 lere ulaşmıştır.

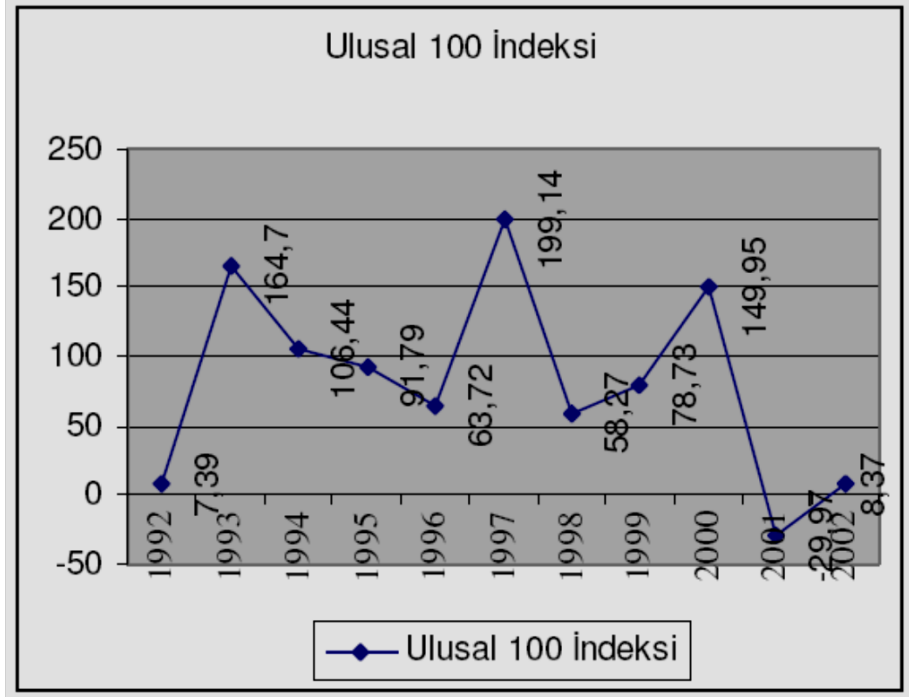
OECD'ye göre ise Türkiye'deki bankaların döviz cinsinden açık pozisyonlarının 20 milyar dolara ulaşması ve bu tutarın 18 milyar dolarının kamu bankalarına ait olması ülke için ciddi bir problem idi. Ziraat ve Halk bankası görev zararları 1 yılda 1 milyar dolar artarak 20 milyar dolara yükselmişti. Aynı dönemde Kamu borç kesimi stoku / GSMH oranı % 46 dan % 62 ye yükselmişti. Taahhüt edilen özelleştirmelerin gerçekleştirilememesi 1999 da meydana gelen iki büyük depremin devlete 12-15 milyar dolar yük getirmesi OECD ye göre diğer bir kriz nedenidir. Ayrıca 2000 yılı boyunca TL'nin % 20 gibi aşırı değerlenmesi, petrol fiyatlarındaki aşırı artış ve Euro'nun değer kaybetmesinin Türkiye'nin ödemeler bilançosunu olumsuz etkilemiştir. Ocak-Ağustos dönemi faiz hadlerinin hızla düşmesi sonucu, küçük ve orta büyüklükteki bankaların hazine kâğıtlarını zararına satmaları, bu bankaların karlılığını azaltarak, Kasım başından itibaren likidite krizi ile karşılaşmaları ve bu küçük bankaların işlemlerinin büyük bankalar tarafından devre dışı bırakılması krizi derinleştirmiştir.

3.4.10.15 Şubat 2001 Krizi

Türkiye 2000 Kasım ayında döviz'e yönelen yoğun spekülasyon saldırısını çok yüksek faiz oranları, önemli döviz rezervi kayıplarıyla ve, önemlisi 7.5 milyar dolar büyüklüğündeki ek IMF kredisi ile geri püskürtebilmiş ve döviz kuru çizelgesini yüksek bir maliyetle savunabilmişti. Ancak daha sonra olabilecek benzer bir saldırıya karşı savunma gücü büyük ölçüde azalmıştı.

2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleri iki ekonomik krizde aslında tek bir krizin parçaları olduğu genel kabul gören bir varsayımdır. Krizin ortaya çıkışının diğer ülkelerdekine benzer boyutları çoktur. Ancak Türkiye'ye özgü boyutları da vardır. Kasım 2000 krizi sonrası iki temel sorun boy göstermiştir. Birincisi, krizle birlikte yükselen faiz oranları döviz kurundaki artış hedefinin çok üzerinde seyretmeye başlamıştır. İkincisi, krizin başta kamu bankaları olmak üzere bankacılık sisteminin mali yapısında oluşturduğu hasar sistemin kırılganlığını artırmıştır. Bu uyumsuzluk ve artan kırılganlık, Şubat 2001 sonlarındaki hazine ihalesi öncesinde meydana gelen siyasi gerginlik ile birleşince, sürekli tedirginlik içinde olan piyasalarda panik ortamı oluşmuş, sisteme olan güven tamamen kaybolmuş ve 19 Şubat 2001 tarihinde Türk Lirası yeniden ciddi bir atakla karşı karşıya kalmıştır. Atığın etkisiyle ödemeler sistemi kilitlenmiştir. Bununla birlikte mevcut sabit döviz kuru sisteminin sürdürülebilirliğine ilişkin ciddi güven sorunu daha da derinleşmiştir. 19 Şubat günü Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasındaki bir tartışma ikinci bir spekülasyon saldırısını başlatmış ve Türkiye döviz krizi ile karşılaşmıştır.. 21 Şubat'ta bankalararası para piyasasında gecelik faiz %6200'e kadar çıkmış ve ortalama % 4018.6 oldu. 16 Şubatta 27.94 milyar dolar olan Merkez Bankası döviz rezervi 23 Şubat'ta 22.58 milyar dolara inerek 5.36 milyar dolar kayıp yaşamıştır. Kasım 2000 krizinde sadece yabancıların gerçekleştirdiği döviz'e karşı spekülasyon atağı 2001 krizinde hem yabancılar hem de bankalar gerçekleştirmişlerdir. Döviz'e yapılan saldırıya dayanma gücü kalmayınca, TCMB 21 Şubat gecesi kurun dalgalanmaya bırakıldığını açıkladı. 19 Şubatta 1 doların piyasa satış kuru 686 500 iken, 23 Şubatta 920 000, 28 Şubatta 960 000 oldu, yani kur artışı on gün içinde %40'a ulaştı. Kasım ayında yara alan enflasyonu düşürme programının da sonu gelmiş oldu.

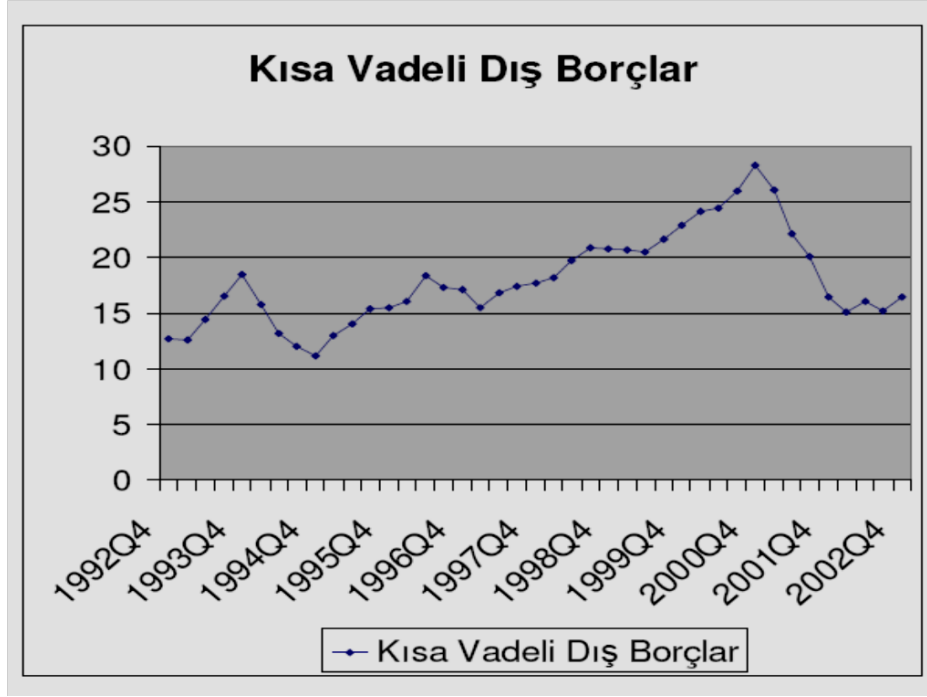
Kriz modelleri konusunda ele aldığımız 1994 Türkiye Krizi ile Kasım 2000 krizi sonrasında b aş gösteren Şubat 2001 Krizi’ni bu bölümde öncü göstergeler ışığında grafiksel olarak değerlendireceğiz.



Grafik 19: Ulusal 100 Endeksi (1992-2002)

Kaynak: TCMB

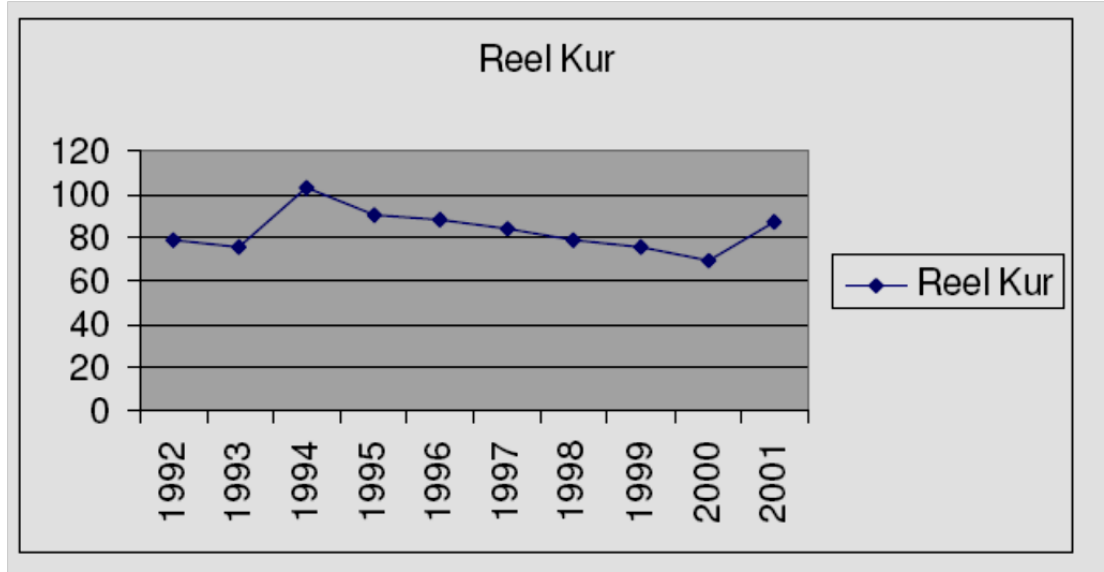
İMKB Ulusal 100 endeksi’nin 1994 ve 2001 yılları öncesinde ilginç birşekilde yükseldiği ardından da hızlı bir düşüş trendi yaşadığı gözlenmektedir. Endeks, 1992 yılında yıllık ortalama % 7,39 iken, 1993 yılında % 164,70’e yükselmiş, 1994 yılındaki ekonomik krizle birlikte % 106,44 değerine gerilemiştir. 1999 yılında ise, yıllık ortalama % 78,73 iken, 2000 yılında % 149,95’e sıçramıştır. Endeks, tarihindeki en düşük değeri 2001 krizinde görmüştür. Endeksteeki yükselme, kriz öncesinde ülkeye büyük miktarda giriş yapan sıcak paradan kaynaklanmaktadır. Kısa bir süre sonra, sıcak paranın ülkeyi hızla terk etmesiyle İMKB endeksinde düşüş yaşanmış ve kriz gerçekleşmiştir.



Grafik 20: Kısa Vadeli Borçlar (1992-2002)

Kaynak: TCMB

1980 yılında yaklaşık olarak 17 milyar dolar civarında olan dış borç stoku, 1989 ve 1993 yıllarında sırasıyla 42 milyar ve 66 milyar dolar olmuştur. Bu konuda üzerinde durulması gereken nokta dış ticaret bileşiminde meydana gelen değişikliktir. Kısa vadeli dış borçların toplam dış borç stoku içerisindeki payı 1989 yılında %13.8 iken bu oran 1993 yılında yüzde 25.1'e yükselmiştir. Kısa vadeli dış borçların Merkez Bankası brüt döviz rezervlerine oranı Merkez Bankası rezervlerinin hızla erimesiyle birlikte, oran 1993 yılında önce 2.98, daha sonra da 1994 yılının ilk çeyreğinde 4.8 düzeyine yükselerek krizin kaçınılmaz olduğunu göstermiştir. Kısa vadeli dış borçların, kısa vadeli sermaye hareketlerine paralel olarak 1994 ve 2001 krizlerinden önce belirgin bir biçimde yükseldiği gözlemlenmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin hemen kriz öncesinde ekonomiye yüklü bir giriş yaptığı ve akabinde ekonomiyi hızla terk ederek adeta felce uğrattığını söyleyebiliriz. Kısa vadeli dış borçlar kriz öncesindeki dalgalanmaları nedeniyle bir erken uyarı sinyali olarak kabul edilebilir.



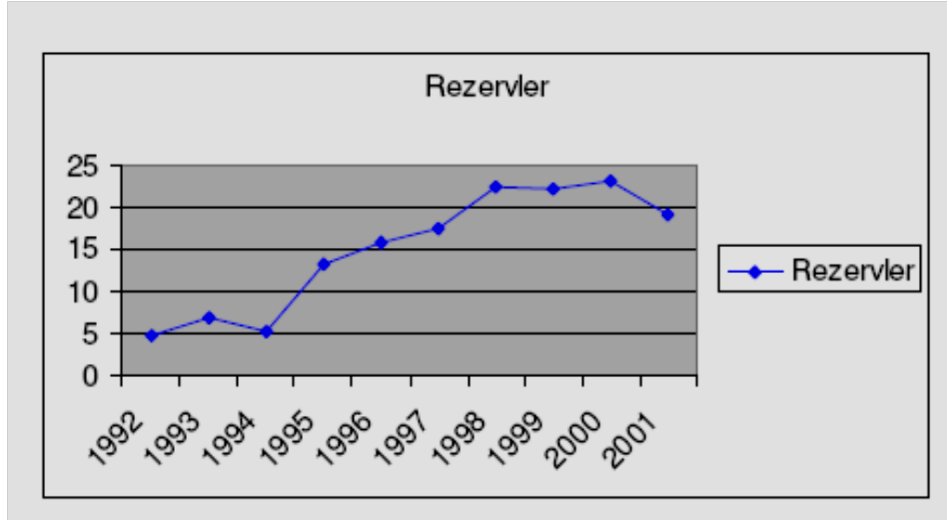
Grafik 21: Reel Kur (1992-2001)

Kaynak: TCMB

Türkiye gerek 1994 krizinde gerekse 2001 krizinde sabit döviz kuru uygulayan bir ülkeydi. 94 krizinde reel döviz kuru aşırı değerlenmiş durumdaydı. Ekonomik beklentilerdeki olumsuzluk ve cari açık tehlikesi devalüasyon beklentilerini güçlendirdi. Nihayetinde devalüasyon gerçekleşti ve ekonomik kriz kaçınılmaz oldu. Türkiye'nin sıcak para dönemini yaşadığı 1989-1993 döneminde örtülü, diğer tabirle açık kur çapası kullanıldığı unutulmamalıdır. Bu tür çapa uygulamalarında faiz kur arbitrajında yükün bir bölümünü de kur üstlendiği için yerli para faizi daha düşük tutulabilmektedir. Bu nedenle bu rejimde nominal ve reel faizin ve buna bağlı olarak iç borç stoku artış hızı daha düşük gerçekleşmektedir. Faiz ödemeleri nisbeten daha az olduğundan bütçe açıkları azalmaktadır. Bu olumlu özelliklerin yanında bu rejimde cari açık ortaya çıkmaktadır. Bu durumun olumsuz etkisi ise büyüme ve istihdama yansır. Sanayiye yüksek faize kıyasla daha fazla zarar verir. Dış borçlar hızla artar. Sonuç ödemeler dengesi krizidir.¹⁶⁸ 1999-2005 yılında ise reel kur hedeflemesi uygulanmıştır. Bu uygulamada ise cari açık kontrol altında tutulabilir fakat neden olduğu yüksek faiz reel ekonomiyi etkiler. Kamu borç stoku artar ve maliye politikaları işlevsizleşir. 2001 yılında da yüksek cari açık ve ekonomi

¹⁶⁸ Selim Somçağ, **Türkiye'nin Ekonomik Krizi**, İstanbul, 2006 Yayınevi, 3. Basım, 2007,s.49.

üzerindeki olumsuz beklentiler söz konusuydu. Bankaların açık pozisyonlarını kapama kaygısı nedeniyle dövize saldırımları diğer ekonomik birimleri de harekete geçirmiştir. Böylece hükmet kuru dalgalanmaya bırakmak zorunda kaldı. 2000 yılından günümüze yine açık kur çapası (örtülü kur) kullanılmaktadır. Reel döviz kuru hem 1994 hem de 2001 krizi için öncü gösterge niteliği taşımaktadır.

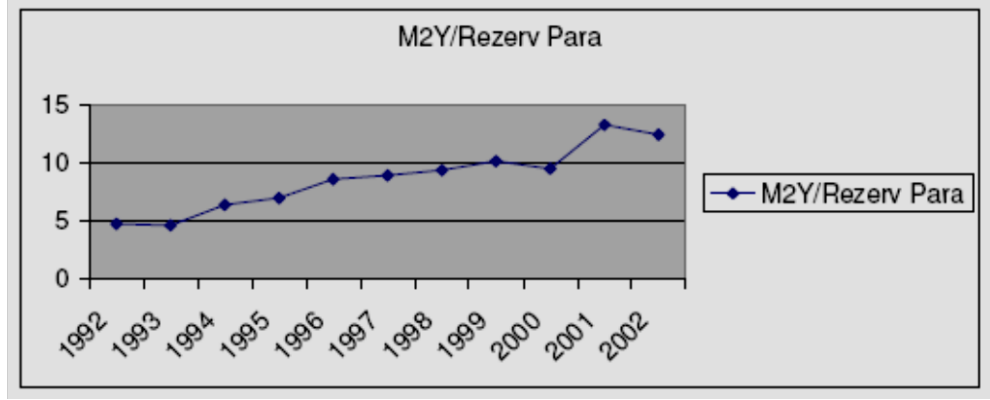


Grafik 22: Rezervler (1992-2001)

Kaynak: TCMB

Merkez Bankası döviz rezervleri 1993 yılının ortalarına doğru azalma eğilimine girmiştir. 1993 yılının son çeyregi ve 1994 yılının ilk çeyregi içerisinde yatırımcıların dövize yönelmeleri sonucunda Merkez Bankası piyasaya müdahale etmek zorunda kalmış ve döviz rezervleri hızla erimistir. Rezervlerin azalışındaki temel nedenler: ihracatın azalışı, ithalatın artışı, cari işlemler açığının büyümesi olarak açıklanabilir. 5 Nisan 1994’de yapılan devalüasyon rezervlerin tekrar artmasına yol açmıştır. 2001 yılı başında 24,8 milyar dolar olan brüt döviz rezervi, Mart ayına gelindiğinde 18,5 milyar dolara inmiştir. Rezerv miktarı 2001 krizi için öncü gösterge niteliği taşımazken, 1994 yılı çeyrek dönem öncesinde azalmaya başlamıştır. Rezervler 1994 krizi öncesinde sinyal vermesine karşın sinyal, krizin geri dönüşü olmayan bir aşamasında gerçekleştiği için kriz öncü göstergesi niteliği taşımamaktadır. Ayrıca düşük rezerv miktarının kriz riskini artırmakla beraber yüksek rezerv oranının krizi engellemek için yeterli bir önlem

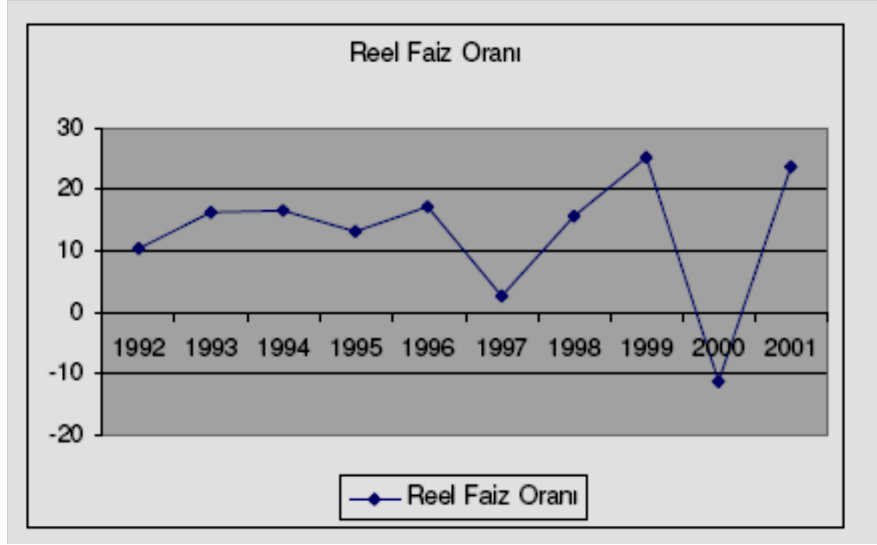
olmayabilecegi anlaşılmıştır. 2001 yılı krizi deneyimi bu gerçeği gözler önüne sermektedir.



Grafik 23: M2Y/Rezerv Para (1992-2002)

Kaynak: TCMB

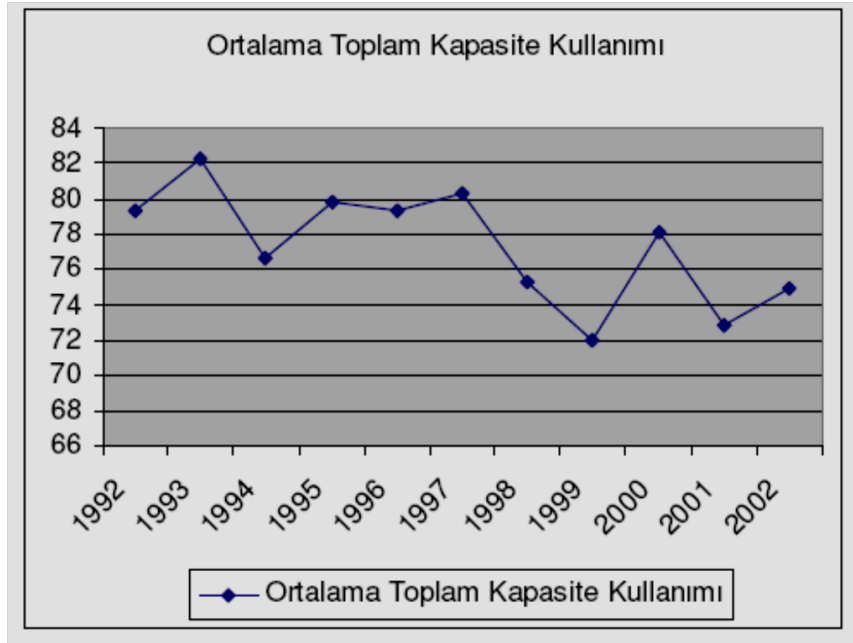
Sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide paranın geniş anlamda tanımlanmasının rezervlere oranı finansal kırılganlığın en önemli göstergelerinden biridir. Ekonomik birimlerin devalüasyon beklentisi içerisinde girmesi ellerindeki yerli para birimi cinsinden tuttıkları yatırım araçlarını satarak döviz dönmelerine yol açacaktır. Bu durum para arzını yükseltirken döviz rezervlerinin azalmasına yol açacaktır. M2Y/Rezerv Para oranı, 1994 ve 2001 yıllarında yükselmıştır ancak bu yükselme krizlerle aynı anda gerçekleştiği için söz konusu oran kriz öncü göstergesi olarak kabul edilemez. Bu orana ilişkin dikkat çeken bir başka unsur, oranın 2000’li yıllara doğru giderek artmasıdır. Bu durum dışa bağımlılığın arttığının bir diğer göstergesidir.



Grafik 24: Reel Faiz Oranı (1992-2001)

Kaynak: TCMB

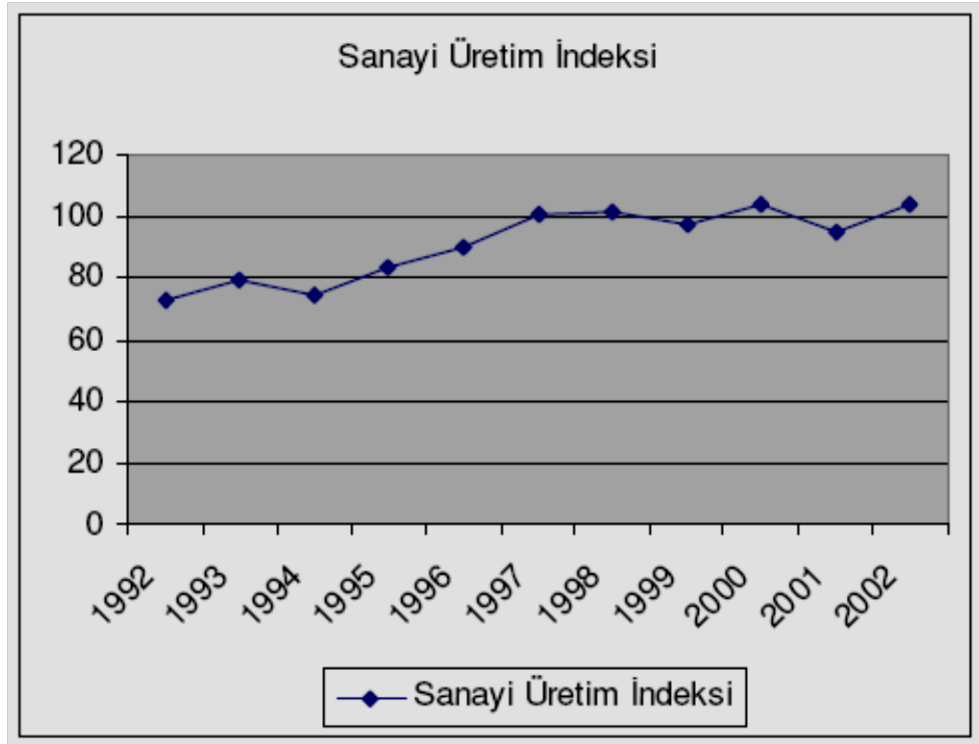
Spekülatif ve kısa vadeli sermaye girişinin en önemli nedenlerinden biri yüksek reel faizdir. Riski düşük, reel faiz getirisi yüksek kamu borçlanma kğıtlarına yatırım yaparak faiz arbitrajı yoluyla kar etmek isteyen yatırımcılar salt yabancılar degildir. Yurtiçinde yerlesik ticari bankalar ve sirketler, yurtdışından kısa vadeli borçlanıp içeride bu kğıtlara yatırım yapmaktadırlar. Reel faiz oranının 1994 ve 2001 krizleri ncesince oldukça yüksek sayılabilecek oranlara ulastıktan sonra ani bir düşüş sergilediği gözlemlenmektedir. 2001 krizi öncesi dalgalanma 1994 krizi öncesine kıyasla daha şiddetli olmuştur. Reel faiz oranı, 2001 krizi için öncü gösterge niteliği taşımaktadır.



Grafik 25: Ortalama toplam Kapasite kullanımı (1992-2002)

Kaynak: TÜİK

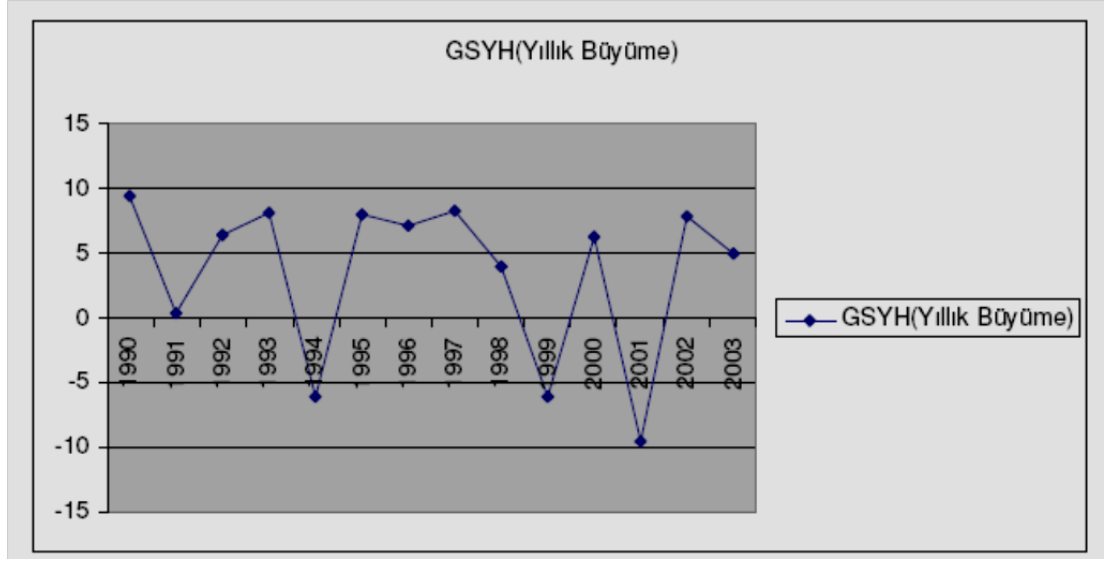
Beklentilerdeki olumsuz bir gelişme üretimin azalmasına ve dolayısıyla kapasite kullanım oranının azalmasına yol açacaktır. Bir ekonomide atıl kapasitenin bulunması kaynakların ve üretim faktörlerinin etkin olarak kullanılmadığının göstergesidir. Bu istenilmeyen bir durumdur. Kriz öncesinde kapasite kullanım oranının düşmesi beklenir. Kapasite kullanım oranındaki gerileme, 1994, 1998 ve 2001 yıllarındaki krizlerle eş zamanlı bir seyir izlemiştir. Oran, 1994 yılı dördüncü döneminde, % 82,3'ten, % 76,6'ya; 1998 dördüncü döneminde % 80,3'ten % 75,3'e, 2001 yılı dördüncü döneminde ise % 78,1'den 72,8'e gerilemiştir. Kapasite kullanım oranında, 1994 ve 2001 yıllarındaki krizlerle eş zamanlı ve ani bir gerileme gerçekleşirken; 1998 Rusya krizinde gecikmeli ve aşamalı bir gerileme gerçekleşmiş ve oran, 1999 depremi öncesi dibe vurmuştur. Kapasite kullanım oranı 1994 ve 2001 yılı krizleri için öncü gösterge niteliği taşımamaktadır.



Grafik 26: Sanayi Üretim endeksi (1992-2002)

Kaynak: TÜİK

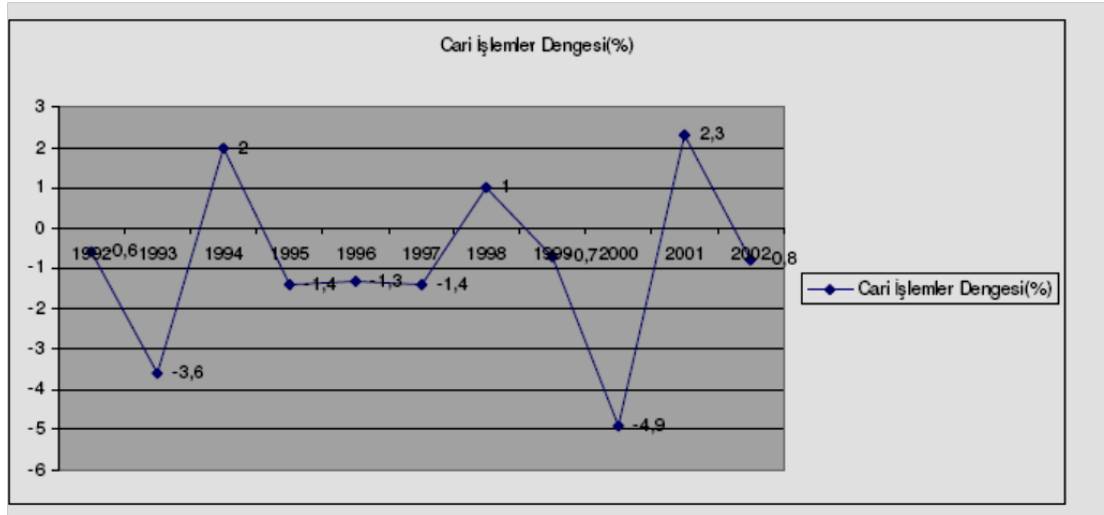
Sanayi Üretim endeksi, 1994 ve 2001 yılları öncesinde yükselme trendinde seyrederken krizlerin gerçekleştiği tarihten itibaren hızlı bir düşüş sergilemiştir. Ayrıca indekste 1998 Rusya krizinin etkileri de gözlemlenmektedir. Krizlerle eş zamanlı hareket eden sanayi üretim endeksi değerleri 1994 ve 2001 yılı krizleri için, öncü gösterge niteliği taşımamaktadır.



Grafik 27: GSYH (1992-2003)

Kaynak: TÜİK

Yıllık büyüme oranları krizle eş zamanlı hareket ettiği için 1990 sonrası krizler için öncü gösterge niteliği taşımamaktadır.

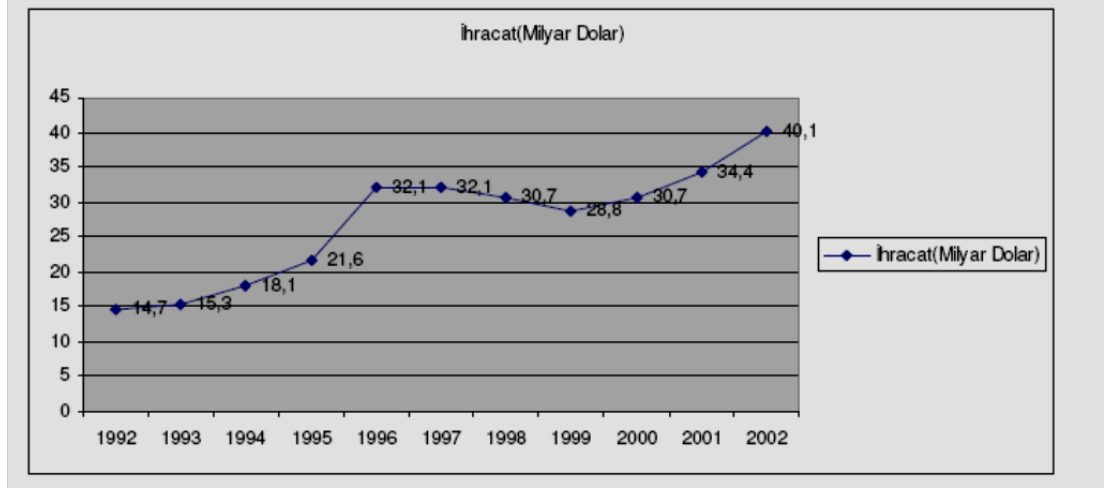


Grafik 28: Cari İşlemler Dengesi (1992-2002)

Kaynak: TÜİK

Cari işlemler dengesinin GSYİH'ya oranı hem 1994 hem de 2001 yılı krizleri için kriz öncü gösterge niteliği taşımaktadır. Kriz öncesinde cari işlemler dengesine bakıldığında açığın oldukça büyüdüğü görülmektedir. Cari işlemler açığındaki genişleme 1993 yılından itibaren açıkça gözlenmektedir. IMF krizler için birtakım

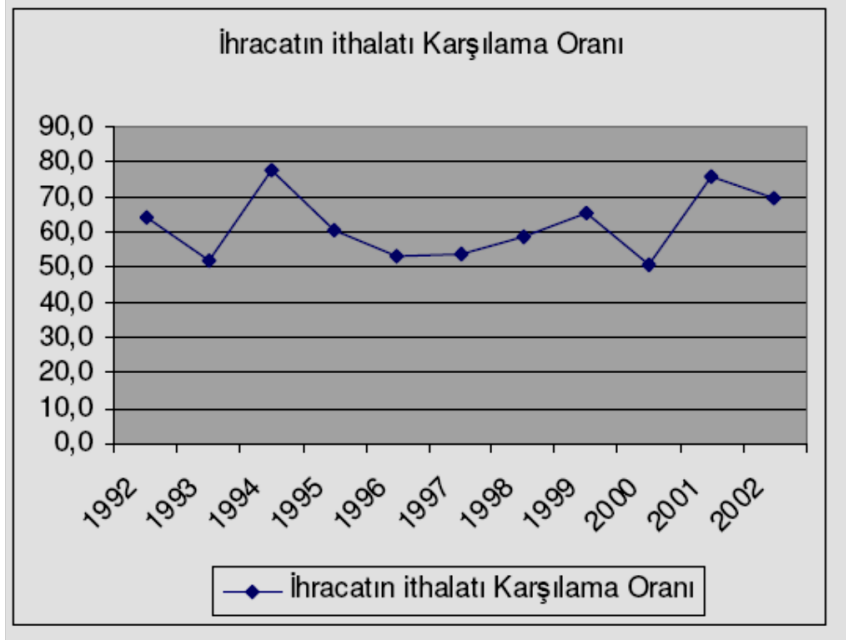
öncü gösterge kritik eşik değerleri belirlemiştir. Cari işlemler açığının GSMH'nın %4'ünü bazı kaynaklarda ise %5'ini aşması durumunda ekonominin kriz sinyali vermesi beklenmektedir



Grafik 29: İhracat (1992-2002)

Kaynak: TÜİK

İthalatın ihracatın üzerinde gerçekleşmesi rezervlerde açık verilmesine neden olacaktır. Bu durum ülkeden döviz çıkısına neden olarak likidite krizini öncelleyebilir. Aynı mantıktan hareketle ihracatta, geçen yılın aynı ayına göre meydana gelen % 10'luk bir azalma kriz sinyali olarak değerlendirilmekte ve takip eden 24 ay içinde kriz olabileceği öngörüsünde bulunulabilmektedir. İhracat değerlerinde 1994 ve 2001 krizleri öncesinde belirgin bir değişme gözlenmemektedir. 1994 krizinden sonra gerçekleştirilen devalüasyon ihraç mallarını görece olarak ucuzlatarak ihracatın artmasına neden olmuştur. 2001 krizi sonrasında kurun dalgalanmaya bırakılması, ihraç malları üzerinde aynı etkiyi yapmıştır. TL'nin değer kaybetmesi ihraç payının artmasında etkili olmuştur. Tabloda ihracatın 1998 yılında azalma eğilimi içerisine girdiği gözlemlenmektedir. İhracat değerleri 1998 Rusya krizinden etkilenmiştir. İhracat miktarı, 1994 ve 2001 krizleri için öncü gösterge niteliği taşımamaktadır.



Grafik 30: İhracat (1992-2002)

Kaynak: TÜİK

Oranın hem 1994 yılında hem de 2001 yılında anlamlı bir düşüş eğilimine girdiği gözlemlenmektedir. Oran, krizlerin gerçekleşmediği ara dönemlerde de benzer dalgalanmalar sergilese de dikkate alınması gereken bir göstergedir. Türkiye'nin ihracat geliri, ithalat gereksinimini karşılamaya yetmemekte ve bu durum döviz darboğazından kaynaklanan krizlerin yaşanmasına neden olmaktadır. Bu nedenle, ihracatın ithalatı karşılama oranının, hem 1994 hem de 2001 krizleri için öncü gösterge niteliği taşıdığı kabul edilmiştir.

4. BÖLÜM

FINANSAL KRİZLERİN TAHMİNİNDE İSTATİSTİKİ MODELLER VE ÖNCÜ GÖSTERGELERLE ERKEN UYARI SİSTEMLERİ

Özellikle 1990'lı yıllardan sonra finansal krizlerin yaygınlaşması ve yaşanan krizlerin sosyo-ekonomik değişim, siyaset ve politika gibi unsurlar üzerinde olumsuz etkilerinin artması kriz erken uyarı sistemlerine (Early Warning System / EWS) yönelik çalışmaların artmasına neden olmuştur. Konuyla ilgili yapılan çalışmalara bakıldığında temel olarak sinyal yaklaşımından hareketle ileride yaşanması olası finansal krizlere yönelik erken uyarı sistemini geliştirilmesinin hedeflendiği görülmektedir. Finansal krizlerle ilgili yapılan çalışmalarda, krizleri önceden tahmin etmeye yönelik birçok unsurun olmasına rağmen logit/probit ve sinyal yaklaşımı olmak üzere iki yaklaşım üzerinde çalışmaların yoğunlaştığı görülmektedir. Bu yaklaşımlardan en önemli ve yaygın olarak kullanılan Kaminsky ve Reinhart'ın sinyal yaklaşımıdır. Sinyal yaklaşımında ülkelerin ekonomik temellerini oluşturan çeşitli ekonomik değişkenler için eşik değerler oluşturulur. Bir diğer yaklaşım, probit/logit modeller kullanılarak yapılan çalışmalardır.

Finansal krizlerin öngörülebilmesi için yapılan bilimsel çalışmalara baktığımızda özellikle deneye dayalı çalışmaların 1990 lı yıllarda ve sonrasında artış kaydettiğini söyleyebiliriz. Yapılan deneye dayalı çalışmaların bazıları belli ülkeler yada bölgeleri kapsarken bazıları ise daha geniş bölgeleri kapsamaktadır. Söz konusu çalışmalarda çeşitli finansal krizlerin nedenleri teorik ve kuramsal olarak açıklanmaya çalışılmaktadır. Bunun yanında belli ekonomik göstergelerin kriz öncesinde sinyal verip vermediği çeşitli ekonomik modeller yardımı ile test edilmekte ve ileriki krizler için genel geçer ekonomik çıkarımlara ulaşma amacı taşımaktadır.

Çalışmamızın buraya kadarki kısmında ele aldığımız teorik kriz modelleri, yaşanan kriz deneyimlerinin oluşumunun açıklanması üzerine odaklanırken, öncü göstergeler literatürü teorik modellerin ileride yaşanabilecek krizleri öngörmede ne kadar yeterli olduğu konusuna yoğunlaşmaktadır. Bu yaklaşımda özellikle üzerinde

durulan konu finansal piyasalardaki baskı ve kriz dönemlerinde diğer dönemlere kıyasla farklılık gösteren çeşitli değişkenlerin belirlenmesi ve bu değişkenlerin hareketleri üzerinden sonuçlara varılması esasına dayanmaktadır.

Bu zamana kadar öncü göstergelerle ilgili yapılan ampirik çalışmaları, çeşitli özelliklerine göre kategorize edebilmemiz mümkündür. Yapılan her çalışma belir bir zaman aralığını ve ülke sayısını kapsamaktadır. Buradan anlaşılacağı gibi çalışmalar öncelikle ülke sayısı ve kapsadığı zaman aralığına göre kategorize edilebilmektedir. Benzer şekilde söz konusu çalışmalar kullanılan metodlara göre de (probit modeller, logit modeller veya sinyal yaklaşımı gibi) kategorize edilebilmektedir. Modele konu olan değişkenlere göre de kategorizasyon yapılabilmektedir.

Bu bölümde öncelikle iktisat biliminde finansal krizlerin nedenleri ve krizlerin başlamadan kestirilebilmeleri açısından yapılan ampirik çalışmalar incelenecektir. Daha sonra 2008 Krizi'nin ABD ve Türkiye için sinyal verip vermediği çeşitli göstergeler ile irdelenecektir. Çalışmamızın sonunda hem probit ve logit modellerle hem de KLR sinyal yaklaşımı ile ülkemizin 2008 Krizi'ne erken uyarı sinyali verip vermediği test edilecektir.

4.1.Finansal Krizlerin Tahmininde Kullanılan Ampirik Yaklaşımlar

4.1.1.Erken Uyarı Göstergeleri (Öncü Göstergeler)

Finansal krizler öncesi ekonomiler, farklı alanlarda farklı tepkiler vermektedirler. Bu nedenle kriz dönemlerinde ve kriz öncesi dönemlerde farklı görünüm sergileyen değişkenlerin belirlenebilmesi, krizlerin önceden kestirilebilmesinde bizlere yardımcı olabilecektir. Özellikle farklı dönemlerde meydana gelmiş krizlerin aynı ya da benzer özellikler sergileyen değişkenlerin belirlenmesi, uzun süredir yapılan kriz çalışmalarının da önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Özetle öncü göstergeler, krize en çok hangi etkenlerin neden olduğuyla yakından ilişkilidir. Finansal krizlerle ilgili yapılan ampirik çalışmalar kısmında da görülebileceği gibi, teorik kriz literatürüne baktığımızda çeşitli çalışmalarda çeşitli öncü göstergeler kullanıldığını ve çeşitli modeller oluşturulduğunu görebilmekteyiz. Fakat iktisat literatüründeki en kapsamlı kriz

çalışmalarında biri olan Kaminsky, Lizando ve Reinhart, 1998 yılında Asya krizi öncesi dönemi kapsayan toplam 28 çalışmayı analiz ederek 10 farklı kategori altında kullanılabilecek değişkenleri belirlemiştir.

Kategori	Değişkenler	Yorum
1. Sermaye Hesabı	Yabancı rezervler, sermaye akımları, kısa dönemli sermaye girişleri, doğrudan yabancı yatırımlar, yurtiçi faiz oranlarının yabancı faiz oranlarından farklılaştırılması.	Bu değişkenler daha çok birinci nesil döviz kriz modelleri ile ilişkilidir.
2. Borç Yapısı	Kamu dış borçları, özel sektör borçları, kısa dönemli borçlar ve yabancı ülke yardımları.	Borç yapısı, borç servisinin yükünü ve likidite riskini yansıtmaktadır.
3. Cari Hesap	Reel döviz kuru, cari denge, ticaret dengesi, ihracat, ithalat, ticaret haddi, ihracat fiyatları, tasarruflar, yatırımlar ve bölgesel ticaret bağlantıları.	Cari hesap ekonominin temel değişkenleri ile ilişkilidir. Bölgesel ticaret bağlantıları ise bulaşma (contagion) etkisini temsilen kullanılabilir.
4. Uluslararası Değişkenler	Yabancı ülke reel GSMH büyümesi, faiz oranları ve fiyat düzeyi.	Bu kategori ise özellikle yapısal yaklaşım için önem teşkil etmektedir.
5. Finansal Liberalizasyon	Kredi büyüme oranı, para çarpanındaki değişiklikler, reel faiz oranları ve kredi ve mevduat oranları arasındaki yayılım.	Tamamlanmamış ve kontrol edilmeyen finansal liberalizasyonun ahlaki tehlike sorununa yol açabileceği kabul edilmektedir.
6. Diğer Finansal Değişkenler	Merkez bankasının bankacılık sistemine verdiği krediler, para artışı, bono kazançları, para talebi ve arzı arasındaki açık, M2/uluslararası rezervler, döviz kuru paritesi, resmi bant içinde döviz kurunun durumu.	Nispeten önemsiz bir rol oynamaktadır.
7. Reel Sektör	Reel GSMH büyümesi, işsizlik, ücretler, hisse senedi fiyatlarındaki değişimler.	Bu değişkenler daha çok birinci nesil döviz kriz modelleri ile ilişkilidir.
8. Mali Değişkenler	Bütçe açıkları, kamu harcamaları ve kamu sektörüne verilen krediler.	Bu değişkenler daha çok birinci nesil döviz kriz modelleri ile ilişkilidir.
9. Politik Değişkenler	Seçim kukla değişkenine bağlı politik istikrar indeksi, hükümet değişiklikleri, politik istikrarsızlığın derecesi, meclis içinde gerçekleşen transferler.	Ekonomik birimlerin beklentilerini etkilemektedir.
10. Kurumsal Faktörler	Açıklık, döviz kontrolleri, sabit kur dönemlerinin ortalama uzunluğu, finansal liberalizasyon, bankacılık krizleri, önceki dönemlerde gerçekleşen döviz krizleri.	Bütün kriz modelleri ile ilişkilendirilebilirler.

Tablo 35: Potansiyel öncü Göstergeler

Kaynak: Kaminsky, Lizando ve Reinhart (1998, s. 41-43)

Genel olarak krize ilişkin göstergeler şu şekilde sıralandırılabilir.

- Reel üretim, hisse senedi fiyatları,
- Uluslararası rezervler,
- Yurtiçi ve yurtdışı faiz oranı farklılığı,
- M2/uluslar arası rezervler, banka mevduatları,
- Yurtiçi kredi genişlemesi,
- Reel döviz kuru,
- İhracat, ithalat, ticaret hadleri,
- Bütçe açığı / GSYİH,
- Toplam borç / GSYİH,
- Cari işlemler açığı / GSYİH
- Kısa vadeli sermaye girişi / GSYİH

Bu göstergeler arasında, geçmiş krizlerin öngörülmesinde tutarlı sonuçlar vermiş olan ve bu nedenle ağırlıklı olarak kullanılan göstergeler; reel döviz kuru, yurtiçi kredi genişlemesi ve M2/uluslararası rezerv oranıdır. Reinhart, 2002 yılında öncü kredi ratinglerinin finansal krizler öncesi ve sonrasını değerlendirdiği makalesinde bankacılık ve para krizleri için en iyi öncü göstergeleri belirlemiştir.

PARA KRİZLERİ	BANKACILIK KRİZLERİ
Yüksek Frekanslı Göstergeler	
Reel Döviz Kuru Bankacılık Krizi Hisse Senedi Fiyatları İhracat M2/Uluslar arası Rezervler	Reel Döviz Kuru Hisse senedi Fiyatları M2 Çarpanı Üretim (GSYİH) İhracat
Cari İşlemler Açığı / GSYİH Cari İşlemler Açığı / Yatırımlar	Kısa Vadeli Sermaye Sermaye Girişleri / GSYİH Cari işlemler Açığı / yatırımlar

Tablo 36: Para ve Bankacılık Krizleri: En İyi Göstergeler

Kaynak: REINHART, Carmen M. (2002), “Sovereign Credit Ratings Before and After Financial Crises”, University of Maryland, (çevirim içi) http://mpa.ub.uni-muenchen.de/7410/1/MPRA_paper_7410.pdf, Erişim Tarihi:21.05.2012

Gösterge	İlk sinyalin verildiği tarihten sonrası krizin gerçekleşme süresi (Ay)
Bankacılık Krizleri	19
Reel Döviz Kuru	17
Reel Faiz Oranları	17
İthalat	16
M2 Para Çarpanı	16
GSMH	16
Mevduatlar	15
M1 Dengesi	15
İhracat	15
Ticaret Haddi	15
Uluslar arası Rezervler	15
Hisse Senedi Fiyatları	14
Reel Faiz Farklılaştırılması	14
M2/Uluslar arası Rezervler	13
Kredi/Mevduat Oranı	13
Yurtiçi Krediler/GSMH	12

Tablo 37: Erken Uyarı Göstergeler ve Öngörü Beklentileri

Kaynak () : Kaminsky, Lizondo ve Reinhart (1998, s.22)

Tablo (37) da sözkonusu göstergelerin sinyalinden sonra kriz görülme süreleri izlenebilmektedir.

Sözkonusu öncü göstergeler bazı çalışmalarda döviz kuru ve ödemeler dengesi göstergeleri, parasal ve finansal göstergeler ve reel sektör göstergeleri olarak ta ayrılabilir. Tablo (38) da bu ayırım izlenebilmektedir

Döviz Kuru ve Ödemeler Dengesi Göstergeleri	Parasal ve Finansal Göstergeler	Reel Sektör Göstergeleri
Reel Döviz Kuru	(Kısa Vadeli dış Borç)/(Rezervler)	İmalat Sanayi üretim Endeksinin Büyümesi Reel Sektöre Yönelik Banka Kredileri İmalat Sanayi Haftalık Yada Aylık Çalışma saati
İhracatın Büyümesi	Merkez Bankası rezervlerinin Büyümesi	
İthalatın Büyümesi	(M2Y/Rezervler)'in Büyümesi	
Cari işlemler Dengesi	Reel Mevduat Faizleri	İşsizlik Oranı Reel Sektör Sabit Sermaye yatırımları
Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	Toplam Mevduatların Büyümesi	
(Cari Açık) (GSYİH)	Borsa Endeksinin Büyümesi	Yatırımlar / GSYİH Kapasite Kullanım Oranı
İhracatın İthalatı karşılama Oranı (İhracat/İthalat)	M2/M2Y	
Net Hata Değişim Oranı	Toplam Yurtiçi Kredilerin Büyümesi	Stoklardaki Değişme
(İhracat/GSYİH)	Reel Ankes (M1) Fazlası	
(İthalat/GSYİH)	Paranın Reel Değer Artışı	
	Hisse Senedi Fiyatları	
	Enflasyon oranı	

Tablo 38: Öncü Göstergeler

Kaynak: Fatih Yücel ve Hüseyin Kalyoncu¹⁶⁹,

¹⁶⁹ Fatih Yücel ve Hüseyin Kalyoncu, “Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği”, **Maliye Dergisi**, Sayı 159, Temmuz-Aralık 2010, s.58.

4.1.2. Erken Uyarı Sistemleri: Standart Yaklaşımlar

Finansal krizlerle ilgili deneye dayalı çalışmalara baktığımızda krizlerin öngörülmesinde iki temel yaklaşımın ön plana çıktığını görebilmekteyiz. Bunlardan ilki sinyal yaklaşımıdır. Para krizlerini öngörmek için ilk kez Kaminsky ve Reinhart tarafından önerilen sinyal yaklaşımı, erken uyarı sisteminin temelini oluşturmaktadır. Bu yaklaşım, kriz öncesi dönemde farklı seyir gösteren veya normal davranış göstermeyen çok sayıdaki değişkenin izlenmesini içermektedir. Her gösterge için belirli bir eşik değeri belirlenmekte ve eşik değeri aşan göstergeler belirli bir dönemde ortaya çıkabilecek bir krizin sinyali sayılmaktadır.

İkinci yaklaşım ise kesitli seçim literatürünü kullanarak kriz analizi yapan probit / logit modellerdir. Probit/ logit yaklaşımda kriz dönemi ve normal dönem olmak üzere zaman iki kesite ayrılır. Ardından öncü göstergeler ilgili kriz literatüründen kullanılarak olası ilişkiye ilişkin olasılık dağılım fonksiyonu elde edilir.

4.1.2.1. Sinyal Yaklaşımı Methodu:

Sinyal yaklaşımının geliştirilmesi süreci 1994 Meksika Krizi'ne dayanmaktadır. İlk kez 1998 yılında Kaminsky, Lizondo ve Reinhart tarafından önerilen sinyal yaklaşımının geçmişi Eichengreen, Rose ve Wyplosz tarafından 1995 yılında kaleme alınan ve döviz piyasası kargaşasını ve spekülasyon atakları konu aldığı çalışmaya¹⁷⁰ dayanmaktadır. Sinyal yaklaşımı methodunda her bir değişkenin ortalama düzeyi ile kriz dönemindeki ortalama düzeyi karşılaştırılır. Eğer kriz meydana gelmeden önce değişkenin belli bir eşik değeri aşması durumu oluşursa erken uyarı sinyali olarak kabul edilir.

Sinyal yaklaşımı, her bir göstergenin tek tek analiz edildiği ve optimal eşik değerlerinin ayrı ayrı hesaplandığı bir yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, her bir değişkenin krizi öngörme kabiliyeti hesaplanırken, hesaplanan eşik değerlerini aşp aşmadıkları incelenmektedir. Değişkenlerin krize ilişkin bireysel etkinliklerinin anlamlı bir şekilde sıralanabilmesi, yani bir gösterge hakkında niteliksel bir

¹⁷⁰ Barry Eichengreen, Andrew K. Rose ve Charles Wyplosz "Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks", **Berkeley University Research Papers**, 1995.

değerlendirme yapılabilmesine izin vermesidir nedeniyle IMF tarafından araştırma çalışmalarında kullanılan temel modeldir. Sinyal yaklaşımının iki önemli dezavantajı bulunmaktadır. Dezavantajlarından biri değişkenler arası korelasyonu ihmal etmesidir. Bu durumun sonucu olarak tek bir göstergenin yaydığı sinyalin optimal ağırlığını kolayca değerlendirmek mümkün olamamaktadır.¹⁷¹

Sinyal yaklaşımının mantığını öncelikle yaklaşımı ilk oluşturan Kaminsky, Lizando ve Reinhart'ın 1998 yılındaki çalışmalarına göre inceleyeceğiz. Daha sonra genelleme ile sinyal yaklaşımının genel geçer kurallarına değineceğiz.

KLR tarafından geliştirilen yaklaşımın en dikkat çekicilerinden biri olan söz konusu çalışmada kriz olgusu;

- Döviz kurunda önemli değer kayıplarına neden olan spekülatif saldırı,
- Uluslar arası rezerv seviyelerindeki ciddi azalışlar
- Ve/veya her iki durumun bileşkesi

Olarak tanımlanmaktadır. Çalışmada bu amaca yönelik olarak rezervlerde meydana gelen yüzde değişikliklerin ve devalüasyon yüzdesinin ağırlıklı ortalamasını alan döviz kuru baskı endeksi hesaplanmıştır. (- p -) Bu endeksin özelliği, gerçekleşen döviz kuru kayıpları ile başarısız atakları yakalayabilecek etkinlikte olmasıdır.

P artı değer $\implies$ Döviz kuru üzerindeki değer azaltıcı baskıyı gösterir

P eksi değer $\implies$ Döviz kuru üzerinde değerlenme baskısını gösterir

KLR, çalışmada döviz kuru baskı endeksini(Finansal Baskı endeksi) aşağıdaki formülle hesaplamaktadır.

$$p = \frac{\Delta e}{e} - \frac{\sigma e}{\sigma r} \cdot \frac{\Delta r}{r} = \frac{\Delta e}{e} - \alpha \frac{\Delta r}{r}$$

e=Nominal Döviz Kuru

r=uluslar arası rezervlerin toplamı

¹⁷¹ Joshua Aizenman, "Predicting Financial Crises : Early Warning Systems",NBER,2003,s.1-50.

İkinci terimdeki eksi işaret, endeks değerindeki artışın kur üzerindeki baskıyı arttırdığını göstermektedir. Böylelikle, yukarıdaki eşitliğe bağlı olarak, P değeri kriz olduğu dönemlerde ‘1’ değerini ve kriz olmayan dönemlerde ‘0’ değerini alan ikili değişkene dönüştürülmüştür.

$$Kriz, y = \begin{cases} 1 & \text{eger } p > \mu_p + \phi\sigma_p \\ 0 & \text{eger } p \leq \mu_p + \phi\sigma_p \end{cases}$$

p’nin örneklem ortalamasını (μ_p), standart sapmaya bağlı olarak belirlenen bir eşik değerinden (ϕ) fazla aştığı durumlar kriz olarak kabul edilmektedir. Bazı kaynaklarda finansal baskı endeksi;

$$FBE = [TL/\$ \text{ Nominal Döviz Kuru değişimi (\%)}] + [TL \text{ Faiz oranı değişimi (\%)}] - [\text{ Brüt Rezervlerdeki değişim (\%)}]$$

$$FBE \geq \mu + 1,5 \text{ Para krizi var, } D=1$$

$$FBE \leq \mu + 1,5 \text{ Para krizi yok, } D=0$$

Şeklinde ifade edilmektedir.

Sinyal yaklaşımında belirtilmesi gereken önemli bir husus eşik değerin değerinin belirlenmesi hususudur. Eşik değer her ülke için aynı olabileceği gibi, ülkeden ülkeye değişen değerler de alabilmektedir. Kullanılan göstergelerden elde edilen sinyaller ağırlıklandırılarak bileşik öncü göstergeler endeksi oluşturulur. Göstergenin krizi öngörebileceği umulan zaman dilimi (Sinyal Aralığı) olarak adlandırılır. Makul zaman aralığı içinde kriz tarafından takip edilen sinyal iyi sinyal, tersi durum ise yanlış sinyal veya gürültü olarak adlandırılır. Genel geçer bir seçim kriterinin bulunmaması da sinyal aralıkları genelde 6-16 ay arasında değişmektedir. Belirlenen eşik değerlerin aştığı durumlar sinyal olarak kabul edilmektedir. Eşik değer, gösterge gözlemleri dağılımlarının yüzdelik dilimleriyle (percentiles) ilişkili

olarak ifade edilir ve birçok yanlış sinyal alma riski ve bir çok krizi kaçırma riski arasında bir denge olacak şekilde belirlenir.

Sinyal alınması ise, gösterge gözlemlerinin belirlenen eşik değeri aşması durumlarında söz konusu olur. İyi (good signal) ve kötü sinyal veya gürültü (false signal or noise) olmak üzere iki tür sinyal vardır. Eğer bir gösterge, bir krizle sonuçlanan sinyal penceresi içerisinde bir sinyal üretirse, o iyi bir sinyaldir. Eğer bir sinyal, izleyen 24 ay içerisinde bir krizle sonuçlanmazsa, o da kötü sinyal veya gürültü olarak adlandırılır. Kötü sinyallerin iyi sinyallere oranına gürültü-sinyal oranı denir ve eşik değeri belirlenirken, bu oranı minimum yapan yüzdelik dilime ait eşik değeri seçilmesi önem arzeder. Bunun için de yüzdelik dilimlerin belli bir aralığında (0.10 ve 0.20 arası gibi) inceleme yapılarak gürültü- sinyal oranını minimum yapan değeri belirlenir.¹⁷²

KLR, çalışmalarında sinyal aralığını, bu konudaki diğer yapılan çalışmalarla paralellik gösterecek şekilde 24 ay olarak belirlemişler ve tüm göstergeler için aralığı aynı tutmuşlardır. Ayrıca eşik değeri ele alınan her göstergenin sinyal verme performansını en çoklaştıracak şekilde tanımlanmıştır. Sinyal yaklaşımında göstergeler şu şekilde değerlendirilmektedir.

	Takip Eden 24 ay içerisinde kriz yaşanmış	Takip Eden 24 Ay İçerisinde Kriz Yaşanmamış
Sinyal Verilmiş	A	B
Sinyal Verilmemiş	C	D

Tablo 39: Sinyal Yaklaşımında Göstergelerin Değerlendirilmesi

Kaynak: Lizando, Kamisky ve Reinhart,(1998, s.22)

Değişkenin sinyal vermesini takip eden 24 ay içerisinde kriz meydana gelirse sinyal iyi sinyal olarak kabul edilir. (A Hücresi) Finansal kriz yaşanmasına rağmen değişken sinyal vermemiş ise sinyal kayıp sinyal olarak kabul edilir. (C Hücresi)

¹⁷² Bülent Öz ve Sami Taban, “Türkiye’de Para Krizlerinin Reel Değişkenlerle Sinyal Yaklaşımıyla Öngörülebilirliği”, **Beşkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**,1 (1),2007,İstanbul,s.7.

Finansal kriz yaşanmamış fakat değişken sinyal vermiş ise yanlış sinyal olarak kabul edilir. (B Hücresi) Değişkenin sinyal vermediği ve krizin yaşanmadığı durumlar, “sessiz-iyi sinyal” (D hücresi) olarak kabul edilir. Sinyal yaklaşımında önemli husus, her gösterge için kötü sinyallerin iyi sinyallere oranı olan gürültü-sinyal oranı ; $[B/(B+D)]/[A/(A+C)]$ formülüyle hesaplanmaktadır. Formülde, $[B/(B+D)]$ kötü sinyallerin tüm olası kötü sinyallere, $[A/(A+C)]$ ise iyi sinyallerin tüm olası iyi sinyallere oranını vermektedir. Gürültü/sinyal oranı 1’e eşit olan gösterge için, iyi sinyal sayısı kadar kötü sinyal ürettiğini söyleyebiliriz. Tablo (39) daki matris kullanılarak yanlış sinyallerin toplam sinyallere oranı dışında farklı bilgiler de elde edilebilir. Örneğin mükemmel gösterge B=0 olan ve yanlış sinyallerin toplam sinyallere oranı sıfır olan göstergedir. A=0 olan gösterge kötü göstergedir çünkü yanlış sinyallerin toplam sinyallere oranını sonsuza götürmektedir. İyi sinyallerin, iyi sinyal olma olasılığı olan aylara oranı ($[A/(A+C)]$) ve kriz sinyalinin koşullu olasılığı ($[A/(A+B)]$) gibi oranlara da matristen ulaşabilmemiz mümkündür.

4.1.2.2 Göstergelerin Anlamlılıklarının Analizi

KLR, sözkonusu çalışmalarında, 15 gelişmekte olan ve 5 gelişmiş ülkedeki 76 döviz krizini incelemişler ve hangi göstergelerin kriz öncesi dönemde sinyal verdiğini belirlemişlerdir. Tablo (39) deki matrise göre hesaplanan göstergelerin performansı aşağıdaki tablo (40) da gösterilmektedir.

	Verilerin Bulunduğu Krizlerin Sayısı	1'de yer Alan krizlerin Yüzdesi	Olası İyi Sinyaller içinde İyi Sinyallerin Yüzdesi	Olası Kötü Sinyaller içinde Kötü Sinyallerin Yüzdesi	Kötü Sinyallerin İyi Sinyallere Oranı	P (Kriz / Sinyal)	P (Kriz/Sinyal) -P (Kriz)
	1	2	3	4	5	6	7
			$A/(A+C)$	$B/(B+D)$	$[B/(B+D)]/[A/(A+C)]$	$A/(A+B)$	
Reel Döviz Kuru	72	57	25	5	0,19	67	39
İhracat	72	85	17	7	0,42	49	20
Hisse Senedi Fiyatları	53	64	17	8	0,47	49	18
M2/Brüt Uluslar arası Rezervler	70	80	21	10	0,48	46	17
Üretim	57	77	16	8	0,52	49	16
Aşırı M1 Dengeleri	66	61	16	8	0,52	43	15
Uluslar arası Rezervler	72	75	22	12	0,55	41	13
M2 Çarpanı	70	73	20	12	0,61	40	11
Yurtiçi Kredi / GSYİH	62	56	14	9	0,62	39	11
Reel Faiz Oranı	44	89	15	11	0,77	34	6
Ticaret haddi	58	79	19	15	0,77	36	6
Reel Faiz Farklılıkları	42	86	11	11	0,99	29	0
İthalat	71	54	9	11	1,16	26	-3
Banka Mevduatları	69	49	16	19	1,2	25	-4
Kredi faiz Oranı / Mevduat Faiz Oranı	33	67	13	22	1,69	18	-9

Tablo 40: Sinyal Yaklaşımı Altında Gösterge performansları

Kaynak: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/1998/03-98/pdf/kaminsky.pdf> ss 20

Tablo (40)da;

İlk sütun, her bir göstergedeki verilerin algılanabildiği kriz sayısını vermektedir. Krizlerin sayısı 33'den 72'ye kadar dağılım göstermektedir. Gösterge başına düşen kriz sayısının ortalaması 64'tür.

İkinci sütunda, geçmiş 24 ay içinde en azından bir defa sinyal vermiş göstergelerin, toplam krizler içerisindeki yüzdesi bulunmaktadır. Hemen her gösterge % 50 oranında doğru sinyal vermiştir diyebiliriz. Ortalama olarak baktığımızda çeşitli göstergelerin % 70 oranında doğru sinyal verdiğini söyleyebiliriz.

Üçüncü sütunda, farklı bir iyi sinyal verme ölçütü izlenmektedir. İyi sinyal sayısının, iyi sinyal verilebilecek ay sayısına oranı gösterilmektedir. Sütunda, $([A/(A+C)])$ oranına göre, reel döviz kuru %25 ile iyi bir sinyal verirken, ithalat ise % 9 ile kötü sinyal vermektedir.

Dördüncü sütunda, kötü sinyal göndermeler göz önünde tutularak göstergelerin ayrı ayrı performansları ölçülmektedir. Diğer veriler eşitken, bu sütundaki rakam küçüldükçe, göstergenin performansı artmaktadır. Reel döviz kuru sadece yüzde 5 gibi küçük bir kötü sinyal olasılığına sahip olarak, bu sütunda da en iyi performansı sergilemektedir.

Beşinci sütunda kötü sinyallerin iyi sinyallere oranı yer almaktadır. Bu oran ne kadar düşükse gösterge iyi sinyal veriyor demektir. Örneğin reel döviz kuru için bu oran sadece 0,19 dur. Yani reel döviz kuru gösterge olarak kullanılabilir. “uyarlanmış” yanlış sinyal/toplam sinyal oranı (noise-to-signal) olarak ta ifade edilebilir.

Altıncı sütunda kriz/sinyal oranı yer almaktadır. Bu oranın anlamı 24 ay içerisinde oluşabilecek bir kriz sinyalinin X öncü göstergesinden kaynaklanma olasılığını vermektedir. Tablo (40) da yer alan sonuçlara göre reel döviz kuru, kredi genişlemesi ve M2/Brüt uluslar arası rezerv oranı en güvenilir göstergelerdir. Yine söz konusu tabloda kredi faiz oranının mevduat faiz oranına oranı, banka mevduatları, ithalat ve reel faiz oranı farklılıkları inceleme dışında bırakılması gereken göstergelerdir.

4.1.2.3 Sinyal Yaklaşımı ile ilgili Örnek Ampirik Çalışmalar

Kaya ve Yılmaz 2006 yılında Türkiye için sinyal yaklaşımı modeli oluşturdukları çalışmalarında, 1990: 01–2002: 12 dönemi Türkiye örnekleminde logit ve sinyal yaklaşımları neticesinde elde edilen bulguların ortak kümesinden hareketle, Türkiye ekonomisinin “bugünü ve yarını” için bir para krizi öngörüsü yapılabilir mi?” sorusunu tartışmaktadır. Bu çalışma, para krizi tahmin literatüründe yaygın olarak kullanılan “logit” ve “sinyal” yöntemleri ve bulgularının ex-post ve ex-ante para krizi öngörü modelleri geliştirilmesinde sahip oldukları değeri incelenmiştir. Kaya ve Yılmaz’a göre, gerek logit ve gerekse sinyal yöntemi inceledikleri çalkantı, kargaşa

döneminin ekonomik gerçekleri ile uyumlu sonuçlar verecektir. Bu anlamda her iki yöntemde para krizlerini açıklama ve öngörmede yararlı analizlerdir. Ancak, bu analiz yöntemlerine ait sonuçların içerdiği “öncü göstergeler” her ekonomi ve her dönem için genel geçer doğrular olamayabilecektir. Ekonominin zaman içinde değişen yapısı bazı alanlardaki kırılganlığı azaltmakla beraber, farklı kırılganlıklar yaratabilmektedir. Bu durumda her iki yöntemin geçmişte sağladığı “başarılı” öncü göstergelerden bağımsız olarak içinde bulunulan dönem ve ekonominin olağan dışılık sergileyen ve kırılganlık gösteren sektörleri belirlenmeli ve bu olağan dışılığı ve kırılganlığı temsil edecek göstergeler tespit edilmelidir. Bu şekilde tespit edilen olası yeni öncü göstergeler logit model ve sinyal yöntemine konu edilmelidir. Elbette ki bu, başka bir inceleme konusudur. Diğer taraftan, bu süreç ekonominin evrilmesine bağlı olarak süreklilik arz etmelidir.¹⁷³ Bu çalışmada ekonominin olabildiğince çok kesiminden ipuçları elde edilmesi hedeflenmiş ve makroekonomik model, finansal model, dış ekonomik model, bekleyişler modeli ülke risk modeli olmak üzere 5 farklı model ile tahminlerde bulunulmuştur. Tüm bu modeller kapsamında toplam otuz bir bağımsız değişken kullanılmıştır. en yüksek olasılık, finans ve makro ekonomik model çerçevesinde hesaplanmıştır. Bu durum, makro ekonomik ve finansal yapının bir para krizi oluşumunda hâlâ en önemli kırılganlık nedeni olduğunu vurgulamaktadır. Diğer taraftan, model tahminleri neticesinde hesaplanan para krizi çıkma olasılıkları her ne kadar tek tek ele alındıklarında düşükse de genel ekonomik yapı içerisinde birlikte ele alındıklarında yaratacakları sinerji bir para krizine öncülük edecek etkiyi doğurabilecek niteliktedir. Bulgular, Türkiye örneğinde ve 1990–2002 dönemi için finansal küreselleşme olgusunun para krizlerinin % 10 önem seviyesinde Granger nedeni olduğunu da göstermektedir. Aynı çalışmada Kamu kesimi borçlanma gereği, da etkili bir değişken olarak ortaya çıkmıştır.

Gerni ve diğerleri Sinyal Yaklaşımı Yoluyla Türkiye’deki Krizlerin Analizi adlı çalışmalarında 1990-2004 dönemi için aylık verilerden hareketle Türkiye’de 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan ekonomik krizlerin determinantları ile krizlerin

¹⁷³Vedat Kaya ve Ömer Yılmaz (2006), Para Krizleri Öngörüsünde Sinyal Yaklaşımı : Türkiye Örneği, 1990-2002. Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 61-2,2006,2. 129-155.

belirlenmesine çalışılmıştır. Dogrusal olabilirlik (LPM) ve Logit modellerin birlikte kullanıldığı çalışmada, finansal göstergeler yanında, sanayi üretim indeksi, ihracatın ithalatı karşılama oranı ve İMKB 100 indeksi olmak üzere üç reel ekonomi göstergesi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda 1994 krizi ile 2001 krizi ele alınan değişkenler açısından bir kısmında benzer, bir kısmında farklı kalıplar çizmiştir. Krize sinyal teşkil etmesi açısından döviz kurunun baskı altında tutulmasının, yani ulusal paranın suni bir şekilde değerlenmesinin krize 3 ay kala trendden saparak yükselme yönünde baskı oluşturduğu ve kriz anında da şok artışlar şeklinde kendini gösterdiği gözlenmiştir. Ulusal paranın değerlenmesine bağlı olarak ihracatın ithalatı karşılama oranı düşüşler göstermektedir. Diğer taraftan faiz oranı farklılıklarının giderek açılmaya başlaması, krizden önceki 8. ayda kendini hissettirtirken, bu sürenin krize 4 ay kala daha anlamlı değerler aldığı belirlenmiştir. Sanayi üretim indeksi ise kriz öncesi 2-3 ayda anlamlı düşüşlerle sinyal yayarken, 4 ve daha önceki aylarda ortalamanın üzerinde artışlar göstermesi, kriz öncesinde parasal ve mali disiplinin bozulmasına bağlı olarak ekonominin ısındığını sonucuna varmışlardır.¹⁷⁴

Altıntaş ve Öz 2007 yılında yaptıkları çalışmada para krizlerinin sinyal yaklaşımını ile belirlenmesi tezini Türkiye'nin 1994 ve 2001 krizleri üzerine uygulamışlardır. Çalışmada Kaminsky ve diğerlerinin 1998 yılında yapmış oldukları sinyal yaklaşımı yönteminde izlenen aşamalara bağlı kalınarak öncelikle kriz tanımı ve dönemi belirlenmiştir. Daha sonra göstergeler seçilmiş, eşik değer hesaplamaları yapılmakta ve ardından ampirik uygulama sonuçlara ulaşılmıştır.¹⁷⁵ Çalışmanın sonuçlarına göre kullanılan 15 göstergeden her bir göstergenin krizlerin en az yüzde 50'sinidoğru olarak açıkladığı ve ortalama olarak ise göstergelerin krizleri doğru açıklama yüzdesinin yüzde 66.6 olduğu hesaplanmıştır. Araştırma sonucunda 15 göstergeden 9'unun para krizini açıklamada anlamlı olduğu bulunmuştur. Bu göstergeler önem sırasına göre; sanayi üretim endeksi, sermaye çıkışı, M2/ rezervler, GSMH (1987 sabit fiyatlarla), üretim artışı (sabit fiyatlarla), M1, İMKB 100 endeksi, 3 aylık mevduat faizi ve reel efektif döviz kurudur. Bu çalışmada göstergelerden reel

¹⁷⁴ Cevat Gerni, Ö.Selçuk Emen ve M.Kemal Değer,“ Uyarı Sistemleri Yoluyla Türkiye'deki Krizlerin Analizi”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, sayı:2 2005,ss 11-29.

¹⁷⁵ Altıntaş ve Öz, A.g.e.s.32.

efektif döviz kurunun birinci; üretim artışının ikinci ve 3 aylık mevduat faizinin de birinci ve ikinci model için anlamlı açıklayıcı değişken olabileceği sonucuna varılmıştır. Göstergelerin yarıdan fazlasında ilk sinyaller, kriz ortaya çıkmadan 3 ile 8 üç aylık dönem arasında alınmaktadır. Buna göre göstergelerin politika yapıcılarına önleyici tedbirler alması için uygun bir öncü zaman aralığı sunabileceğini söylemek yanlış olmayacaktır. Ayrıca sinyallerin ısrarcılığı da göstergelerin performanslarını değerlendirmede gürültü sinyal oranına benzer sonuçlar vermiştir. Buna göre en önemli gösterge olan sanayi üretim endeksi için sinyallerin kriz öncesinde normal zamanlardan yaklaşık 3 kat ve ikinci önemli gösterge olan sermaye çıkışı için yaklaşık 2 kat daha ısrarcı olduğu belirlenmiştir.

Üçer vd. **sinyal yöntemi** kullandıkları çalışmalarında, Türkiye'deki 1994 para krizinin öncü göstergelerini, üçer aylık veri kullanarak 1989-1997 dönemi için incelemişlerdir. Toplam 19 değişkenin kullanıldığı çalışmada (bunların 12'sini Kaminsky vd.'nin (1998)'in kullandıkları değişkenler oluşturmaktadır), reel göstergeler olarak üretim ve hisse senedi fiyatlarındaki değişim, ihracat, ithalat ve ihracatın ithalatı karşılama oranlarını veren göstergeler kullanılmıştır. Bu göstergeler içerisinde, hisse senedi fiyatlarındaki değişimin, ihracat ve ihracatın ithalata oranının, 1994 para krizini öngörmeye en iyi anlamlı değişkenler olduğu vurgulanmıştır.¹⁷⁶

Bozkurt ve Dursun ise, 1990.1-2005.7 dönemi aylık verilerini kullanarak, Türkiye'deki para krizlerinin öncü göstergelerini **sinyal yöntemi** kullanarak belirlemeye çalışmışlardır. Birçok değişkenin kullanıldığı çalışmada, reel göstergeler olarak enflasyon ve ihracatın ithalatı karşılama oranları kullanılmıştır. Bu iki reel değişkenden para krizlerini öngörmeye en öne çıkan değişkenin, ihracatın ithalatı karşılama oranı olduğu görülmüştür.¹⁷⁷

Berg ve Patillo kriz tahmininde üç çalışma kullanarak karşılaştırmalı sonuçlara ulaşmıştır.¹⁷⁸ 1997 öncesinde önerilen üç farklı para krizi tahmin modellerini [(KLR) (1998), Frankel ve Rose (FR) (1996) ve Sach, Tornell ve Valesco (STV)

¹⁷⁶ Murat Üçer, Van Caroline Rijckeghem ve Reha Yolalan. "Leading Indicators of Currency Crises: A Brief Literature Survey and an Application to Turkey", **Yapı Kredi Economic Review**, 9(2), December 1998, s. 3-23.

¹⁷⁷ Halil BOzkurt ve Gülten Dursun "Türkiye'de Para Krizinin Öncü Göstergeleri: Erken Uyarı Sistemi", **Avrupa Araştırmaları Dergisi**, 14(1), 2006, s.259-284.

¹⁷⁸ Andrew Berg, Catherine Pattillo (1999), Are Currency Crisis Predictable? A Test, **IMF Staff Papers**, Vol 46, No.2 ,1999.

(1996)] değerlendirmişler ve bu modellerin Asya krizinin tahmininde ne ölçüde güçlü olabilecekleri sorusuna yanıt aramışlardır. **KLR, FR ile Sach STV yaklaşımlarının** kullanıldığı çalışmada bu üç modelin 1996 yılından önce kullanılması durumunda Asya krizi'nin öngörülüp öngörülemediği sorusuna yanıt aramıştır. Çalışma sonunda KLR metodunun diğerlerine kıyasla daha başarılı olduğu sonucuna varmıştır. Bununla birlikte modelde yanlış sinyaller doğru sinyallerden fazla olabildiğinden 1997'deki krizin zamanını belirlemede KLR metodunun yeterince güvenilir olmadığı da vurgulanmıştır. Üç modelin değerlendirilmesi sonucunda ise yurtdışı kredilerin yüksek olduğu, reel döviz kurunun trend değerine göre değerli ve M2/rezervler oranının arttığı durumlarda para krizlerinin görülme olasılığının artışı gösterebileceğini belirtmişlerdir.

Edison KLR **sinyal metoduyla** 1970-1995 dönemi arasında Latin Amerika, Asya ve Avrupa ülkelerinden toplam 20 ülkenin cari işlemler, sermaye hesabı, reel sektör ve finansal sektör göstergelerini kullanmış ve döviz kuru, faiz oranı ve enflasyon gibi değişkenleri modele ilave ederek para krizlerinde sinyal verebilecek değişkenleri belirlemiştir. Araştırmada reel döviz kurunun değer kazanmasının, M2/rezervler oranının artmasının, uluslararası rezervlerde kayıpların ve hisse senedi fiyatlarında beklenmeyen azalmaların para krizleri için önemli sinyal göstergeleri olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.¹⁷⁹

Goldstein vd 1970-1995 dönemi için Kaminsky ve Reinhart'ın (1999) bankacılık ve para krizlerini tahmin etmede kullandığı 25 ülkenin aylık göstergelerini daha da genişleterek para ve banka krizlerini **sinyal yaklaşımıyla** tahmin etmişlerdir. Bankacılık krizleri için reel döviz kuru, hisse senedi fiyatları, para çarpanı, üretim artışı ve ihracat göstergelerinin kriz sinyali verdiği, para krizlerinde ise reel döviz kuru, hisse senedi fiyatları, ihracat, M2/rezervler ve üretim artışının kriz sinyali veren diğer göstergeler olduğunu belirlemişlerdir.¹⁸⁰

¹⁷⁹ Hali J. Edison, "Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation Of An Early Warning System", Board of **Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers**, No 675, July 2000.

¹⁸⁰ Morris Goldstein, Graciela Kaminsky and Carmen Reinhart "Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets", **Institute for International Economics**, 2000.

4.1.2.4. Doğrusal Olasılık Modeli (DOM)

Bağımlı değişken özünde iki değer alabiliyorsa yani bir özelliğin varlığı ya da yokluğu söz konusu ise bu durumda bağımlı kukla değişkenler söz konusudur. İki yada fazla değer alan kukla değişken olarak regresyon modellerinde olabilirler. Söz konusu modellerde bağımlı değişken iki değer alıyorsa satın alma-satın almama, olumlu-olumsuz, başarılı-başarısız, evet-hayır gibi karar veya tercih belirtir. Bundan dolayı bu modeller ikili tercih modelleri olarak adlandırılır. Bağımlı değişkenleri iki ya da daha fazla değer alan tercih modellerinin amacı, seçimin olasılığını belirlemektir. Bu olasılık değeri 0 ile 1 arasında olacaktır.¹⁸¹ Doğrusal olasılık modelinin ciddi bir zafiyeti, tahmin edilen değer 0 ile 1 arasında gerçekleşmemesidir. Doğrusal olasılık modellerinde $E(Y_i / X_i)$, X_i veri iken Y_i 'nin koşullu olasılığını ölçtüğüne göre, 0 ile 1 arasında yer alması gerekir. Bazen Y_i 'nin aldığı değerler, 0 dan daha küçük veya 1 den daha büyük olabilir. Bu durumda 0'dan küçük değerler 0'a, 1'den büyük değerler ise 1'e eşitlenir fakat bu yöntem çok etkin değildir.

4.1.2.3.

$$Y_i = b_1 + b_2 X_i + u_i$$

$Y_i = 1$ Eğer i. Birey istenen özelliğe sahipse

0 Diğer Durumlarda

$X_i =$ Bağımsız değişken

Bu modele olasılıklı model denmesinin nedeni, Y 'nin X için şartlı beklenen değerinin, Y 'nin X için şartlı olasılığına eşit olmasıdır.

$$E(Y_i | X_i) = \Pr(Y_i = 1 | X_i)$$

$$E(u_i) = 0 \implies E(Y_i | X_i) = b_1 + b_2 X_i$$

¹⁸¹ Selahattin Güris ve Ebru Çağlayan, **Ekonometri ve Temel Kavramlar**, İstanbul, Der Yayınları, 2005, s.678

Y_i değişkeninin olasılık dağılımı:

Y_i Olasılık

0 $1-P_i$

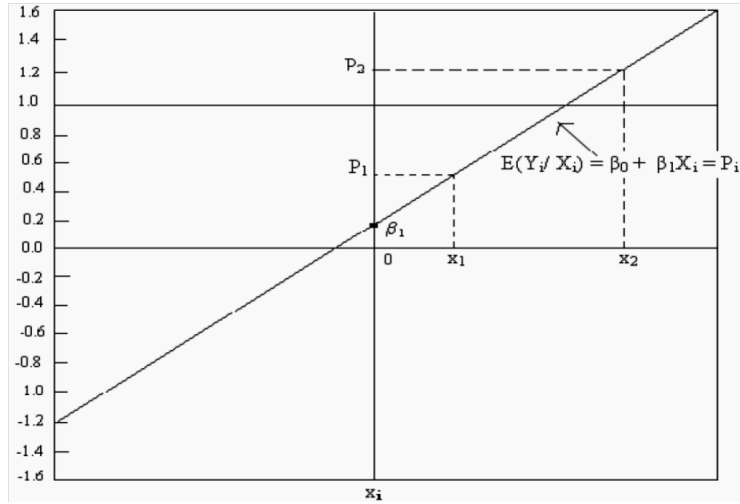
1 P_i

Toplam 1

$$E(Y_i | X_i) = \sum Y_i P_i = 0 \cdot (1-P_i) + 1 \cdot (P_i)$$

$$E(Y_i | X_i) = \beta_0 + \beta_1 X_i$$

$$0 \leq E(Y_i | X_i) \leq 1$$



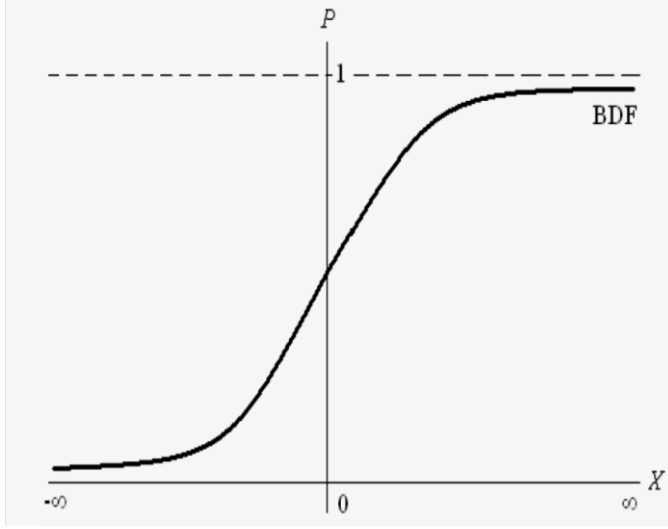
Şekil 18: Doğrusal Olasılık Modeli

Kaynak: William E. Griffiths, R. Carter Hill, George G. Judge,¹⁸²

Şekil (18) de doğrusal olasılık modelini örneklerle açıklayalım. $Y_i = 1$, bireyin bir yere giderken kara yolu taşıma aracını seçtiğini, $Y_i=0$ ise, bireyin bir uçak kullandığı durumu gösterebilir. X_i , bireyin kara yolu tercihi ile hava yolu tercihi arasındaki zaman farkını ifade etmektedir. X_i arttığında, kara yolu taşıma kullanmanın fırsat maliyeti, hava yolu kullanmanın fırsat maliyetine göre nispi olarak artmaktadır. Bu durumda genelde bireyler hava yolunu tercih etme eğilimine girerler. Sonuçta β_2 nin pozitif değerli olacağı beklenir. X 'in her bir değeri farklı bir P olasılık değerine karşılık gelmektedir. X_1 olduğunda bireyin kendi

¹⁸² William E. Griffiths, R. Carter Hill, George G. Judge, **Learning and Practicing Econometrics**, New York, John Wiley & Sons Inc., 1993, pp.740.

aracını kullanma olasılığı P_1 'dir. X_2 olması halinde ise, olasılık P_2 'ye eşittir. Olasılığın 1'den büyük olması mantıklı bir sonuç değildir.



Şekil 19: Birikimli Dağılım Fonksiyonu

Kaynak: Damador N.Gujarati,Basic Econometrics, Second Edition, McGraw-Hill Inc.,1998,s.481. ve Özgür Yaman¹⁸³

Şekil (19) da, X_i 'deki her bir birimlik artış her defasında olasılığı (P_i) aynı oranda etkilemektedir.Bu durum gerçekçi gözükmemektedir. Gerçekçi olan, P_i 'nin X_i 'ye doğrusal olmayan bir şekilde bağlanmasıdır. Örneğin, gelir düzeyinin çok düşük olduğu bir durumda bir aile ev sahibi olamazken gelirin belli bir düzeye erişmesi ile ev sahibi olma olasılığı artacaktır. Ancak bu düzeyin üzerindeki gelir artışları ise ev sahibi olma olasılığını çok az etkileyecektir. Bu yüzden alt ve üst gelir düzeyleri neredeyse ev sahibi olma olasılığını hiç etkilememektedir. O halde X_i arttıkça $P_i = E(Y_i = 1 / X_i)$ nin de arttığı ancak 0-1 aralığında kaldığı; ve P_i ile X_i arasındaki ilişkinin doğrusal olmadığı bir model gerçek yaşamı açıklamada daha başarılı olacaktır. Yani bu model, X_i küçüldükçe giderek daha yavaş bir hızla 0'a yaklaşan ve X_i büyüdükçe giderek daha yavaş hızla 1'e yaklaşan bir olasılık modelidir¹⁸⁴

¹⁸³ Özgür Yaman, “Finansal Krizler ve Erken Uyarı Sistemleri”,Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul,2010,s.52.

¹⁸⁴ Ali Şen, “Finansal Krizlerin Tahmin Edilebilirliği: TürkiyeUygulaması” Yayımlanmamış Doktora Tezi, İstanbul,2005,S.112.

4.1.2.5. Probit Model ve Model ile ilgili Örnek Ampirik Çalışmalar

Bağımlı nitel değişkenli modellerin hata terimlerinin dağılımını normal eğri olarak kabul eden modeller Probit modelleri olarak adlandırılmaktadır.¹⁸⁵ Probit model, P_i ile açıklayıcı değişkenler arasında ilişki kurmayı amaçlayan ve olasılık değerinin 0 ile 1 arasında kalmasını sağlayan bir istatistiki modeldir.

Normal birikimli dağılım,

$$F(z) = \int_{-\infty}^z \frac{1}{\sqrt{2\pi}\sigma} e^{-(z-u)^2/2\sigma^2} du$$

fonksiyonunun kullanılmasındaki amaç, doğrusal olasılık modelinin açıklayıcı değişken X 'lerin 0 veya 1 yer almaları sağlanırken, bağımlı değişken, seçim yapmanın bir olasılığı olarak değerlendirilir.¹⁸⁶ Öncelikle i 'inci birey için bir I_i fayda endeksi tanımlayalım. Buna göre,

$$I_i = \beta' x_i$$

Açıklayıcı değişkenlerin değerindeki değişimler, I_i endeksinin değerini de değiştirecektir. I_i endeksinin daha büyük değer alması, i bireyinin $Y_i = 1$ seçeneğini tercih etmekten aldığı faydanın daha büyük olması demektir. Bu yüzden I_i 'nin daha büyük değer alması ile P_i daha büyük olacaktır. Gözlenemeyen endeks düzeyi I_i^* 'nin, her i birey için I_i^* denilen bir eşik değeri olduğu varsayılmaktadır. Eğer $I_i > I_i^*$ i aşarsa yada eşit olursa olan gerçekleşecek, aşmazsa gerçekleşmeyecektir.

¹⁸⁵ Pindyck Robert and Daniel Rubinfeld, **Econometric Models and Econometric Forecasts**, Third Edition, McGraw-Hill, Inc., 1991, pp 322.

¹⁸⁶ David John Finney, **Probit Analysis**, Cambridge University Press, Cambridge, 1971, pp.11.

$I_i^* \leq I_i$ ise $y=1$ olayı gerçekleşecek,

$I_i^* > I_i$ ise $y=1$ olayı gerçekleşmeyecektir.

Normallik varsayımı altında, $I_i^* \leq I_i$ olasılığı standartlaştırılmış kümülatif normal dağılımdan aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir;

$$\begin{aligned} P_i = P(y=1) &= P(I_i^* \leq I_i) = F(I_i) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^{I_i} e^{\frac{-t^2}{2}} .dt \\ &= \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^{\beta' x_i} e^{\frac{-t^2}{2}} .dt \end{aligned}$$

Fayda endeksini elde etmek için kümülatif normal dağılım fonksiyonunun tersi alınmaktadır;

$$I_i = F^{-1}(I_i) = F^{-1}(P_i) = \beta' x_i$$

formülde kümülatif normal dağılımın tersi F^{-1} ile gösterilmektedir. Probit modelinde olasılık üzerinde X_i 'deki bir birimlik değişimin etkisi aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır;

$$\frac{\partial P_i}{\partial x_i} = \frac{\partial F(I_i)}{\partial I_i} \cdot \frac{\partial I_i}{\partial x_i} = f(I_i) \cdot \beta_i$$

I_i arttıkça P_i de artmaktadır. Ancak bu artış doğrusal olasılık modelindeki gibi sabit bir hızla olmamaktadır. P_i 'nin 0'a ve 1'e yakın olduğu bölgelerde I_i 'deki eşit miktardaki değişimler P_i 'de giderek daha küçük değişimlere yol açmaktadır. Söz konusu parametrenin değeri negatif olursa bağımsız değişkendeki artış olasılık değerini azaltmaktadır. Pozitif olduğunda ise bağımsız değişkendeki artış, olasılık değerini arttırmaktadır.

β_i ve $f(I_i)$ 'in büyüklüğü, bağımsız değişkendeki bir değişimin olasılık değerinde meydana getireceği değişimin büyüklüğü ile belirlenmektedir. $f(I_i)$ standart normal olasılık yoğunluk fonksiyonunu belirttiğinden daima pozitifdir ve β_i parametresinin işaretine bağlı olarak marjinal etki değişmektedir. Bağımsız değişken olan X_i değiştikçe $f(I_i)$ değişmektedir ve standart normal olasılık yoğunluk fonksiyonu maksimum değerine $I_i = 0$ ve dolayısıyla $P_i = F(I_i=0) = 0.5$ olunca ulaşmaktadır.

Radelet ve Sachs 1998 yılında yaptıkları çalışmada 1994-97 döneminde 22 yükselen piyasa ekonomisinde finansal krizi tahmin etmede alternatif risk göstergelerinin önemini ortaya koymak için **Probit modellerden** faydalanmışlardır. Çalışmanın sonucuna göre, kısa dönemli dış borçların döviz rezervlerine oranının yüksek olması, spekülasyon atakları başlatan ve krizin oluşmasına neden olan en önemli göstergedir. Bu oranın yüksek olması durumunda, yabancı yatırımcılar, istedikleri anda özel sektörün veya hükümetin kısa dönemli yükümlülüklerini karşılayamayacağını düşünürler. Dolayısıyla dış borç/döviz rezervlerine oranının yüksek olması durumunda, yabancı yatırımcılar ülkeden çıkmak için acele edecekler ve her zaman olmasa da sonuçta bir krize yol açacaklardır. Uzun dönemli borç seviyesi, kriz oluşmasında önemli bir gösterge değildir. Dolayısıyla bu sonuç, krizler gerçekte ödeme gücünden ziyade bir likidite krizidir. Ayrıca bankacılık sektörünün yükümlülüklerindeki artış da krizle bağlantılı bulunmuştur. Diğer yandan yüksek cari işlemler açığının krizle bağlantısı zayıf bulunurken, reel döviz kurundaki aşırı değerlenmenin finansal krizle bir bağlantısı görülmemiştir.¹⁸⁷

¹⁸⁷ Steven Radelet ve Jeffrey Sachs, "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", **Brookings Papers on Economic Activity** 1, 1998, (Çevirim içi) <http://www2.cid.harvard.edu/hidpapers/bpeasia2.pdf>, Erişim Tarihi: 05.05.2012.

4.1.2.6. Logit Model ve Model ile ilgili Örnek Ampirik Çalışmalar

Log-linear modeller iki veya daha fazla dummy değişkenin koşullu ilişkisini analiz etmek için geliştirilmiştir. Bununla birlikte, log-linear modeller sayesinde, değişkenlerin oluşturduğu bileşik dağılımı, iki veya daha fazla değişkenin birbirine bağımlı olup olmadığını ve iki veya daha fazla değişken arasındaki ilişkiyi neden-sonuç ilişkisine dayandırmaksızın test etmek mümkündür.¹⁸⁸

Logit model için tercih olasılıkları,¹⁸⁹

$$P_i = F(X_i' \beta) = F(I_i)$$

$F(.)$, lojistik rassal bir değişkenin birikimli dağılımıdır ve şu şekilde formüle edilir:

$$P_i = F(X_i' \beta) \\ = 1 / 1 + e^{-X_i' \beta}$$

I_i eksi sonsuz ile artı sonsuz arasında değer alırken P_i ise 0 ile 1 arasında değer almaktadır. P_i ile I_i arasında doğrusal olmayan bir ilişki vardır.

Woo 2000 yılına ait çalışmasında, 1997-98'de Malezya, Filipinler, Güney Kore, Tayland ve Endonezya'da yaşanan para krizlerini açıklamada makroekonomik göstergelerdeki bozulmaların mı, yoksa finansal sırayetin mi etkili olduğunu analiz etmiştir. . 1996'daki mevcut veriler çerçevesinde 1997'de oluşan krizi tahmin etmek için **logit model** kullanılmıştır. Çalışmada bağımlı değişkeni, reel döviz kuru endeksindeki değer kaybı %50'yi geçerse kriz ($Y = 1$), %0-10 arasında ise kriz yok ($Y = 0$) şeklinde tanımlamıştır. Bağımsız değişkenler olarak ise, makro ekonomi politika değişkenleri (M2'nin büyüme oranı, devletin bütçe dengesinin GSMH'ya oranı), ticari sektörün rekabet göstergesi (ticari ya da cari işlemler dengesinin GSMH'ya oranı) ve döviz kurunu desteklemede hükümetin durumu (ya merkez bankasının yabancı aktiflerinin GSMH'ya oranı ya da tüm bankacılık sisteminin net yabancı aktiflerinin GSMH'ya oranı) seçilmiştir. Sonuçta, makroekonomik

¹⁸⁸ Kazım Özdamar, , **Paket Programlarla İstatistiksel Veri Analizi**,Eskişehir, Kaan Kitabevi, c. 1, 2. Basım,1999,s.449-450.

¹⁸⁹ Ali Şen, A.g.e,s.117

göstergeler para krizini tahminde yetersiz kalmıştır. Dolayısıyla Woo, finansal bulaşmanın Asya krizinin ana nedeni olduğu sonucuna ulaşmıştır.¹⁹⁰

Domaç ve Peria, 2000 yılında yaptıkları çalışmada döviz kuru rejimi ve finansal istikrar arasındaki bağlantıları araştırmışlardır. **Logit modelin** kullanıldığı çalışmada Domaç ve Peria, ticaret hadlerinde olası bir kötüleşmenin, kredi kullananların borç geri ödemelerinde probleme neden olabileceğini vurgulamışlardır. Bu durum çalışmaya göre bankacılık krizi riskini arttırmaktadır. çalışmada sabit döviz kuru sisteminin hakim olduğu ortamda M2 / Rezervler oranı ne kadar büyükse, bankalara hücum olasılığının o kadar artacağını ve krizlere açık bir ortamın oluşacağını bankacılık krizi ihtimali üzerinde negatif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşıldığı görülmektedir.¹⁹¹

Demirgüç-Kunt ve Detragiache, 1980–1994 dönemi için çok değişkenli logit modeli kullanarak, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki bankacılık krizlerinin belirleyicilerini incelemişlerdir. Bankacılık krizlerinin nedenlerini; düşük büyüme hızı ve yüksek enflasyonun şekillendirdiği zayıf makroekonomik yapı ile birlikte ani sermaye çıkışları, bankacılık sektöründeki düşük likidite, özel sektör kredilerindeki hızlı artış, geniş kapsamlı mevduat sigortası ile yetersiz ve gevşek yasal düzenlemelerin bankacılık krizlerinin olasılığını yükselttiğini bulmuşlardır. Ayrıca, bozulan dış ticaret hadlerinin finansal sektörde güçlüklerin ortaya çıkmasına yardımcı olduğunu belirlemişlerdir.¹⁹²

4.1.2.7.Probit ve Logit Modellerin Karşılaştırılması

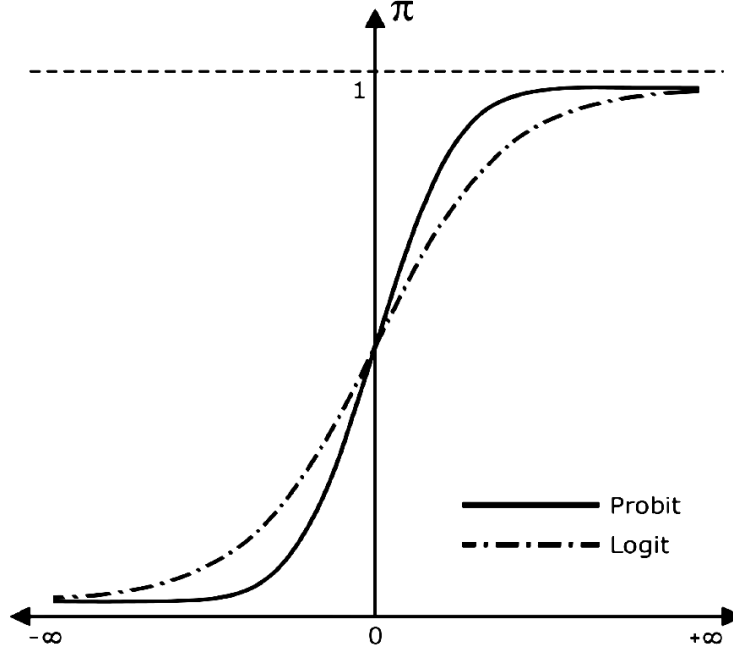
Logit/probit modeller açıklayıcı değişkenlerin birlikte ele alınarak tahmin edildiği çok değişkenli yaklaşımlardır. Çok değişkenli bu modellerin avantajı, farklı değişkenler arasındaki korelasyonların gözetilmesi ve açıklayıcı değişkenlerin istatistiksel anlamlılıklarının kolay test edilmesidir. Probit modelin logit modelden

¹⁹⁰ Wing T.Woo, “The Unorthodox Origins Of The Asian Currency Crisis”, **ASEAN Economic Bulletin**, 02174472, 17 (2),2000.

¹⁹¹ İlker Domaç and Soledad Martinez Peria, “Banking Crises and Exchange Rate Regimes: Is There a Link?”, **World Bank**,2000.

¹⁹² Kunt ve Detragiache, A.g.e.

tek farkı, tercih olasılıklarını tanımlamada kullanılan birikimli dağılım fonksiyonudur. (Probit model normal birikimli, dağılım fonksiyonundan oluşturulur) Probit model



Şekil 20: Probit ve Logit Modellerin Aynı Grafikte Gösterilmesi

Kaynak: Aykut Alp, İstatistiksel Çalışmalarda Probit Analizi ve uygulama Alanları, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Diyarbakır,2007, ss.12.

4.1.3.Erken Uyarı Sistemleri: Yeni Yaklaşımlar

Finansal krizlerin öngörülmesi için geliştirilen sinyal yaklaşımı ve probit/Logit modeller, özellikle önemli kuruluşların çalışmalarında kullanılması nedeniyle belli popüleriteye ulaşmışlardır. Bununla birlikte, bu yaklaşımların serisel korelasyonların kriz dinamikleri üzerindeki etkisine gerekli önemin verilmemesi, kriz dışı dönemlerde temin edilen bilgiden yararlanılamaması, eşik değerin belirlenmesinde bir standardizasyonun olmaması, her çalışmada farklı eşik değerleri belirlenebilmesi, sinyal yaklaşımında değişkenlerin istatistiksel olarak sınanamaması gibi eksiklikler nedeniyle yeni arayışların ortaya çıkması gereklilik haline gelmiştir.

4.1.3.1. Panel Veri Analizi İle Krizlerin Öngörülebilirliği ve Örnek Ampirik Çalışmalar

Finansal kırılganlık analizlerinde zaman ve kesit boyutları olan veriler söz konusu olduğundan, gerek ulusal gerekse uluslararası yazında panel veri tekniklerinin kullanılması son derece yaygındır. Panel veri analizi, yatay kesit

gözlemlerin belli zaman dilimleri içinde birlikte analiz edilmesidir. Panel veriler kesitlere ait zaman serileri veya zaman serilerine ait kesit verileri olarak tanımlanmaktadır.¹⁹³ Panel veriler, firmalar, ülkeler ve hane halkı gibi birimlerden oluşan yatay kesit gözlemlerinin, zaman boyutu ile de ifade edilmesi olarak da yorumlanabilmektedir.¹⁹⁴

Yatay kesit ve zaman serisi birleşimini içeren veri setlerinin kullanıldığı panel regresyon modelleri arasında, tek yönlü ve çift yönlü sabit etkiler ile tesadüfi etkiler modeli, dinamik panel analizi, genelleştirilmiş EKK gibi bir çok yöntem yer almaktadır. Panel regresyon modeli;

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1it} X_{1it} + \dots + \beta_{kit} X_{kit} + u_{it}$$

$$i = 1, \dots, n \text{ ve } t = 1, \dots, T_i$$

yani;

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_{xit} + U_{it}$$

Olarak ifade edilir. $i=1 \dots N$ ülke (yatay kesit) , $t=1 \dots T$ zaman α_i t zaman döneminde sabit y olarak alınan ve i bireysel yatay kesitlere özgü yatay kesit etkileri ifade etmektedir. Söz konusu analizle ilgili literatür ileriki bölümde ele alınacaktır.

Kahraman, 2009 yılında hazırladığı Finansal Krizler ve Krizlerin öngörülebilirliği adlı doktora tezinde 1987-2007 döneminde 15 gelişmekte olan ülkede yaşanan para krizlerinin, hangi değişkenlerle açıklanabileceğinin **panel veri analiziyle** tahmin etmiştir. Çalışmada reel döviz kuru, reel faiz oranı ve döviz rezervlerindeki yüzde değişimlerin standart sapmalarının oranına göre standartlaştırılmış değerlerinden oluşan “para krizi indexi” bağımlı değişken olarak alınmış olup, indeksi açıklayıcı 7 bağımsız değişken belirlenmiştir. Analiz sonucunda, M2 para arzının büyüme oranı, cari işlemler dengesinin rezervlere oranı ve bankacılık sektörünün özel Sektöre açtığı kredi hacminin GSYİH’ye oranındaki

¹⁹³ Greene, William. H. (2003), *Econometric Analysis*, 5th Ed., New York: Prentice Hall, pp.283-284

¹⁹⁴ Badi Baltagi, *Econometric Analysis of Panel Data*, 2nd Ed., UK: John Wiley & Sons Ltd., 2001, pp.1.

yüzde değişimin krize sinyal teşkil ederek, para krizi olasılığının arttırdığı sonucuna varılmıştır.¹⁹⁵

4.1.3.2. Fisher'in Discriminant (Ayırma) Analizi İle Finansal Krizlerin Öngörülebilirliği ve Örnek Ampirik Çalışmalar

Diskriminant ya da ayırma analizi, önceden sınıflandırılan iki yada daha fazla grubu birbirinden ayıran çok değişkenli bir analiz türüdür. Grup dışından alınan gözlemin hangi gruba atanabileceğini göstermektedir. Kümeleme analizi, istatistiksel anlamda, birbirlerinden farklılıklar gösteren tüketici grupları yaratır. Gruplara daha sonradan katılacakların, hangi kıstaslara göre sınıflandırılacağını söylemez. Diskriminant analizi, kümeleme analizinin, bireyleri nasıl kümelediğini öğrenir ve her bir grup için formül çıkarır. Gruplara katılacak bireyler, bu formüller aracılığıyla, kolaylıkla sınıflandırılabilir. DAP'ın Yaşam Biçimleri kümeleri, bu formüller kullanılarak oluşturulur.

Diskriminant analizinin amaçları iki başlık altında toplanabilir.¹⁹⁶

- Diskriminant fonksiyonlarını belirleyip bu fonksiyonlar aracılığıyla gruplar arası ayırma en fazla etki eden ayırıcı değişkenleri belirlemek.
- Hangi gruptan geldiği bilinmeyen bir birimin hangi gruba dahil edileceğini belirlemek

¹⁹⁵ Serpil Kahraman, “Finansal Krizler ve Krizlerin Öngörülebilirliği”, **Yayımlanmamış Doktora Tezi**, İstanbul, 2009.

¹⁹⁶ Aydın Ünsal “Diskriminant Analizi ve Uygulaması Üzerine Bir Örnek”, **Gazi Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi**, sayı 3, 2000, s.19

Diskriminant analizini şu şekilde açıklayabiliriz.¹⁹⁷

$$\begin{aligned} Y_1 &= v_{1.1}x_1 + v_{1.2}x_2 + \dots + v_{1.p}x_p \\ Y_2 &= v_{2.1}x_1 + v_{2.2}x_2 + \dots + v_{2.p}x_p \\ &\vdots \\ Y_s &= v_{s.1}x_1 + v_{s.2}x_2 + \dots + v_{s.p}x_p \end{aligned}$$

X ile gösterilenler değişkenleri, V ile gösterilenler ise değişkenlere ait katsayıları ifade etmektedir. Bu fonksiyona ayırma fonksiyonu denilmektedir. Böyle bir fonksiyon bulunurken gruplar arası değişimin grup içi değişime oranının en büyük olması gerekir. Bunun anlamı;

$$F = \text{Max}(\text{Gruplararası Değişim} / \text{Grupiçi Değişim})$$

Fisher tarafından tanımlanan iki varyans oranı ;

$$L = \frac{v'Av}{v'Wv} I_{\max}$$

ve üstteki modele ilişkin varsayımlar aşağıdaki gibidir.

¹⁹⁷ Ahmet Kaya, “Diskriminant Analizinde Ayırma’nın Gücü ile Faktör Analizinde Kullanılan Kovaryans Matrisi Arasındaki İlişki Üzerine Bir Çalışma”, **D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt:13, sayı:1, Yıl:1998,s..204-205

1. $E(x) = 0$
2. $Var(X) = 0$
3. $Kov(u_i, u_j) = 0$
4. $Kov(X, u) = 0$
5. $E(u) = 0$
6. $u_i \approx N(0, \sigma^2 u_i)$

Bununla birlikte; L eşitliğinin $\underline{v}$ ye göre türevini aldığımızda L_i özdeğerlerinin

$$|W^{-1}A - LI| = 0$$

determinantının çözümünden elde edildiği görülür.

Erkeklioğlu ve Bilgili parasal krizlerin tahmin edilmesinde **Diskriminant (ayırma) analizi** kullanmışlardır. Söz konusu çalışmada kriz olan yıllar ile kriz olmayan yılları birbirinden ayıran değişkenler ayırma metodu kullanılarak tespit edilmeye çalışılmıştır. Her ne kadar modelin açıklama gücü düşük olsada, bu çalışmanın ampirik sonuçlarına baktığımızda, toplam rezervlerin borç servisine oranı, toplam rezervlerin ithalata oranı, büyüme oranı, toplam borç servisinin gayri safi milli gelire oranı ve toplam borç servisinin mal ve hizmet ihracatına oranı ile çok taraflı borç servisinin kamu ve kamu tarafından garanti edilen borç servisine oranı, kriz yılları ile kriz olmayan yılları birbirinden ayıran göstergeler olarak ön plana çıkmaktadır. Bir başka deyişle ulusal borçlanma oranının yüksek olması ve rezervlerdeki azalma ülkenin karşılaşacağı spekülâtif atak riskini artırmaktadır.¹⁹⁸

Burkart ve Coudert, parasal krizlerin tahmininde **Diskriminant (ayırma) analizinden** yararlanır. 1980-1998 periyodunda 15 gelişmekte olan ülkedeki üç aylık verileri kullanarak parasal krizlerin ortak özelliklerini belirlemeye çalışmışlardır.

¹⁹⁸ Hatice Erkeklioğlu ve Emine Bilgili, “Parasal Krizlerin Tahmin Edilmesinde Teori ve Uygulama”, **Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı 24, 2005.

Kurdaki değerenme, enflasyon, kısa vadeli borç ve rezervlerdeki değışim krizlerin önemli belirleyicileri olarak gözlenmiştir. Beş kriz vakasından dördü doğru bir şekilde tahmin edilmiştir. Model, doğru tahminler üretmede başarılı sonuçlar vermiştir.¹⁹⁹

4.1.3.3.Kümeleme (Cluster) Analizi ile Finansal Krizlerin Öngörülebilirliği ve Örnek Ampirik Çalışmalar

Kümeleme analizi veriyi anlamlı, yararlı ya da hem anlamlı hem de yararlı gruplara(kümelere) ayırır. Eğer amaç anlamlı gruplar ise, bu durumda kümeler verinin doğal yapısını yakalamalıdır. Kümeleme analizi veri nesnelerini yalnızca nesneleri tanımlayan ve ilişkilerini ortaya koyan verilerden çıkarılacak bilgiler ışığında gruplar. Amaç aynı grup içerisindeki nesnelerin birbirine benzer veya ilişkili olması; farklı gruptakilerin ise birbirinden farklı olması yada ilişkilerinin bulunmamasıdır. Aynı gruptakilerin birbirine benzeme oranı yada farklı gruptakilerin ise birbirinden farklı olma oranları kümelemenin ne kadar iyi olduğunun yada kümelerin birbirlerinden ne kadar kesinlikle ayrıldıklarının göstergesidir. Ayırma (diskriminant) analizinde ayırma fonksiyonu kullanılmaktadır. Ayırma fonksiyonunu, örnekleme yeni girecek birimler için tekrar tekrar kullanılabilirken, kümeleme analizinde sonradan gelen yada örneklemden çıkarılan bir birim için analizi tekrarlamak gerekmektedir. Ayrıca kümeleme analizi diskriminant analizi ile birleştirilebilmektedir.

Kümeleme analizi son yıllarda en sık kullanılan çok değışkenli istatistiksel tekniklerden biridir. Kümeleme analizi bağımlı ve bağımsız değışkenler arasında fark ya da üstünlük gözetmez. Tersine birbirine bağımlı tüm ilişkileri inceler. Örneklem sayısı büyüyünce bu yöntem iyi sonuçlar vermemektedir. Çok boyutlu uzayda büyük ve karmaşık verilerin özetlenmesi ve tanımlanmasın da yol gösterici bir araştırma yöntemidir. Kümeleme analizi önceden belirlenen seçim kriterlerine göre birbirine çok benzeyen birimleri aynı küme içinde toplar. Analiz sonucunda bir kümeyi

¹⁹⁹ Oliver Burkart, Virginie Coudert, “Leading Indicators of Currency Crisesfor Emerging Countries”, **Emerging Markets Review** 3, 2002, pp.131.

oluşturan birimler birbirine benzeşirken diğer kümelerin birimleri ile benzeşmez. Her küme kendi içinde homojenken, kümeler arasında heterojenlik vardır. Bir veri setinde yer alan birimlerin kümelenmesi işlemi bu birimlerin birbirleriyle olan benzerlikleri ya da birbirlerine olan uzaklıkları kullanılarak gerçekleştirilmektedir. Cluster analizinde grupların oluşmasında değişkenler arasındaki mesafe dikkate alınır. Mesafe ise objelerin veya olayların birbirine göre konumlarını ifade ederken, benzerlik ve yakınlık durumunu da gösterir. Değişkenlerin kesikli ya da sürekli olmalarına ya da değişkenlerin nominal, ordinal, aralık ya da oransal ölçekte olmalarına göre hangi uzaklık ölçüsünün ya da hangi benzerlik ölçüsünün kullanılacağına karar verilir. Eğer ölçümler sayımla elde edilmiş değişkenlerden oluşuyorsa o zaman ki-kare veya phi-kare uzaklık ölçüsünden faydalanılmaktadır. İkili gözlemlere göre elde edilmiş veriler kullanılıyorsa o zaman öklid, kare öklid, size difference, pattern difference gibi benzerlik ya da farklılık ölçülerinden yararlanılır.²⁰⁰

Kümelerdeki noktaların geometrik olarak gösteriminde ikiden fazla boyut olduğunda, noktalar arasındaki uzaklıkları çok boyutlu olarak hesaplamak gerekir. X veri matrisinde yer alan n birimin p değişkene göre uzaklıkları, uzaklık matrisi adı verilen D matrisi ile gösterilir. D matrisinin elemanları ise dij biçiminde gösterilir.²⁰¹

Oklid uzaklığı şu şekilde hesaplanmaktadır.

$$d(i, j) = \sqrt{(x_{i1} - x_{j1})^2 + (x_{i2} - x_{j2})^2 + \dots + (x_{ip} - x_{jp})^2}$$

En çok kullanılan ölçü birimidir. Kümeleme analizinde kullanılacak olan değişkenler belirli bir önem derecesinde ağırlıklandırılmışsa , Öklidyen uzaklık ölçüsü formülü aşağıdaki gibi olur.

²⁰⁰ Özdamar, A.g.e.,s.283.

²⁰¹ Bahar Berberoğlu, “2008 Global Krizinin Türkiye ve Avrupa Birliği’ndeki Etkilerinin Kümeleme Analizi ile İncelenmesi”,**Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:11,sayı 1:2011 s.116

$$d(i, j) = \sqrt{w_1(x_{i1} - x_{j1})^2 + w_2(x_{i2} - x_{j2})^2 + \dots + w_p(x_{ip} - x_{jp})^2}$$

Hiyerarşik olmayan kümeleme yöntemlerinde birimlerin kendi içinde homojen ve kendi aralarında heterojen olan kümelere ayrılmasını amaçlar. Yani, birimlerin uygun oldukları kümelerdetoplanmalarını ve n birimin k kümeye parçalanmasını sağlar. k-ortalamalar tekniği çok sayına birimdenelde edilmiş sürekli p değişkenli verileri küme içi kareler toplamalarını minimize edecek biçimde k kümeye ayırır. Birimlerin az sayıda kümeye yerleştirilmesi iteratif bir işlemle yapılır. Her iterasyonda birimler farklı kümelere atanarak en uygun çözüm permutasyonel bir biçimde gerçekleştirilir. Yani $x_1, x_2, \dots, x_n$ her biri p değişkenli gözlem vektörleri, çok boyutlu X uzayında bir nokta olarak düşünüldüğünde ve aynı anda $a_1, \dots, a_k$ her grup gözlem için küme merkezi olarak seçildiğinde;

$$W_n = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \min_{1 \leq j \leq k} |X_i - a_{jn}|^2$$

formülünden yararlanarak gözlemler en yakın kümeye atanmaktadır.

Küme sayısı (k);

$$k \cong (n / 2)^{1/2}$$

Şeklinde belirtilmektedir.

Berberoğlu, 2011 yılında yaptığı çalışmada 2008 Global krizi'nin Türkiye ve Avrupa Birliği'ndeki Etkilerini **kümeleme analizi** kullanarak incelemiştir. Çalışmada yapılan kümeleme analizinde, öncelikle analize dâhil ettiği 27 AB ülkesi

ve Türkiye olmak üzere 28 ülkeyi ekonomik göstergeleri açısından benzerliklerine göre kümelendirerek gruplandırmıştır. Bunun sonrasında, Türkiye'nin ve 27 AB ülkesinin oluşturduğu bu kümelerin her birinin içinde 2008 Global Krizi'nden önce hangi ülkelerin yer aldığını ve kriz döneminde bu kümelerde ortaya çıkan değişiklikleri saptamıştır. 2008 yılına ait çalışmamızda kullandığımız 7 ekonomik değişkene göre, AB üyesi ülkeler ile Türkiye'yi de ele alarak ulaştığımız kümeleme analizi tablosu Tablo () da aşağıda verilmiştir.

Küme Sayısı	Küme Numarası	Küme Elemanları
K=2	1.Küme	Almanya,fransa,İtalya,İngiltere
	2.Küme	Belçika,Bulgaristan,Çek Cumhuriyeti,Danimarka,Estonya,İrlanda,Yunanistan,İspanya,kıbrıs,Letonya,Litvanya,Lüksemburg,macaristan,Malta,Hollanda,Avusturya,Polonya,portekiz,Romanya,Slovenya,Slovakya,Finlandiya ve Türkiye
K=3	1.Küme	İspanya,İngiltere
	2.Küme	Belçika,Bulgaristan,Çek Cumhuriyeti,Danimarka,İspanya,Estonya,İrlanda,Yunanistan,İspanya,kıbrıs,Letonya,Litvanya,Lüksemburg,macaristan,Malta,Hollanda,Avusturya,Polonya,portekiz,Romanya,Slovenya,Slovakya,Finlandiya ve Türkiye
	3.Küme	Almanya,fransa,İtalya,
K=4	1.Küme	Fransa,İtalya,ingiltere
	2.Küme	Belçika,Bulgaristan,Çek Cumhuriyeti,Danimarka,İspanya,Estonya,İrlanda,Yunanistan,İspanya,kıbrıs,Letonya,Litvanya,Lüksemburg,macaristan,Malta,Hollanda,Avusturya,Polonya,portekiz,Romanya,Slovenya,Slovakya,Finlandiya ve Türkiye
	3.Küme	İspanya
	4.Küme	Almanya

2008 yılı için kümeleme analizinde, Genel Kamu Açığı ve Fazlası (X1), Genel Kamu Sermaye Yatırımı, Genel Kamu Temel Dengesi , Genel Kamu Brüt Borcu ,GSYİH, Kamu Nihai Tüketim Harcamaları , Brüt Sermaye Oluşumları değişkenleri işleme alınmıştır. Yapılan analiz sonucunda üç küme oluşmuştur. Oluşan kümelerden

birincisi 2 elemanlı, ikincisi 23 elemanlı ve üçüncüsü 3 elemanlıdır. 1. Kümede İspanya ve İngiltere, 3. Kümede Almanya, Fransa ve İtalya, 2. Kümede ise diğer AB ülkeleri ve Türkiye yer almaktadır. 2006 ve 2007 yıllarında İspanya ile aynı kümede yer alan Hollanda 2.kümeye girmiş ve Almanya, Fransa ve İtalya ile aynı kümede yer alan İngiltere kriz yılında İspanya ile aynı kümede yer almıştır. Kümeleme analizinin sonuçlarını baktığımızda tüm Dünya’da olduğu gibi, 2008 yılı AB’de global krizin en çok hissedildiği yıl olmuştur. Ancak krizin ayak sesleri aslında 2006 yılında duyulmaya başlamıştır. Bu nedenle çalışmamızda, 2006–2008 olmak üzere üç yılın kapsanmasının ve ele aldığımız değişkenlerin anlamlılığına bağlı olarak yapılan analizler sonucu 3 kümenin oluşmasının gerekliliği kolaylıkla görülmektedir.

4.1.3.4.Sürekli Modelleme Yaklaşımı (Continuous Modelling Approach) ile Finansal Krizlerin Öngörülebilirliği ve Örnek Ampirik Çalışmalar

Vlaar tarafından geliştirilen yaklaşımdır. Diğer yaklaşımlardan en büyük farkı krizi belirlemek için oluşturulan endeksin eşik değerinin altında yada üstünde olmasına bağlı olarak, 0 veya 1 değerinin modellenmesinin yerine krizin modellenmesidir. Gölge bağımlı değilken yaklaşımında ve sinyal yaklaşımında parasal krizler, kesikli bir olay olarak tarif edilmektedir. Bu durum özellikle sıra dışı krizler için güvenilirliği tartışmalıdır. Aynı zamanda krizlerin derinliğini gözardı eder. Sürekli modelleme yaklaşımı aşağıda verilen altı eşitlikten oluşan eşitlik sistemi yardımıyla açıklanabilir;²⁰²

²⁰² Peter Vlaar, “Target Zones and Realignment Risk: An Integrated Approach”, *De Economist*, Volume 146, Number 1, 1998, pp. 91-116.

$$I_{it} = X1_{it}\beta_1 + \lambda_{it}\mathcal{G}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\varepsilon_{it} \approx (1 - \lambda_{it})N(-\lambda_{it}\mathcal{G}_{it}, h_{it}) + \lambda_{it}N((1 - \lambda_{it})\mathcal{G}_{it}, h_{it} + \delta_{it})$$

$$h_{it} = X2_{it}\beta_2$$

$$\lambda_{it} = \exp(X3_{it}\beta_3) / (1 + \exp(X3_{it}\beta_3))$$

$$\mathcal{G}_{it} = X4_{it}\beta_4$$

$$\delta_{it} = X5_{it}\beta_5$$

Yukarıdaki denklemi açıklayacak olursak;

$$I_{it} = X1_{it}\beta_1 + \lambda_{it}\mathcal{G}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Denkleminde t zamanı için i ülkesinin kriz göstergesinin oluşumunu görmekteyiz. Vlaar a göre kriz göstergesi üç farklı bölümden meydana gelmektedir. Bu bölümler normal dönemleri ifade eden kısım (lineer), kriz dönemlerini ifade eden kısım (lineer değil) ve stokastik hata terimidir.

$-\lambda_{it}\mathcal{G}_{it}$ beklentisine ve h_{it} varyansına ve normal dağılıma sahip olan

$$\varepsilon_{it} \approx (1 - \lambda_{it})N(-\lambda_{it}\mathcal{G}_{it}, h_{it}) + \lambda_{it}N((1 - \lambda_{it})\mathcal{G}_{it}, h_{it} + \delta_{it})$$

eşitliğinde koşullu hata teriminin dağılımını görebilmekteyiz.

$\mathcal{G}_{it}$ ve δ_{it} ile gösterilen ortalama ve varyans değerlerinin kriz gerçekleşme durumlarında daha yüksek değerler alması modelin yenilikçi yönüdür.

$h_{it} = X2_{it}\beta_2$ eşitliğinde normal rejimin oynaklığı gösterilmektedir. Bununla birlikte kriz rejimine girme olasılığı; $\lambda_{it} = \exp(X3_{it}\beta_3) / (1 + \exp(X3_{it}\beta_3))$ eşitliğindeki logit olasılıkla belirlenmektedir. Bu eşitlik hem ilk erken uyarı sinyali, hem de krize girme olasılığını göstermektedir. $\mathcal{G}_{it}$ kriz rejiminde beklenen değer kaybını, δ_{it} ise varyansı ifade etmektedir.

$\mathcal{G}_{it} = X_{4it} \beta_4$ ve $\delta_{it} = X_{5it} \beta_5$ eşitlikleri birlikte modelin ikinci erken uyarı göstergesini oluşturmaktadır. Kriz şiddeti, $\mathcal{G}_{it} + 2\sqrt{\delta_{it}}$ olarak varsayılmaktadır.

Söz konusu yaklaşım Vlaar tarafından oluşturulmuş ve çeşitli çalışmalarından kullanılmıştır. Kriz için öncü göstergeler olarak, ithalat/ihracat oranı, rezervlerin / geniş tanımlı para arzı, kısa dönemli borçların/yabancı rezerv miktarı, reel döviz kuru ve enflasyon oranı belirlenmiştir. Modelde kriz olasılığı, istikrarsız rejime girmek ile doğrusal orantılıdır. Model sonucunda elde edilen önemli bir sonuç şudur ki 1996 sonrasında meydana gelen krizlerin öngörülmesinde ithalat/ihracat oranı, gösterge gücünü daha önceki krizlere kıyasla kaybetmiştir. Ayrıca, kısa dönemli borçlar / toplam yabancı rezerv miktarı yüksek açıklayıcı öncü gösterge olarak açıklanmıştır. Vlaar (2000), bu durumu son dönem krizlerde likidite sıkıntısının daha önemli bir rol oynadığı sonucuna bağlayarak açıklamıştır.²⁰³

4.1.3.5. Yapay Sinir Ağları Yaklaşımı ile Finansal Krizlerin Öngörülebilirliği ve Örnek Ampirik Çalışmalar

Hisse senetlerinin performansının ölçülmesi ve seçimi, döviz kurlarının yönünün belirlenmesi, bir şirketin iflas edip etmeyeceğinin tahmin edilmesi, finansal krizlerin öngörülmesi, manipülatif işlemlerin tespit edilmesi, menkul kıymet alım-satımı ve tahminler yapılması ile gelecekteki fiyatların tahmin edilmesi gibi çalışmalarda sıkça kullanılan yapay sinir ağları, biyolojik sinir ağlarından esinlenilerek ortaya çıkarılan ve biyolojik sinir ağlarına benzer bazı performans özellikleri içeren bir bilgi işleme sistemidir.²⁰⁴ Gerçek hayattaki birçok zaman serisi gibi finansal zaman serileri de finansal zaman serileri de doğrusal değildir. Bu gibi durumlarda YSA gibi doğrusal olmayan teknikler finansal öngörü problemlerinde yüksek performans sağlamaktadırlar. YSA modellerinin temel varsayımları aşağıdaki gibidir.²⁰⁵

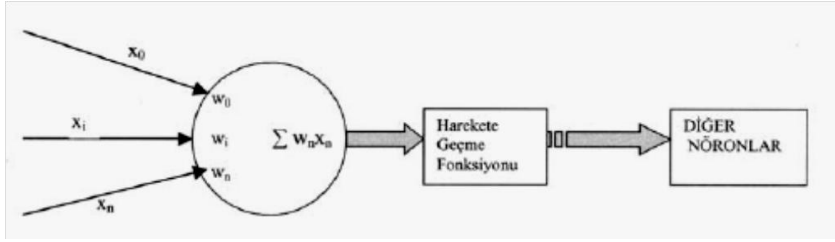
- Sisteme gelen bilgiler nöron birimlerinde işlenir

²⁰³ -----“ Crises Models for Emerging Markets”, **De Nederlandsche Bank Staff Report** No. 45, 2000.

²⁰⁴ Laurene Fausett, **Fundamentals of Neural Networks**, USA, Prentice Hall,1994, s.3.

²⁰⁵ A.e.,s.6.

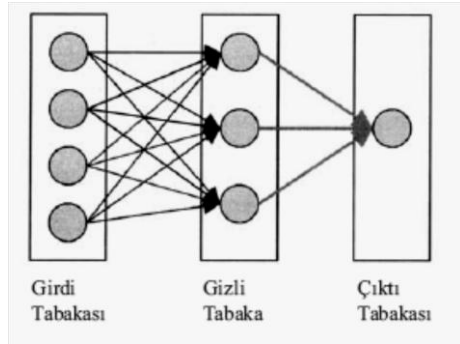
- Nöronlar arasındaki bağlantılar ile sinyaller iletilir.
- Her bağlantı belli ağırlığa sahiptir. Birçok YSA da bağlantıların ağırlıkları, iletilen sinyal ile çarpılır.
- Nöron'a gelen sinyallerin ağırlıklandırılmış toplamı, net girdiyi oluşturur. Her nöron, çıktı sinyalini belirleyebilmek için, gelen sinyallere bir aktivasyon fonksiyonu uygular. Bu fonksiyon genelde doğrusal değildir.



Şekil 21:Yapay Nöronların Yapısı

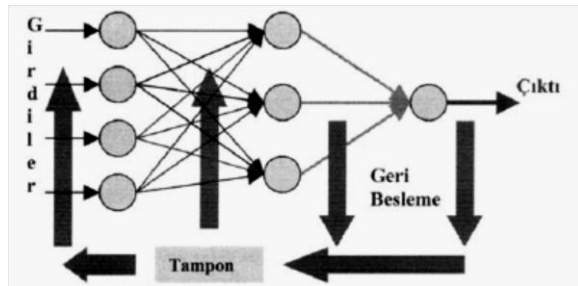
Nöronlar, genelde tabakalar halinde yerleştirilirler. Harekete geçme fonksiyonu ve sinyal alıp gönderdikleri ağırlıklandırılmış bağlantı dokuları, nöronların davranışlarını belirleyen ana faktörlerdir. Aynı tabakada bulunan nöronların davranışları birbirlerinin aynıdır. YSA lar ileri sürümlü ve geri beslemeli olmak üzere ikiye ayrılırlar.

İleri Sürümlü YSA'lar, girdi tabaksı, gizli tabaka ve çıktı tabakası olmak üzere üç bölümden meydana gelir. Tabakalardaki nöronların sayısı istenildiği kadar artırılabilir. Bunun yanında gizli tabaka sayısı, çözülmek istenen problemin çeşitine göre değiştirilebilir. Veri akışı soldan sağa olmaktadır. İleri beslemeli ağlarda nöronlar girişten çıkışa doğru düzenli katmanlar şeklindedir. Bir katmandan sadece kendinden sonraki katmanlara bağ bulunmaktadır. Yapay sinir ağına gelen bilgiler giriş katmanına daha sonra sırasıyla ara katmanlardan ve çıkış katmanından işlenerek geçer ve daha sonra dış dünyaya çıkar.



Şekil 22:İleri sürümlü YSA

Geri bildirimli YSA’lar ise Geri beslemeli yapay sinir ağlarında ileri beslemeli olanların aksine bir nöronun çıktısı sadece kendinden sonra gelen nöron katmanına girdi olarak verilmez. Kendinden önceki katmanda veya kendi katmanında bulunan herhangi bir nörona girdi olarak bağlanabilir. Bu yapısı ile geri beslemeli yapay sinir ağları doğrusal olmayan dinamik bir davranış göstermektedir. Geri besleme özelliğini kazandıran bağlantıların bağlanış şekline göre geri aynı yapay sinir ağıyla farklı davranışta ve yapıda geri beslemeli yapay sinir ağları elde edilebilir.



Şekil 23: Geri bildirimli YSA

Kimi ve diğerleri, erken uyarı sinyali olarak YSA ların kullanılması amacıyla 2004 yılında çalışma yapmışlardır. Söz konusu çalışmada erken uyarı sisteminin eğitilmesi sürecinde daha iyi sınıflandırma yapabilmek için YSA ile veri madenciliği yöntemlerinden olan lojistik ayırma, karar ağaçları, destek vektör makinesi (support vector machines) ve bulanık sinir ağı modelini (neuro-fuzzy model) kullanmışlardır. YSA ile karar ağaçları yönteminin analiz döneminin istikrarlı, istikrarsız ve kriz

dönemi olarak sınıflandırılmasında çok uygun modeller olduğu sonucuna ulaşmışlardır.²⁰⁶

Akel ve Bayramoğlu, Şubat 2001 tarihinde Türkiye’de yaşanan finansal kriz ortamında, bazı temel makroekonomik göstergeleri kullanarak İMKB Ulusal 100 Endeksinin öngörüsünü gerçekleştirmek üzere çok katmanlı bir yapay sinir ağı modeli geliştirmiştir. Çalışmada, YSA modelinin gizli katmandaki işlem elemanlarına gelen net girdiler ve çıktılar için yapmış olduğu hesaplamalar aşağıdaki denklem ile göstermişlerdir.

$$net_j^h = \sum_{i=1}^{N+1} w_{ij} x_i$$

Her aşamaya ilişkin sonuçların değerlendirilmesinde, Ortalama Mutlak Yüzde Hata (OMYH) performans ölçütü kullanılmıştır. Bu ölçütün hesaplanmasına ilişkin denklem aşağıdaki gibidir:

$$OMYH = \frac{100}{p} \times \sum_{p=1}^p \left| \frac{d_p - z_p}{d_p} \right|$$

Çalışmada analiz dönemi olarak 04.01.1999-28.02.2001 tarihleri arasındaki yaklaşık 2 yıllık bir zaman periyodu seçilmiştir. Çalışmada, girdi (bağımsız) değişkenleri olarak ABD Doları, Merkez Bankası Döviz Rezervleri, İMKB İşlem Hacmi, Merkez Bankası 1 Aylık Mevduat Faiz Oranı ve Altın Borsası Kapanış Fiyatları kullanılmıştır. Modelinin Şubat 2001 krizinden önceki ve sonraki dönemi başarılı bir şekilde öngörebilme kabiliyetine sahip olduğu tespit edilmiştir. Ancak, kriz dönemlerinde görülen volatilitenin çok yüksek olmasından dolayı modelin, bu volatilitayı kriz öncesi döneme kıyasla daha düşük bir başarıyla öngörmesi çalışmanın bir diğer sonucudur. Endeksin bir sonraki gün yönünü %73.68’lik bir doğrulukla öngörebildiği sonucuna ulaşılmıştır.²⁰⁷

²⁰⁶ Tae Yoon Kim and Kyong Joo Oh, “Usefulness of Artificial Neural Networks for Early Warning System of Economic Crisis”, **Expert Systems with Applications**, Vol.26, Issue 4,2004,pp.585–592.

²⁰⁷ Veli Akel ve Mehmet Fatih Bayramoğlu, “Kriz Dönemlerinde Yapay Sinir Ağları ile Finansal Öngöründe Bulunma: İmkb 100 Endeksi Örneği”, **Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte OlanPiyasalar Uluslar Arası Sempozyumu**, Balıkesir Üniversitesi Bandırma İ.İ.B.F. & University of Finance and Management of Bialystok, Nisan 2008

Ravi ve Pramodh'un 2008 yılında yaptıkları çalışmalarında İspanya ve Türkiye verileri üzerinde temel bileşenli **yapay sinir ağları modeli** ile banka finansal başarısızlıklarının öngörüsünü gerçekleştirmişlerdir. İspanya veri seti için 66, Türkiye veri seti için ise 40 banka çalışmaya alınmıştır. Çalışmada İspanya veri seti için 9, Türkiye veri seti için ise 12 finansal oran kullanılmıştır. Çalışma sonucunda kurulan modellerden en yüksek başarı oranı İspanya veri seti için %96.6, Türkiye

4.1.3.6. Markov Geçiş Modellemesi İle Finansal Krizlerin Öngörülmesi ve Örnek Ampirik Çalışmalar

Markov modelleri, ekonomik değişkenlerin farklı konjonktür içindeki davranışlarıyla ilgilenen modellemeler olup, etkin tahmin edicilerin elde edilmesine olanak sağlar. Doğrusal olmayan zaman serisi tekniklerine bağlı rejim değişim modellerinin bir zaman serisi üzerindeki asimetric etkilerin, zaman serisini olasılıklı bir yapısı ekli ile oluşturma temeline dayanmaktadır.²⁰⁸ Bu modellemede, ekonomik süreçte ortaya çıkan değişimlerin çok değişkenli analizine imkan sağlar. Şu formül ile sürecin ardışık bağımlılık durumu gösterilmektedir.

$$Y_t = v(s_t) + A_1(s_t)y_{t-1} + \dots + A_p(s_t)y_{t-p} + \varepsilon_t$$

Formülde;

$y_t = (y_{1t}, \dots, y_{nt})$ n boyutundaki zaman serisinde oluşan vektörü ifade etmektedir. Sabitlere ait vektörü $A_1, \dots, A_p$ ise v , sabitlere ait vektörü ifade eder.

ε_t beyaz gürültü sürecini belirtmektedir. Hamilton'a göre;

$$y_t - \infty_{s_t} = \phi_1(y_{t-1} - \infty_{s_{t-1}}) + \phi_2(y_{t-2} - \infty_{s_{t-2}}) + \phi_3(y_{t-3} - \infty_{s_{t-3}}) + \phi_4(y_{t-4} - \infty_{s_{t-4}}) + \varepsilon_t$$

$$v \text{ e } \varepsilon_t \sim N(0, \Sigma) \quad s_t = 1, 2$$

Eşitlik dördüncü düzeydir ve iki rejimi ifade eden birer ortalaması bulunmaktadır. μ iki farklı rejim arasındaki değişimi ifade etmektedir. Rejim değişimi, y_t değişkeninin davranışı tarafından belirlenmektedir.

²⁰⁸James D. Hamilton, **Time Series Analysis**, Princeton Universities Press, New Jersey, 1994, pp 677-697.

Aydın ve Kara finansal krizlerin öngörüsü üzerine yaptıkları çalışmada döviz kurunun ve reel faizin ekonomik konjonktürün bir göstergesi mi yoksa ekonomik konjonktürün belirleyicisi mi olduğunu **Markov Geçiş Modellemesi** ile test etmişlerdir. Modelde yer alan GDP'nin gecikmeli değeri modeli belirlenen etkili değişken ve aynı zamanda en önemli öncü gösterge olduğu sonucuna varmışlardır. Toplam harcamaların büyüklüğü, büyümenin en belirleyici faktörü olarak talebin etkisini yansıtmaktadır.²⁰⁹

Özdemir, yayınlanmamış doktora tezinde, alternatif bir erken uyarı sistemi kurulması amacıyla rejim değişimi modeli olarak bilinen Markov geçiş yaklaşımının kullanmıştır. Çalışma, 1990:1–2006:12 dönemini kapsamaktadır. Ayrıca 1990'ların başında planlı ekonomiden serbest ekonomiye geçiş sürecini başlatan Bulgaristan, Rusya ve Ukrayna ekonomilerini içeren kısımlarda, düzenli veriye ulaşılamaması sebebiyle, çalışmanın bu üç ülke ile ilgili olan kısımları sırasıyla 1992:1–2006:12, 1994:1–2006:12 ve 1993:1–2006:12 dönemlerini kapsamaktadır. Çalışma sonucunda Modelin tahmin edilmesi ile elde edilen sonuçlar; Latin Amerika Ülkeleri, Güneydoğu Asya Ülkeleri ve Doğu ve Güney Avrupa Ülkeleri olmak üzere üç başlık altında toplanmıştır. Model 1994 Meksika krizini, 1999 Brezilya krizini, 1994 Meksika krizine bağlı olarak Arjantin ekonomisinin 1995 yılı boyunca içine girdiği derin resesyon dönemini ve Arjantin 2002 krizini, 1997 Tayland krizini, Malezya'da Eylül 1997'de başladığı kabul edilen krizi, 1997 Güney Kore krizini, 1996 yılının Mayıs ayında başlayan ve 1997 yılının şubat ayına kadar devam eden Bulgaristan finansal krizini, Rusya'da Ağustos 1998'de yaşanan finansal krizi, Eylül 1998'de yaşanan Ukrayna krizini, 1994 ve 2001 Türkiye krizini öngörmede başarılı olmuştur. Buna karşın, model 2000 yılının Kasım ayında Türkiye'de yaşanmış olan finansal krizi öngörmede başarısız olmuştur.²¹⁰

²⁰⁹ Üzeyir Aydın ve Oğuz Kara, "Krizlerin Türkiye Ekonomisine Etkisi: Geleceğin Öngörüsüne Yönelik Bir Deneme, **2. Ulusal İktisat Kongresi**, Şubat 2008.

²¹⁰ Bilge Kağan Özdemir, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Erken Uyarı Sistemleri: Markov Geçiş Modellemesi", **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Eskişehir, 2007.

4.2.Finansal Krizlerin Öngörülmesi için Yapılan Diğer Ampirik Çalışmalarla İlgili Literatür

Finansal akımların serbestleşmesiyle birlikte para (döviz) ve banka krizlerinin birbirini tetiklemesiyle ekonomide beliren ikiz kriz (twin crisis) olarak bilinen modelleri ele alarak erken uyarı sistemi oluşturmuşlardır. Nag ve Mitra (1999), 1980–1998 dönemi için Endonezya, Malezya ve Tayland’ı kapsayan çalışmalarında, döviz krizlerine yönelik bir erken uyarı sistemi kurabilmek amacıyla yapay sinir ağları yaklaşımını kullanmışlar ve elde ettikleri sonuçları “sinyal” yaklaşımı ile elde ettikleri sonuçlar ile karşılaştırmışlardır.

1996 yılında Kaminsky ve Reinhart 15 gelişmekte ve 5 gelişmiş ülkede görülen 76 para krizinin ortaya çıkmasında etkili olabilecek 9 makro ekonomik ve finansal göstergenin hareketlerini 1970-1995 dönemleri için incelemiştir.²¹¹

Para Krizlerinden önceki aylarda reel döviz kurunda değerlenme meydana geldiği, M2/ uluslar arası rezervlerin artış gösterdiği, M1 artışının büyüdüğü, dış ticaret ve ihracat hadlerinin güçsüzleştiği, uluslar arası rezervlerin ve ithalatın gerilediği üretimin düştüğü sonucuna ulaşılmıştır. Aynı çalışmada bankacılık krizlerini de inceleyen Kaminsky ve Reinhart, bankacılık krizlerini şu şekilde açıklarlar.²¹²

- Kriz, bankalara kamunun el koyması (Arjantin 2001 krizi örneğinde olduğu gibi) veya banka birleşmeleri sonucunda ortaya çıkmaktadır.
- Krizin birleşme veya el konmanın olmadığı, bununla birlikte ülke için önem arz eden en az bir finans kuruluşuna büyük miktarda devlet yardımının yapılması durumunda kriz olasılığı yüksektir.

²¹¹ Graciela Laura Kaminsky and Carmen Reinhart “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of Payments Problems, Board of Governors of the Federal Reserve System” **International Finance Discussion Papers** No 544, March1996.

²¹² M.Necat Coşkun,“Gelişmekte Olan Ekonomilerde Bankacılık Krizleri”, **Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi**,3 (2),s.39-50.

Bu çalışmada dikkat çeken nokta, bankacılık krizleri öncesinde finansal liberalizasyon aşamasından geçildiği noktasındadır. Banka kredilerinde meydana gelen sağlıksız ve aşırı büyüme bankacılık krizlerine neden olmaktadır. Reel döviz kurunun ani şekilde ve kısa sürede değerlendirilmesinin kriz göstergesi olduğu, söz konusu çalışmanın diğer bir çıkarımıdır.

Ceviş, 2005 yılında yaptığı çalışmada dengeli olmayan **panel veri analizi** ile 1990-2002 yılları arasındaki 22 gelişmekte olan ülke için para krizi tahmininde bulunmuştur. Bağımlı değişken olarak reel faiz oranı, reel döviz kuru ve uluslararası rezervlerdeki yüzde değişimin standart sapmalarını kullanarak kriz indeksi oluşturmuştur. Çalışma sonucunda M2 para arzı ve büyüme oranındaki düşüş, özel sektöre açılan banka kredilerinin GSYİH'ya oranı, banka dış yükümlülüklerinin döviz rezervlerine oranındaki artış, cari işlemler dengesinin döviz rezervlerine oranındaki artış, ihracat ithalat büyüme oranındaki azalma krize uyarı niteliği taşımaktadır.²¹³

Nag ve Mitra 1999 yılında yaptıkları çalışmada Endonezya, Malezya ve Tayland için 1980 – 1998 yılları arasında aylık veriler kullanılarak yapılan çalışmada, kriz tanımlaması olarak döviz kuru ve rezervlerde meydana gelen değişikliğin ağırlıklı ortalamasını eşik değerinin 2 olduğu hesaplanmıştır. Ülkelerin standart sapmaları ortalamanın üzerindedir. Asya krizi patlamadan önce değerlerin yaklaşık olarak % 80'i kriz sinyali vermektedir.²¹⁴

Frankel ve Rose, 1996 yılında yapmış oldukları çalışmada 105 gelişmekte olan ülkelerin verilerinden yararlanarak krizleri tanımlamaya çalışmışlardır. Söz konusu çalışmada aşırı değerlendirilen döviz kuru ve iç kredilerdeki aşırı genişleme olası krizler için öncü göstergelerdir. Frankel ve Rose 1971-1992 yılları arasını inceledikleri çalışmalarında Doğrudan yabancı sermaye girişi/toplam borç oranının azaldığı dönemlerde artış olasılığı gösterdiği, buna karşılık cari işlemler ve kamu dengesi göstergelerinin para krizleri ile anlamlı ilişki içinde olmadığını ifade etmişlerdir.

²¹³ İsmail Çeviş, “Para Krizlerine Ampirik Bir Yaklaşım”, Ankara, **Sermaye Piyasası Kurulu**, 2005.

²¹⁴ Ashok Nag and Mitra Amit, “Neural Networks and Early Warning Indicators of Currency Crisis”, **Reserve Bank Of India Occasional Papers** 20 (2), Monsoon, 1999.

Modelde şu sonuçlar kriz olasılığını arttırmaktadır. FR modeli uygulanarak uyarı sinyalleri yakalanmaya çalışılan krizlerden sadece 5 tanesi olumlu sonuç vermiştir.²¹⁵ 1997 yılında yaşanan Asya Krizi de söz konusu çalışmada belirlenen sinyalleri vermemiştir.

Corsetti, Pesenti ve Roubini 1998 yılında yaptıkları çalışmalarda Asya krizinden önemli şekilde etkilenen 24 gelişmekte olan ülkeyi ele almaktadır. Modelde öncelikle ülke parasına yönelik spekülasyon atak olasılığını gösteren spekülasyon baskı indeksi oluşturulmuştur. İkinci adımda ise bu indekse bağlı olarak cari işlemler dengesizliği indeksi, reel döviz kuru indeksi, uluslar arası rezervlerin yeterliliği ve makro ekonomik göstergelerin performans indeksi oluşturulmuştur. Analiz sonuçları, uluslar arası rezervlerin yetersizliği, dış dengesizlik ve finansal kırılganlık para krizine neden olan temel unsurlar olduğunu ortaya koymaktadır.²¹⁶

Goldfajn ve Valdés 1997 yılında ve Chang ve Velasco 1998 yılında yaptıkları çalışmada , bir ülkeyi spekülasyon saldırılara karşı daha hassas yapan bankacılık sistemi kırılganlığı üzerinde durmuşlardır. Yabancı yatırımcıların kredi sağlamadığı veya mevcut borçların süresini uzatmadığı kendi kendini besleyen beklentilere dayalı banka hücumlarının, ödeme gücü olan fakat likit olmayan yurtiçi bankacılık sisteminin çöküşüne neden olabileceğini belirtmişlerdir.²¹⁷ Bu tip spekülasyon finansal krizlerin, bankaları likidite sıkışıklığıyla yüz yüze getirip, potansiyel olarak kârlı fakat likit olmayan uzun vadeli varlıklarını satmaya zorlayarak, büyük maliyetler yaratabileceğini vurgulamışlardır.²¹⁸ Bunun yanında Goldfajn ve Valdes dış faiz oranlarındaki ve sermaye akımlarında meydana gelen değişmelerin yarattığı etkilerin, bankaların aracılık misyonundan dolayı genişleyebileceğini savunmaktadır. Sermaye girişlerine aracılık görevi üstlenen bankaların yabancı yatırımcılara cazip teklifler sunarak ve daha likit aktifler teklif ederek bunların gözünde ülkelerini daha çekici

²¹⁵ Jeffrey A. Frankel and Andrew K. Rose (1996). "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment", **Journal of International Economics**, 41(2-3), 351-366.

²¹⁶ Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti, Nouriel Roubini, "Fundamental Determinants of the Asian Crisis: A Preliminary Empirical Assessment" .,1998, (çevrimiçi) <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/papers/jimf06.pdf> , Erişim Tarihi 05 Nisan 2009.

²¹⁷ Roberto Chang and Andres Velasco , "Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model", **NBER**, WP6606,1998.

²¹⁸ Ilan Goldfajn ve Rodrigo O. Valdes, "Are Currency Crises Predictable?", **IMF**, WP/97/159,1997.

hale getirmektedirler. Bu sayede elde ettikleri fonları likit olmayan yatırımlara yönlendirmektedirler. Yani bankalar, kısa vadeli dış yükümlülüklerini uzun vadeli aktiflere ikame dönüştürmektedirler. Böylece ülkeye giren sermayenin artmasının yanında bankalara hücum olasılıkları da artmaktadır. Ters bir şok durumunda yatırımcılar bankalardan kısa vadeli alacaklarını talep etmeleri durumunda, bu taleplerin yaratacağı talebi karşılama çabası, döviz talebini arttıracaktır. Bu durumda yerli parayı devalüasyona zorlayacaktır. Bu durum banka hücumlarını arttırabilecektir. Söz konusu Goldfajn ve Valdés para ve bankacılık krizleri üzerinde karşılıklı etkileşim olabileceği sonucuna varmaktadır.

Kruger, M., Osakwe P.N. ve P. Jennifer 1977-1993 yılları arasında 19 gelişmekte olan ülkenin yıllık 10 değişik verilerini kullandıkları araştırmalarında, kredi artışının, kur uyumsuzluğunun ve düşük sermaye yeterliliğinin spekülasyon saldırı olasılığını yükseltebileceğini, aynı zamanda Asya ülkelerinde para krizlerinin bölgesel yayılma etkisinin anlamlı ve güçlü olduğunu ifade etmişlerdir.²¹⁹

Sachs, Tornell ve Velasco tarafından 1996 yılında yapılan çalışmada, Meksika krizinin en şiddetli etkilediği ülkeleri tespit etmek amacıyla dönük olarak düşük döviz rezervlerinin ve zayıf ekonomik temellerin yayılma etkilerinin açıklanmasında özellikle önemli olduğu sonucuna ulaşıldı . Kullanılan yaklaşım krizlerin zamanına ışık tutma amacı taşımamakta bunun yerine, global ortamdaki bir değişme durumunda hangi ülkelerin ciddi saldırılara maruz kalabileceği sorusuna cevap aramaktadır.

Sach ve arkadaşlarına göre 1995'te yaşanan krizlerin önemli bir özelliği saldırıların sadece o anda kırılabilir yapıları olan ülkeleri şiddetli bir şekilde vurmasıydı. Rasyonel bir panikte yatırımcılar, bir sermaye çıkışı karşısında büyük bir devalüasyona maruz kalabilme olasılığı olan bir ülkeyi tanımlar ve o ülkeden kaçmak suretiyle kendi kaygılarını geçerli hale getirirler. Dolayısıyla aşırı değerlenmiş döviz kurları ve zayıf bankacılık sistemlerine sahip olan ülkeler eğer parasal

²¹⁹ Mark Kruger, Patrick N. Osakwe and Jennifer Page, "Fundamentals, Contagion and Currency Crises: An Empirical Analysis", **Bank of Canada Working Paper**, No. 98-10, July 1998.

yükümlülüklerine nazaran düşük rezervlere sahiplerse ve temel makroekonomik göstergeleri bozursa daha şiddetli saldırılara maruz kalırlar.²²⁰

Berg ve Pattillo, 1997 öncesinde önerilen üç farklı para krizi tahmin modellerini değerlendirmişler ve bu modellerin Asya krizinin tahmininde ne ölçüde güçlü olabileceklerini irdemişlerdir. Buna göre, **FR ve KLR** modellerinde yüksek cari işlem açığını önemli bir risk faktörü olarak değerlendirmişler, üç modelin değerlendirilmesi sonucunda ise yurtiçi kredilerin yüksek olduğu, reel döviz kurunun trend değerine göre değerli ve M2/rezervler oranının arttığı durumlarda para krizlerinin görülme olasılığının artış gösterebileceğini açıklamışlardır.²²¹

Eichengreen, Rose ve Wyplosz, 1967-1992 sürecini kapsayan, genellikle OECD ülkelerinden oluşan, döviz kurlarını askıya almış gelişmiş ülkeleri ele alan bir çalışma yapmışlardır. Krizi, döviz kurlarında, faiz oranlarında ve uluslar arası rezervlerde büyük bir hareketlilik olarak tanımlanmıştır.

Lopez-Mejia 1999 yılında yaptığı çalışmada ise 1990'lı yıllarda özellikle gelişmekte olan ülkelerde aşırı sermaye hareketlerinin bankacılık sistemini olumsuz etkileyerek banka kredileri ile yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğuna ve kredi kalitesinin düşmesine neden olduğunu ileri sürmektedir. Sermaye hareketlerine bağlı olarak artan banka kredileri, finansal varlık fiyatlarının yükselmesine bankacılık sisteminin kırılganlığının artmasına neden olmuş ve finansal kriz ortaya çıkmıştır.²²²

Günel, Kasım 2000 krizini H. Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi paralelinde açıkladığı çalışmasında, Kasım 2000 krizini sözkonusu hipotezde iddia edilen para arzının içselliği yaklaşımı ve finansal istikrarsızlık açısından test etmiştir. Çalışma sonucunda merkez Bankası'nın bankaların rezerv ihtiyaçlarını

²²⁰ Jeffrey Sachs, Aaron Tornelland Andres Velasco, "The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?", **Working Papers** 96-20, C.V. Starr Center for Applied Economics, New York University, 1996.

²²¹ Altıntaş ve Öz, A.g.m,s.2.

²²² Alejandro Lopez Mejia, "Large Capital Flows: Causes, Consequences, and Policy Responses", **Finance and Development**, vol 36 (3), September 1999.

karşılamaması durumunda krizin ortaya çıkacağı iddiası, sözkonusu çalışmada kasım 2000 krizi için doğrulanmıştır. Yani Türkiye’de para arzının içsel olduğu sonucunda varılmıştır.²²³

Alves, Ferrari ve Paula 1999-2000 yıllarında Brezilya için yaptıkları bir çalışmada ise 1998-1999 para krizinin sermaye hareketlerinin tamamen serbest olduğu koşullarda hükümetin döviz kurunu savunabilirliği ve dış yükümlülüklerin sürdürülebilirliği üzerindeki güven eksikliğinden kaynaklandığı ileri sürülmektedirler.²²⁴

²²³ Mehmet Günal, GÜNAL, “Kasım 2000 Krizine Teorik Yaklaşım: Para Arzının İçselliği Ve Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi”, **İşletme Ve Finans Dergisi**, Sayı: 180, Mart 2001, 31-51.

²²⁴ Antonio Jose Alves, Jr, Fernando Ferrari Filho ve Luiz Fernando R. De Paula . (1999-2000), “The Post Keynesian Critique of Conventional Currency Crisis Models and Davidson’s Proposal to Reform the International Monetary System”, **Journal of Post Keynesian Economics**, 22, 2: 207-225.

5.BÖLÜM

2008 KÜRESEL KRİZİNİN NEDENLERİ, GELİŞİMİ VE TÜRKİYE İLE ABD AÇISINDAN SONUÇLARI

Çalışmamızın giriş bölümünde de bahsettiğimiz gibi küresel krizi, nedenlerini ve ileride olası krizler için oluşturulacak erken uyarı sistemlerini belirleyebilmek için, 2008 krizini en ince detayına kadar anlayabilmemiz gerekmektedir. Bunun yolu da hem dünyanın en gelişmiş ekonomisine sahip olan, hem de krizin başlangıç noktası olan ABD'yi ve gelişmekte olan ülkelere örnek bir ülkeyi analiz etmekten geçmektedir. Türkiye, gelişmekte olan ülkeler için iyi bir örneği teşkil etmektedir. Bu nedenle çalışmamız ABD- Türkiye örneği olarak belirlenmiştir. Bu bölümde krizin sırasıyla ABD de başlaması ve ülkemize ve dünya ülkelerine sirayeti incelenecektir.

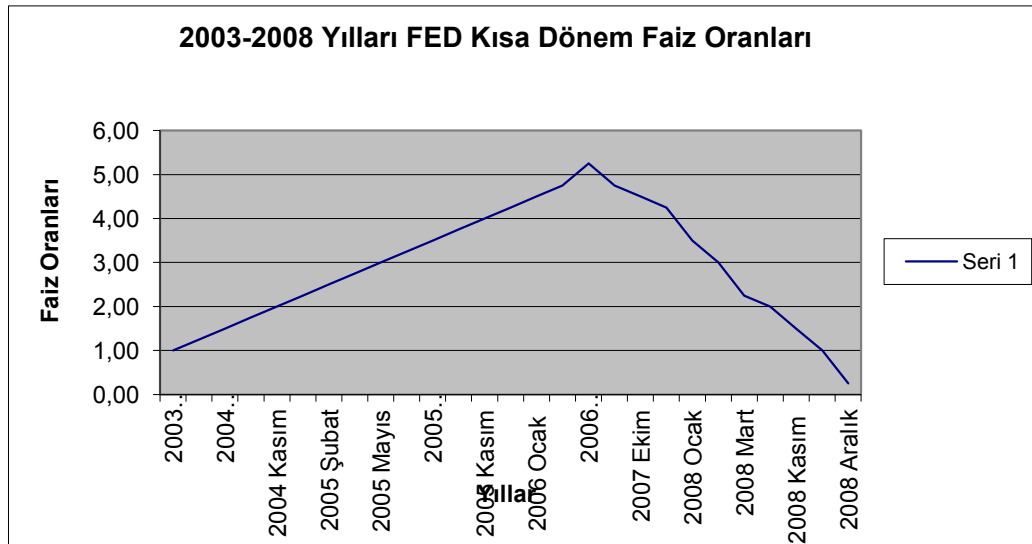
Çok değil, 2006 yılına baktığımızda, başta dünyanın ekonomik gücü ABD olmak üzere dünyada işler tıkrında gitmekteydi. İşsizlik ABD'de 2006 yılı tamamında % 4,7 gibi düşük seviyelerde seyretmekteydi. Ücretler yükselme trendindeydi. Aynı dönemde gayrimenkul patlamasından elde edilen gelirin bir bölümü borsaya akmaktaydı. Ekim 2007 de Dow Jones tüm zamanların en yüksek seviyelerine ulaştı. Bu toz pembe görünüm birkaç ekonomist hariç, tüm ekonomistleri olumlu etkilemişti. Verilen beyanatların tümü, ekonominin iyiye gittiği yönündeydi. Konut fiyatlarının artışının GSYİH'ını artışının çok üzerinde olması başta devlet otoritesi tarafından ciddiye alınmıyordu. Aradan sadece 1 yıl geçtikten sonra her şey bir anda tersine döndü. ABD'deki işsizlik 2009 yılının haziran ayında %9,6 lara ulaştı. Bunun anlamı 14,7 milyon kişinin işsiz olmasıydı. Amerika'da o dönemde % 37 lere kadar düştü. 1970 yılındaki durgunlukta bu oran % 50 ler seviyesindeydi. Bununla birlikte insanların işsizlik yardımıyla yararlanabilecekleri azami süre 65 haftadan 26 haftaya indirildi.²²⁵

1929 krizinden sonra dünya tarihinde yaşanan en büyük kriz olan 2008 krizi öncesinde tıpkı 1929 krizinde olan bir ortam hâkimdi. Liberal politikalar tüm dünyada kabul görmüştü. ABD halkı tarihinde görülmemiş şekilde harcamaya başlamıştı. Bu durumu FED faiz oranlarını düşük tutarak ve G.W Bush vergi

²²⁵ Fred Magdoff ve Michael D. Yates, **Ekonomik Krizin ABC'si, Emegiyle Geçinenlerin Bilmesi Gerekenler**, Ankara, Epos Yayınları, Çev. Ahmet Kırmızıgül, s. 19.

oranlarını düşürerek destekliyorlardı. Tasarruf oranları neredeyse sıfıra yaklaşmıştı. 2008 yılı ikinci yarısında meydana gelen ve etkisi tüm dünyaya yayılan finansal krizin kaynağı, Amerika Birleşik devletlerinde 2007 yılında başlayan ve çözüm üretilemeyen sorunlardı. Bu sorunların başında 2002 yılı sonlarında FED'in kısa vadeli faiz oranını % 1 seviyesine çekmesi ve düşük faiz cazibesine kapılarak ipotekli konut kredisi kullanan düşük gelirli ABD vatandaşları bulunmaktaydı. (Bkz. Grafik 31).

ABD'de konut kredileri, 2003 yılında toplam ipotek kredilerinin % 1'i civarındayken bı oran 2006 yılında % 15 ler seviyesine yükselmiştir. Bu gelişmede devlet teşvikleri, Faizlerin değişebileceğini öngöremeyen bir çok ABD vatandaşı, FED'in faiz artırım kararıyla 2004 yılı sonunda kredi borçlarını ödeyemez hale gelmiştir.



Grafik 31: Kısa Dönem FED Faiz oranları (2003-2008)

Kaynak: FED

Grafik (31) den izlenebilen faizlerin 2006 yılında tavan yapması, aynı yılın 2. Çeyreğinde konut piyasasındaki Bozulmaları da beraberinde getirmiştir. 2006 yılının sonunda Ownit Mortgage Solutions'ın iflası subprime mortgage alanındaki dalgalanmaları da beraberinde getirdi. Bir yıl sonra New Ceuntry Financia'ın da iflas etmesi adete gelmekte olan krizin ayak sesleri gibiydi. Düşük faiz rejimi altında eşik altı tutsat piyasasının özendirilmesi ABD'deki ev fiyatlarında büyük çaplı artışlar meydana getirdi. 2004 yılından itibaren FED'in enflasyonla mücadele programı kapsamında faizleri arttırma politikasını hayata geçirmesi işleri tersine döndürmüştür.

Faizlerin hızlı bir şekilde artması daha düşük gelir gruplarına sağlanan ve riskli olan sub-prime mortgage kredilerinin geri dönüşlerinde zorluklar oluşmasına yol açmıştır. Kredi geri dönüşlerinde yaşanan sorunlar ve faizlerdeki artışlar sonucunda konut fiyatlarında düşüşler ortaya çıkmaya başladı. Konut fiyatlarının düşmeye başlaması da nihayetinde konut piyasasındaki sıkıntıları ortaya çıkarmıştır.²²⁶ Bu duruma bağlı olarak konut kredisi veren bankalar aynı sıkıntılarla karşı karşıya gelmişlerdir. Mortgage kredisi veren bankalara paralel olarak, bu bankaları fonlayan yatırım bankaları da mevcut durumdan olumsuz etkilenmişlerdir. Bu şekilde adım adım oluşum gösteren ve sirayet etkisi ile tüm dünyayı etkisi altına alan 2008 krizini tüm ayrıntıları ile inceleyelim.

5.1.Küresel Krizin Nedenleri:

2008 yılında ABD’de başlayan ve tüm dünyaya sirayet eden küresel krizin ana nedenlerini şu şekilde sıralayabiliriz.

5.1.1.Yüksek Likidite

Küresel krizin en önemli nedenlerinden biri özellikle düşük faiz nedeni ile bollaşan likiditedir. Kelime anlamı itibari ile likidite döviz, menkul kıymet, gayrimenkul gibi herhangi bir aktifin kısa sürede ve sorunsuz bir şekilde (değer kaybına uğramadan) nakde çevrilebilen, kullanılmaya hazır satın alım gücünü ifade eder.

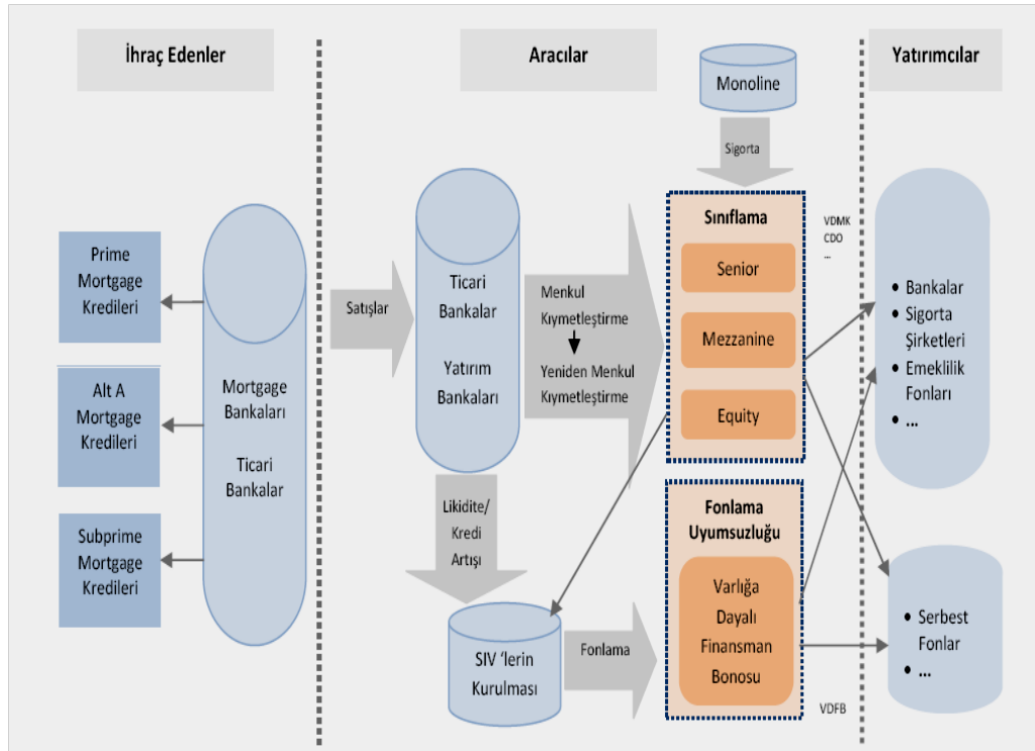
.....İki türlü likidite vardır. Birincisi “fonlama likiditesi” denilen ve merkez bankalarının “bastığı” para ile yaratılan likiditedir. Bu likiditeyi alan finans kuruluşları ekonominin gereksinim duyduğu kredi miktarını oluşturur. İkincisi ise “piyasa likiditesi” şeklinde tanımlanan ve piyasa oyuncularının birbirine duyduğu güven sonucu yaratılan likiditeyi içerir. Örneğin, tanıdığınız bir kişiye vadeli mal satma işlemi. Karşılığında çek ya da başka bir teminat alabilirsiniz ya da satın alanın paranızı vadesinde ödeyeceğine güveniniz tamdır. Buna piyasa likiditesi denir. Ancak bu tür likiditenin miktarını bulmak zordur.Kriz öncesine döndüğümüzde, dünya ekonomilerinde “normal” düzeyde bulunan “fonlama” likiditesine ek olarak mevcut piyasa likiditesinin miktarının oldukça fazla olduğunu görüyoruz.²²⁷

²²⁶ Ali Ünal ve Hüseyin Kaya (2009) “Küresel Kriz ve Türkiye” **Ekonomi ve Politika Araştırmaları Merkezi**”, İstanbul,2009,s.5.

²²⁷ Gazi Erçel, Likiditeyi Azaltma Zamanı, “**Habertürk Gazetesi**”,18 Aralık 2009.

5.1.2. Menkul Kıymetleştirme ve Borcun Sirayeti

Varlığa dayalı menkul kıymetler (VDMK) veya menkul kıymetleştirme (securitization) borçlanma aracı olarak banka kredilerinin yerini alan ciro edilebilir enstrümanların gelişmiş halidir. Menkul kıymetleştirme, likit olmayan aktiflerin ihraç edilebilecek ve sermaye piyasalarında alım satım yapılabilecek menkul kıymete dönüştürülmesidir. Bu kapsamdaki aktifler arasında ikametgâh amaçlı ipotekler, otomobil kredileri, kredi kartı alacakları ve kira ödemeleri yer almaktadır.²²⁸ Küresel krizin mortgage krizi olarak patlak vermesinde menkul kıymetleştirme çok büyük rol oynamaktadır.



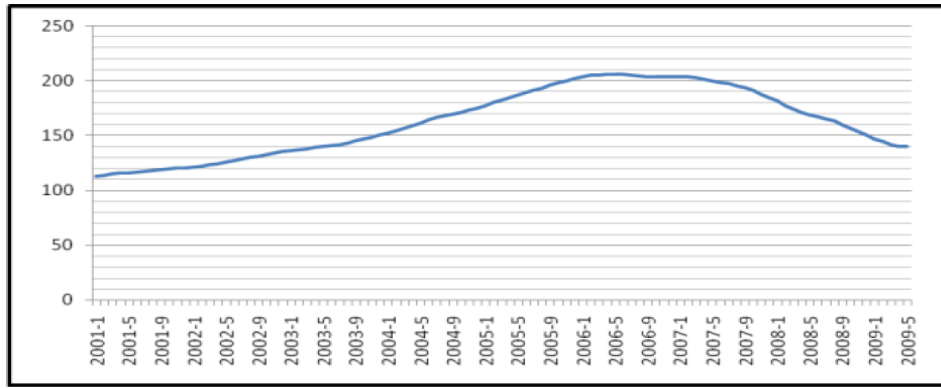
Şekil 24: Menkul Kıymetleştirme Süreci

Kaynak: BDDK Çalışma Tebliği, Sayı 3, Ağustos 2008

ABD'nin konut piyasası 2008 yılı itibariyle 10 trilyon dolara yaklaşmış ve dünyanın en büyük mortgage piyasası haline gelmişti. Konut fiyatlarındaki aşırı

²²⁸ Pelin Ataman Erdönmez (2009), "Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi", **Bankacılar Dergisi**, Sayı 68, s85.

şişme sonucu oluşan balonlar, geri dönmeyen banka kredileri neticesinde krizi tetiklemiştir. Teorik anlamda gayrimenkul ya da varlık piyasalarında (hisse senedi, döviz ve tahvil gibi) meydana gelen aşırı fiyat hareketleri her durumda krize neden olmaz. Bununla birlikte yapılan bilimsel çalışmalar hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke piyasalarında oluşan aşırı fiyat hareketleri (önce aşırı artış ve ardından hızlı düşüşler) ile finansal krizler arasında önemli ilişkilerin olduğuna dair kanıtlar içermektedir.²²⁹ Bütün balonlar güçlü bir büyüme ile yatırım fırsatlarını kolaylaştırarak başlamaktadır.²³⁰ 2008 Küresel krizinde de bu durumdan söz etmek mümkündür. Kredi geri dönüşlerinde yaşanan sorunlar ve faizlerdeki artışlar sonucunda konut fiyatlarında düşüşler ortaya çıkmaya başladı. Konut fiyatlarının düşmeye başlaması da nihayetinde konut piyasasında sıkıntılar ortaya çıkarmıştır.²³¹ Bu durumu grafik 1 deki Case Shiller Endeksi'nde görebilmekteyiz. Case Shiller Endeksi, ABD'li iktisatçılar Karl Case, Robert Schiller ve Alan Weiss tarafından ABD'de ki konut satış fiyatlarını izlemek için geliştirilmiş endekstir. Üç farklı endeks bulunmasına rağmen en çok kullanılan, 20 metropol alanını kapsayan endekstir. Her ayın son Salı günü ve iki ay gecikmeli olarak Standart&Poors rating şirketi tarafından yayımlanmaktadır.



Grafik 32: Üç ayda bir yayımlanan datalardan oluşturulmuş 2001-2009 yılları arasını kapsamaktadır.

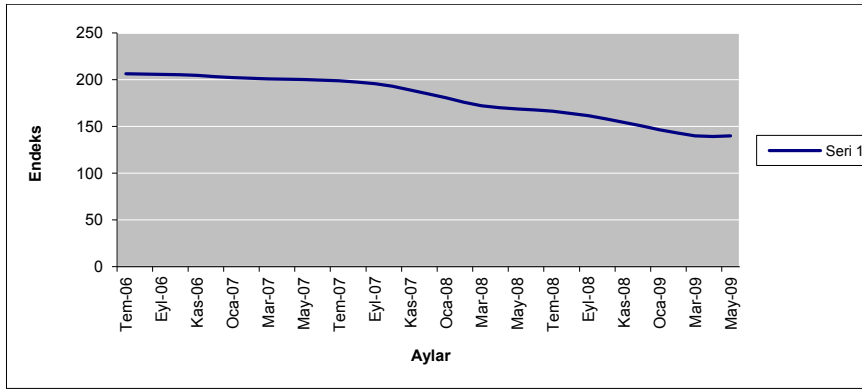
Kaynak: Standart&Poors

²²⁹ Ali Hepşen, **Finansal krizlerde Gayrimenkul Finansman Piyasalarının Rolü ve Gayrimenkul Fiyat Endekslerinin önemi**, İstanbul, Literatür Yayınları, Mayıs 2011, s.13.

²³⁰ Barton Biggs, **Hedge Hogging**, Wiley Publishment, 2006, pp.256.

²³¹ Ünal ve Kaya, A.g.e., s.5.

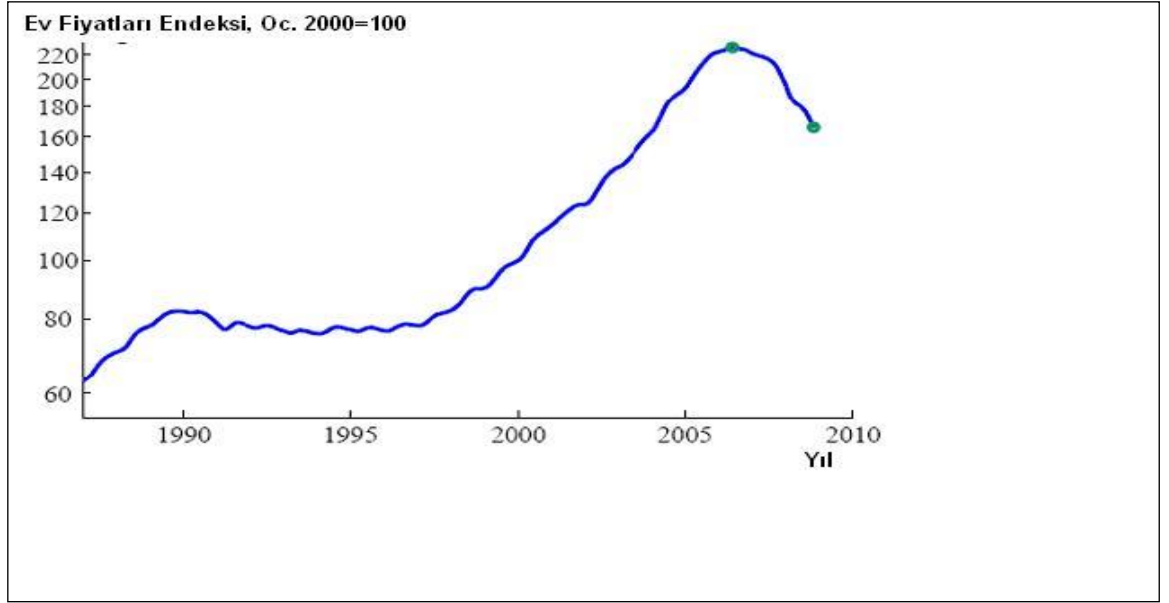
Grafik (32) i incelediğimizde ABD'deki mortgage piyasasının büyüklüğünün 10 trilyon dolara adım adım yaklaşması açıkça izlenebilmektedir. Özellikle 1990 yılından 1998 yılına kadar yatay bir eğilim izleyen mortgage piyasası 1999 yılından sonra krizin baş gösterdiği 2008 yılına kadar devamlı artmıştır. Şimdi de ekonomik krizin başladığı 2008 yılından günümüze olan Case Shiller endeksini inceleyerek krizin etkilerini daha iyi analiz etmeye çalışalım.



Grafik 33: Standart & Poors

Kaynak: Global Krizde Case Shiller Endeksinin görünümü

2006 yılının ağustos ayından 2009 yılı nisan ayına kadar endeksteği gerileme yaklaşık % 31 dir. Bu durumda ABD 'deki yeni konut fiyatlarının yaklaşık 3 yıllık periyottaki düşüş % 31 olarak yorumlanmaktadır.



Grafik 34:ABD’de Konut Balonunun Patlaması

Kaynak: Charles I Jones, "The Global Financial Crisis of 2007–20??", 2009, (çevirim içi)<http://www2.econ.iastate.edu/classes/econ502/tesfatsion/globalfinancialcrisisoverview.2009.cjones.pdf>, Erişim tarihi 12.08.2012

ABD’de bu gelişmeler olurken konut kredisi veren kuruluşlar, kredi kullandırım aşamasında teminat olarak aldıkları ipotekleri menkul kıymete dönüştürülerek tahvil ihraç ediyorlardı. Bu tahvillerin karşılığı ise piyasadan fon topluyorlardı. Toplanan bu fonlar, söz konusu kuruluşlara daha fazla kredi verme imkanı yaratıyordu. Case Schiller endeksinde de gördüğümüz gibi konut fiyatları aniden düşünce ve krediyi ödeyenler ödeme güçlüğü çekince ihraç edilen tahvillerin değerinde de düşüş meydana geldi. Tahvil ihraç eden kuruluşların mali yapıları bozuldu.

2000 li yılların sonunda ABD’ de mortgage piyasası hızlı bir gelişim göstermiş ve uluslar arası boyut kazanmıştır. Aşağıdaki tabloda ABD’de mortgage kredilerinin % 40 tan fazlasının tahvilleştirildiği ve bu kredilerin içinde yüksek riskli olanların payının 2004 yılından itibaren arttığı izlenmektedir.²³²

²³² Ahmet Fazıl Özsoylu vd., "Küresel Kriz ve Türkiye", Adana, Karahan Kitabevi, 2010, s.46.

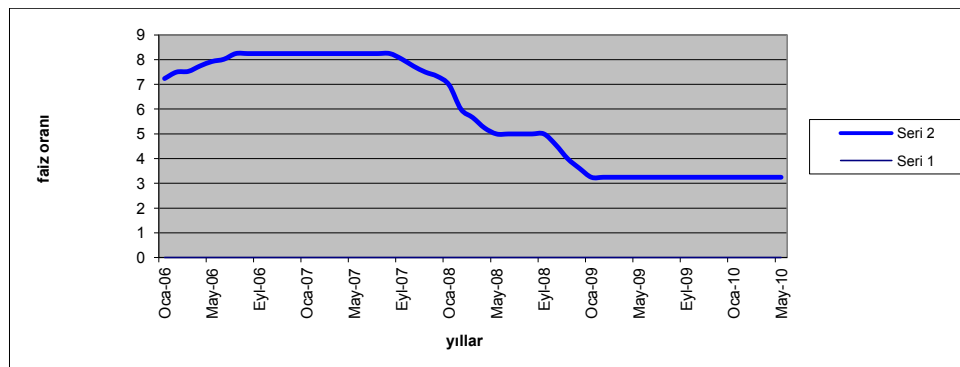
YILLAR	Mortgage Kredileri (milyar \$)	Menkulleştirme Oranı (%)	Yüksek Riskli krediler (milyar \$)	Yüksek Riskli Kredilerin Oranı (%)	Yüksek Riskli Kredilerin Menkul Kıymetleştirme oranı (%)
2001	2215	60.7	160	7,2	60
2002	2885	63	200	6,9	61
2003	3945	67.5	310	7,9	65.5
2004	2920	62.6	530	18,2	79.8
2004	3120	67.7	625	20	81.3
2006	2980	67.6	600	20,1	80.5

Tablo 41: ABD Mortgage Kredilerinde Genel Durum (2001-2006)

Kaynak: Ahmet Fazıl Özsoylu v.d. A.e.,s.46.

5.1.3. Faiz Oranları

Kriz öncesinde ABD’ de faizlerin düşük seviyelerde seyretmesi, likidite balonun şişerek ekonomik krize dönüşmesinde büyük rol oynamıştır. Mortgage Krizi olarak başlayan küresel krizin finansal krize dönüşmesinde faizler oldukça etkili olmuştur. Krize ortam hazırlayan en önemli olaylardan biri varlık fiyatlarının şişmeye başladığı bir dönemde faizin düşük kalarak piyasadaki likiditenin yüksek boyutlara çıkmasıdır. Aşağıda ABD en iyi kısa vadeli kredi oranlarının (prime rate) izlediği trende bakarak durumu daha iyi analiz edebilmekteyiz. Söz konusu faizler 25 bankanın ortalamasını yansıtmaktadır.



Grafik 35: En İyi Kısa Vadeli Kredi Oranları (25 banka ortalaması)

Kaynak: Federal Reserve

Grafik(35) te özellikle 2006 yılının ocak ayından itibaren artış eğilimine giren kredi oranlarının krizi tetikleyen en önemli faktörlerden biri olduğunu söyleyebiliriz. Mortgage piyasalarının en önemli özelliği kredi veren kurumların bu kredileri üstlerinde tutmaması, kredi anlaşması imzalandıktan sonra kredi üzerinden belli bir pay alarak ikincil piyasalara satmasıdır. Menkul kıymetleştirme olarak nitelenen bu işlem, bankaların sahip oldukları kredi ve diğer alacaklarının, bazı kurumlara transfer edilmesi yoluyla menkul kıymet ihraç edilmesine dayalı bir finansman modelidir. ABD’de türev ürün, geçmişte faizlerin düşük seyretmesi nedeniyle subprime mortgage kredilerini kullanan geliri düşük gruplar genelde değişken faizli kredileri tercih etmişlerdir. Fed’in ard arda faizleri artırması ve konut fiyatlarının düşmesi, bu kişilerin kredi borçlarını geri ödeyememe sorunuyla karşılaşmasına neden olmuştur.²³³

Amerikalılar, konut fiyatlarının arttığı dönemlerde refahlarının arttığını düşünerek daha fazla borçlanmaya ve bu borçlanmayı tüketim olarak harcamaya başlamışlardır. Bu durum talebin artmasına bağlı olarak ekonominin daha da canlanmasına neden olmuştur. Konut fiyatlarının artması yatırımcıları daha fazla konut almaya teşvik etmiştir. Sorunun asıl kaynağı türev ürünleri adı verilen bir buluştu. Türev ürün, şirketlerin başka işlemlerden doğan risklerini alışverişe konu edebilmelerini sağlayan sözleşmeler olarak tanımlanmaktadır. Kriz öncesinde ABD’ de konut kredisini kullandıran kuruluşların, krediyi kullanan tarafından geri ödenmemesi riskini üçüncü kişilere, örneğin hedge fonlara devretmeye yarıyordu. Ülkemizde henüz çok yeni olan ve gelişmiş ülkelerdeki kadar yaygın olmayan hedge fonların, pek çok şekilde tanımlanmalarına rağmen genel bir tanımları yoktur. Finansal piyasalarla ilgili ABD Başkanlı Çalışma Grubu’nun (US President’s Working Group On Financial Markets) Hedge Fon tanımı şu şekildedir: “Özel olarak kurulan profesyonel yatırım yöneticileri tarafından yönetilen, halka yaygınlaştırılmamış ve bir araya toplanmış bir yatırım aracıdır”.²³⁴ Riski hedge fon veya diğer üçüncü kişilere devreden kredi kuruluşları kendilerine daha fazla kredi riskine girebilme olanağı yaratıyorlardı. Böylece türev balonu çığ gibi büyüyordu.

²³³ Mahfi Eğilmez, **Küresel Finans Krizi,Piyasa Sisteminin Eleştirisi** , İstanbul, Remzi Kitabevi, 2008, s.61.

²³⁴ Nuray Terzi, **Hedge Fonlar, Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları**, Beta Yayınları, İstanbul, 2009, s.7

5.1.4.Reyting Kuruluşlarının yetersizlikleri

Rating kuruluşları, her zaman objektif değerlendirme yapamamakla eleştirilmektedirler. Bunun önemli sebeplerinden biri söz konusu rating kuruluşlarının, değerlendirmeye aldığı bankalar ve diğer mali kuruluşlar tarafından finanse edilmeleridir.

Reyting kuruluşlarının hizmet alanı finansal piyasalardır. Bu kuruluşlar özellikle kredilerdeki riskin değerlendirilmesinde ve sermayenin gelişmekte olan ülkelere akışında önemli bir rol oynarlar.²³⁵ Bununla beraber reyting kuruluşlarının objektif olamamaları, aynı zamanda finansal piyasalarda önemli bir yere sahip olmaları nedeniyle krizlerin oluşum nedenlerinde daima karşımıza çıkmaktadırlar. Amadou N.R IMF için kaleme aldığı çalışmasında reyting kuruluşlarının erken uyarı sistemi olarak başarısız olduklarını, gelişmekte olan ülkelerde para ve finansal krizlerin borç krizlerinden ayırtılamadığını belirtmektedir.²³⁶ 2008 Küresel Krizin nedenleri arasında gösterilen reyting kuruluşları, Amerikan senatosu tarafından hazırlanan raporda bankalardan yüklü ücretler tahsis etmeleri nedeniyle yüksek riskli menkul kıymet yatırımları konusunda haksız yere güven telkin etmekle eleştirilmişlerdir.

Kredi derecelendirme kuruluşları şirketler üzerinde baskı kurmaktadır. Ünlü Alman şirketi Hannover'ın 1998' de yaşadığı olay bunun önemli bir kanıtıdır. 1998 yılında Moody's rating şirketi Hannover firmasına ücret almaksızın şirketin mali durumunu değerlendirme talebinde bulunmuştur. Diğer kredi derecelendirme kuruluşlarıyla çalışan Hannover bu talebi red etmiştir. Buna rağmen Moody's, Hannover'ın mali denetimini gerçekleştirmiştir. Moody's in değerlendirmeleri, diğer firmaların aksine olumsuz olmuştur. Moody's bu sonuçları kamuoyu ile paylaşmış ve sonuç Hannover için tam bir felaket olmuştur. 2003 yılında Moody's in son not indiriminden sonra Hannover'ın piyasa değeri alt üst olmuş ve yüz binlerce dolar

²³⁵ Setty Gautam and Dodd Randall, "Credit Rating Agencies: Their Impact On Capital Flows To Developing Countries", **Financial Policy Forum Special Policy Report 6**, April 2003(Çevirimiçi) ,<http://www.financialpolicy.org/FPFSPR6.pdf>, Erişim Tarihi, 21.06.2010.

²³⁶ N.R.Sy Amadou, "Rating The Rating Agencies:Anticipating Currency Crisis Or Dept Crisis", **IMF Working Paper**, 2003, pp. 15.

uçuş gitmiştir. Aynı şekilde rating şirketlerinin Enron ve Worldcom adlı şirketlerin batışında yatırımcıları uyarmada yetersiz kalmaları diğer bir handikaptır. Enron'un iflas başvurusundan çok kısıbır süre öncesine kadar derecelendirme kuruluşları firmanın problemli olduğunu tespit edememiştir. Tabi ki bunda Enron'un gerçeğe aykırı şekilde hazırladığı mali tablolarının da etkisi vardır.²³⁷

5.1.5.Çin

Dünya ülkelerinin yoğun baskısına aldırmadan sürdürdüğü sabit döviz kuru sistemi ve düşük para birimi Yuan ile Çin, krizin nedenlerinden biri kabul edilmektedir. Çin'in Yuan'ın değerini düşük tutması sonucunda dünya döviz rezervlerinde artış meydana gelmiştir. Bunun sonucunda Çin batıya borç vermiş, faiz oranlarının düşmesi ve emlak balonunun büyümesinde etkin bir rol oynamıştır. ABD ile Çin arasındaki ilginç ilişkinin de krizde etkili olduğunu söyleyebiliriz. Güçlü rezerve sahip Çin'in dolar cinsi yatırım araçları vasıtasıyla ABD'yi fonlaması, düşük tasarruf oranına ve güçlü tüketim ekonomisine sahip ABD'nin de Çin'den ithalata yönelmesi ortaya önemli bir iktisadi ilişki çıkarmaktadır.

5.1.6. Alan Greenspan Politikaları

FED'in bir önceki başkanı Alan Greenspan'ın uygulamaları finansal krizin oluşmasına ortam hazırlamıştır. Greenspan, ekonomiye çok büyük tutarlarda kolay para enjekte ederek ve parayı piyasada uzun süre tutarak, bir balonun patlamasının etkilerini, bambaşka bir tanesini şişirerek susturmuştur.²³⁸ Greenspan'ın piyasalarda olumsuzluk oldukça faiz indirimi yoluna gitmesi balonun daha da şişmesine neden olmuştur. Bu gün gelinen nokta, daha fazla faiz indirimlerine ihtiyaç duyulduğu gerçeğidir.

5.1.7.IMF ve Dünya Bankası Politikaları

Dünya Bankası uzmanlarının az gelişmiş yada gelişmekte olan ülkelerin iktisadi gelişme süreçlerini biçimlendirmeye yönelik bazı reçeteler yazdıkları, genellikle neo liberal içerikli bu reçetelere uymayan ülkelere kredi verilmesinde olumsuz yaklaşım

²³⁷ Jeff Madura, **Financial Market and Institutions**, 7th Edition, Thomson South Western, 2006, pp. 442-445.

²³⁸ Nouriel Roubini and Stephen Mihm, **Kriz Ekonomisi, Finansın Geleceğine Dair Hızlandırılmış Bir Kurs**, İstanbul pegasus yayınları, Çev.İşıl Tezcan, 2012.s.81

sergiledikleri tartışma konusudur.²³⁹ (Alpar ve Ogun,1985,ss.104-114) Özüne bakıldığında IMF ve Dünya Bankası'nın asıl amacı Bretton Woods sistemi ile oluşturulmaya çalışılan daha liberal, ödeme güçlüklerinin yaşanmadığı ve istikrarlı bir uluslar arası döviz kuru sisteminin olduğu ortamı oluşturmaktır.

Son yıllarda ülkemizde ve Güneydoğu Asya Ülkelerinde IMF ile yürütülen mutabakatların sonuçlarının da ekonomik krizlerin oluşumunda payı olmuştur.²⁴⁰ Avrupa ülkelerine devamlı harcamaları arttırma önerisinde bulunan İMF'nin, gazilere ödemelerde kesinti yapmaya yanaşmayan Bosna Hersek'e yaklaşık 40 milyon avroluk 4'üncü kredi dilimini ödemeyi askıya alması, IMF'in tutarsız politikalarını ispatlamaktadır

5.1.8.Türev Ürünler

Türev ürünler, finansal bir enstrümanın değerinin, diğer bazı temel varlıkların değerine bağlı olduğu ürünlerdir. Bu ürünler hisse senedi, emtia, endeks, altın, faiz ve kur gibi birçok finansal varlık üzerine düzenlenebilmektedir²⁴¹

2008 Krizi'nde türev ürünlerinin yüksek hacmi, mali destek paketlerinin daha önce görülmemiş boyutlara çıkarılmasını zorunlu kılmıştır. Çünkü Türev araçlarının büyük ve hızla dalgalanan bir risk unsuru olması düzenleyici otoritelerin riziko kontrolünde güçlük yaratmıştır.

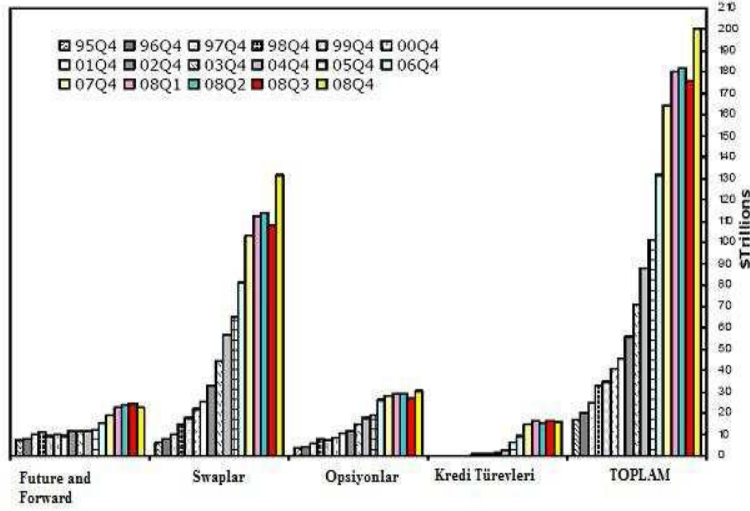
Bununla birlikte türev ürünlerinde ikame maliyeti önemli bir problem olarak karşımıza çıkmaktadır. Prensip olarak swap işlemlerinde kredi riski yoktur. Ancak swap işlemlerinde taraflardan birinin temerrüde düşmesi durumunda temerrüt durumunda olan taraf teslimi yapmazsa diğer tarafın da teslim yükümlülüğü olmamaktadır. Diğer taraf, olası ters pazar şartlarına swap sözleşmesini ikame etmek zorunda olması nedeniyle riskle karşılaşma olasılığı mevcuttur. İkame maliyetleri özellikle büyük bankalar için söz konusudur.

²³⁹ Cem Alpar ve Tuba Ogun, **Dünya Ekonomisi ve Uluslararası Ekonomik Kuruluşlar: AGÜ.ler Yönünden Değerlendirme**, Ankara: Türkiye Ekonomi Kurumu Yayın No: 1985/3, 1985, s.104-114.

²⁴⁰ Mevlüt Karabıçak, "İMF'nin Gelişim Süreci, Türkiye'de Ekonomik Kriz Dönemlerinde Uygulanan İMF Politikaları ve Uygulama Sonuçları", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi** ,2006, C.11,S.2,s.229-246

²⁴¹ Cantürk Kayahan, "Finansal Türevler: Efsaneleri ve Algılanma Hataları", **Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, 16(1), 2009, .24.

2008 krizinin bir nedeni de; ipotekli konut kredilerinden sağlanan nakdin çeşitli türev araçlara bağlanması sonucu ipotekli konut kredilerinin hangi menkul kıymetlere bağlandığının bilinmesini olanaksız kılmasıdır. Asimetrik bilgi sorununu beraberinde getiren bu durum krizin önemli sebeplerinden biridir.



Grafik 36:Ürünlere Göre Türev Sözleşmeleri (1995-2008)

Kaynak: <http://www.occ.treas.gov/ftp/release/2009-34a.pdf>, e. t., 23.08.2010

Amerika’da 1995 yılından itibaren her yılın dördüncü çeyreklerindeki ve 2008 yılının tüm çeyreklerindeki türev ürün çeşitlerinin dağılımı görülmektedir. Grafik (36) da izlendiği gibi, türev ürünler arasında en çok kullanılanı swaplardır. Bu grafikten açıkça anlaşılmaktadır ki kriz öncesinde tüm türev ürünlerinde artışlar söz konusudur. Warren Buffet’in, *zaman bombası* olarak gördüğü türev ürünlerin denetimsiz yapısı krizde önemli bir role sahip olduğu anlaşılmaktadır.

%	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008/1
TÜREVLER	100	100	100	100	100	100	100	100
Kredi Türev SB	0,9	1,1	1,4	2,7	5,7	6,8	9,5	9,1
Faiz Oranı Söz.	84,1	85,9	86,7	85,5	83	81,3	77,9	78,1
Faiz Swapları SB	53,7	55,3	59	61,2	61,2	59,3	59,8	60
Faiz Fut.&Forw.Söz.	11,7	13,1	10,1	7,4	6,9	6,5	5,5	6,5
Opsiyon Söz.	18,7	17,5	17,6	16,9	14,9	15,5	12,6	11,9
Döviz Kuru Söz.	12,9	11,1	10,4	10,2	9,5	9,5	10,3	10,9
Döviz Swapları SB.	2,5	2,3	2,5	2,4	2,1	1,9	1,9	1,8
USD&Döviz Taah.	8,7	7,2	6,1	5,8	5,2	5,2	6,1	6,4
Opsiyon Söz.	1,6	1,6	1,8	2	2,3	2,5	2,4	2,6
Emtia Söz.	2,1	1,8	1,5	1,6	1,8	2,4	2,2	1,9
Swapların SB.	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4
Futur.Forward Söz.	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Opsiyon Söz.	1,5	1,4	1,1	1,2	1,3	1,9	1,6	1,4

Tablo 42:ABD Bankacılık Sektöründe Türev Ürünlerdeki Gelişimi(2001-2008/1)

Kaynak : BDDK, ABD Mortgage Krizi, 2008

Tablo (42) de 2001 yılından 2008 yılına kadar ayrıntılı türev kalemleriyle izlenebilmektedir. Kriz öncesi 2006 yılında Dünyadaki türev ürünlerini toplamı 400 trilyon dolardı. Ticari bankacılık sektöründe türev işlemler hacmi, 2000 yılında 40,7 trilyon dolar iken 2007 yılı sonu itibariyle 4 kattan fazla artarak 166,1 trilyon dolara ulaşmış, türev ürün kullanımı artmıştır. 2000 yılında 33 trilyon dolardan 2007 yılında 130 trilyon dolara yükselmiştir. Faiz oranı sözleşmeleri içerisinde en büyük pay ise tüm türev işlemlerinin %60'ının gerçekleştirildiği faiz swaplarıdır. Kredi türevleri, ürünler içinde en dikkat çeken grubu oluşturmaktadır. 2000 yılında sadece % 0,9 paya sahip olan kredi türevlerinin toplam içindeki payı 2007 yılında % 9,5'e yükselmiştir. 2008 yılının ilk çeyreğinde de türev ürünlerdeki gelişim 2007 yılıyla paralel seyir izlemiştir. 2007 yılında meydana gelen dalgalanmaya bağlı olarak bu ürünlerde ciddi zararlar yaşanmış, bu zararlar bankacılık sektörü gelir tablosu ve bilançolarına yansımıştır.²⁴²

²⁴² Türkay Tüleri, "Küresel Finansal Krizin Gelişmekte Olan Ülkelerde Bankacılık Sektörüne Etkisi;Türkiye Örneği",**İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans tezi, İstanbul,2009, s,38.

5.2.Küresel Kriz ve ABD

ABD’de Enron ve WorldCom gibi şirketlerde yaşanan skandallar sonucunda kurumsal yönetim uygulamalarını iyileştirmek amacıyla 2002 yılında Sarbanes-Oxley yasası yürürlüğe konmuştu. Yasa halka açık şirketler muhasebe gözetim kurulunun kurulması, denetçi bağımsızlığı, kurumsal sorumluluk, genişletilmiş kamuyu aydınlatma, finansal analizlerden kaynaklanan çıkar çatışmaları, kurumsal ve cezai hile sorumluluğu, beyaz yaka suçlarına ilişkin cezalarının arttırılması, kurumsal vergi iadesi ve kurumsal hileler ve sorumluluk başlığı altında hükümler getirmişti.

Tüm bu düzenlemelere rağmen ABD mortgage piyasalarında başlayan ve uluslararası piyasalara da sıçrayan ipotekli uzun vadeli konut kredisi (mortgage) krizi, dünya ekonomisi için ABD piyasalarının ne kadar belirleyici olduğunu bir kez daha ortaya koymuştur. Özellikle 1980 li yıllarla sermaye piyasalarını ön plana çıkaran yaklaşımla küresel liderliğini tekrarlayan ABD ekonomisi, 2007 krizi ile birlikte büyük sorunlarla yüzleşmeye başlamıştır. Birbiri ardına gelen iflaslar, finansal başarısızlıklar, bu sürecin hızlı bir şekilde tüm dünyaya yayılmasında önemli rol oynamıştır.

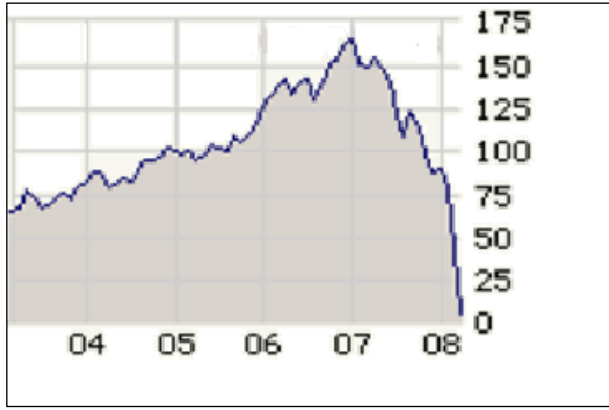
5.2.1. ABD Ekonomisini Krize Götüren Önemli Finansal Başarısızlıklar:

ABD nin köklü yatırım bankalarından Bear Stearns ve Merrill Lynch için düzenlenen modelin işlevselliğini yitirmesi ile birlikte, bu iki kurum ticari bankalarca devralınmıştır. Lehman Brothers iflas etmiş ve Goldman Sach ve Morgan Stanley, FED tarafından denetlenen banka holding şirketine dönüşmüştür. O zamana kadar büyük yatırım bankalarının denetimini birlikte yürüten SEC ve FED’in ortak sorumluluğu böylece sona ermiştir.

5.2.1.1. Bearn Stearn İflası: Panik, Zararına Satış ve Risk

Bearn strearns, 1923 yılında kurulan ve ABD’de serbest fonlara temel aracılık hizmetleri sunan ve dünyanın en önde gelen ipotekli konut finansmanı kredileri hizmeti sunan yatırım bankalarından biriydi. Wall Streetciler arasında, kimsenin riskten eser görmediği durumda bile problem kokusunu alabilen en uyanık borsacı

olarak tanınırdı.²⁴³ Yaklaşık 14.200 çalışana istihdam sağlamaktaydı. Şirket krizin patlak verdiği 2007 yılında ABD nin 5. büyük yatırım bankası ve 22 yıllık halka açık kurum konumundaydı. ABD'de Bearn Stearns'ün iflasın eşiğine gelmesi yaklaşık 20 milyar dolarlık piyasa değerinin sıfırlanmasına neden olurken, dünya piyasalarında günlerce süren bir karmaşa yarattı. Bu süreci Grafik () de izleyebilmekteyiz.



Grafik 37: Bearn Stearn'ın 2004-2008 Yılları Arasındaki Hisse Değerlerinin Grafiği

Kaynak: Market Watch

Grafikte 2007 yılında son dört yılın tavanını yapan Bearn Stearn hisselerinin trajik düşüşünü görebilmekteyiz. ABD Sermaye Piyasası Kurulu (SEC) , Bear Stearns'ün bir "ayı saldırısı"na maruz kalarak batırıldığı konusunda kuşkular üzerine soruşturma başlattı. Özellikle grafik (38) sadece 19.02.2008 tarihindeki ayı saldırısını göstermektedir.



Grafik 38:Bearn Stearn hisselerinin 19.03.2008 tarihli Seans hareketleri

Kaynak: Market Watch

²⁴³ Dave Kansas, **Wall Street'in Sonu**, İstanbul, İşbankası Yayınları, 2009, Çeviren Ümit Şensoy ,s.57.

Grafik (38)de izlenildiği gibi 2007 nin ilk aylarında yılında Bearn Stearn'ın hisse değeri 172 dolarken, kriz nedeniyle HP Morgan a satıldığında hisse senedi 2 dolardan toplam 270 milyon dolar olarak hesaplanmış, daha sonra revize edilerek hisse başına 10 dolardan toplam 1.2 milyar dolara kurumun % 40 ı Morgan Stanley'e satılmıştır.

Bearn Stearn'ın en büyük hatasını, bilançosu ele vermektedir. Firmanın likiditeleri ile yükümlülüklerini karşılama gücünün olmaması ve para piyasası fonlarından temin ettiği gecelik repo kaynaklarına ve serbest fonlardan sağladığı kredilere dayalı finansman yapısı, bu dev yatırım bankasının sonunu getirmiştir. Bankanın 3. dönem mali verilerinde 17 milyar dolar olan nakit rezervine karşılık, 107 milyar dolar yükümlülüğü bulunmaktaydı. Aktif-pasif karşılama oranı % 17 gibi oldukça düşük bir seviyedeydi. Bu durum banka müşterileri için panik havası yaratmış ve bankaya hücumlarına neden olmuştur. Bu panik havasında başta aynı zamanda Banka'nın müşterisi de olan serbest fonlar olmak üzere, bankaya ödünç verenlerin kredilerini geri çağırmasına ve bankanın likit varlıklarını zararına da olsa satarak borçlarını ödemeye çalışmasına neden olmuştur. sadece bir günde bankadan 14 milyar dolara yaklaşan nakit çıkışları kayıtlara geçmiştir. Bu rakam neredeyse kayıtlı nakit rezervleri anlamına gelmekteydi. Nihayetinde önemli bir kaldıraç oranı ve kısa vadeli borçlanma ile finanse edilen düşük kaliteli aktiflerin, sonunda likidite yetersizliğine yol açması Bear Stearns'ü iflasa sürüklemiştir.

Drexel Burnham Lambert Group) gibi banka dışı kurumlarda yaşanan hücum benzeri olayları ve merkez bankalarının banka dışı kurumlara da “son durak borç mercii” olanaklarını uygulayıp uygulamayacağını bir kez daha gündeme getirmiştir.

5.2.1.2. Lehman Brothers'ın İflası

Bearn Stearn'ın satışı sonrasında ABD de sular durulmamış ve Dünya finans piyasaları 158 yıllık finans devi Lehman Brothers'ın iflası krizi daha da derinleştirmiştir. Yaklaşık 26 000 çalışanı bulunan ve iflas ettiğinde 158 yaşında olan Lehman Brothers, Türkiye'nin de içinde olduğu birçok ülkede hizmet vermektedir.

2003 yılından 2007 yılına kadar Lehman Brothers'ın öz sermayesi %73 artarken, aktif büyüklüğü % 121 artmıştır. Bu büyük kuruluş iflasını istediği 16.09.2008 tarihinde varlıkları 639 milyar dolar ve borçları da 613 milyar dolar olarak raporlanmıştır. Broker-dealer iştirakleri de dahil hiçbir iştirakinin iflas kapsamında bulunmadığını ve faaliyetlerini sürdürdüğünü açıklayan Lehman, bu iştirakleri için yeni bir ortak arayışı içinde olduğunu belirtmeyi de ihmal etmemiştir.

Şirketi iflasa sürükleyen başlıca başarısızlıkların arasında kötü ipotekli konut kredilerinin finansmanı ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları sayılabilmekteydi. Şirketin iflasını açıkladığı tarihte 46 milyar dolar toplam gayrimenkul portföy büyüklüğü bulunmaktaydı. Bunların 33 milyar doları ticari amaçlı gayrimenkul portföyünden ve 13 milyar dolar ikamet amaçlı gayrimenkul portföyünden oluşmaktaydı. 2008 yılının yaz aylarında şirketin portföyündeki Ticari Emlak ve Subprime Mortgage kredileri nedeniyle taze kapital arayışı ihtiyacını sezen yatırımcılar, Şirketin senetlerini yavaş yavaş satışa sürdüler. Bu durum şirketi için sonun başlangıcı niteliğindeydi. Londra'daki Hedge fonu GLG Partners, Lehman Brothers'ın hakkındaki beklentilerin kötüleşmesi nedeniyle hesabındaki parayı çekti. Eylül ayında Freddie Mac ve Fannie Mae'nin devletleştirilmesinden sonra, Lehman için ümitler tükenmişti. Goldman Sach ve Morgan Stanley, Lehman ile tüm iş ilişkilerini bitirdi. Likidite problemi daha da artan Lehman Brothers'ın moody's tarafından AAA ile derecelendirilen ipotekli tahvillerinin derecesi düşürüldü. Lehman Brothers Güney Kore Development Bank ile görüştüğüni fakat sonuç alınmadığını açıklayınca o gün hisse senedi değerleri % 44 oranında değer kaybetti. 11 eylül günü 10 milyar dolar Lehman borçlarını garanti ettiğini söyleyen Credit Default Swaps 220.000 dolardan yaklaşık 4 kat artışla 850.000 dolarlara ulaşması, paniği iyice alevlendirdi. 14 Eylül günü, Bank of America ve Barclays Bank yetkilileri, Lehman Brothers'ı satın alabileceklerini fakat hükümetin, Lehman'ın borçlarını garanti etmelerini istediler. Hükümetin bu riski üstlenmemesi üzerine satın alma işlemi gerçekleşmedi. SEC, 15.09.2008 tarihindeki basın açıklamasında,²⁴⁴ borsaya bomba gibi düştü. Lehman'ın hisse senetlerini ellerinde bulunduranlar, tüm yatırımlarını bir anda kaybettiler. 158 yıllık Lehman Brothers'ın iflasına izin

²⁴⁴ <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-198.htm> (Çevirim içi) Erişim tarihi : 17.06.2012.

verilmesi krizin küreselleşmesinin fitilini ateşledi. Bu olayın ardından dünya sigorta devi AIG (American International Group) mali sıkıntıya düştü. Norveç hükümeti, 800 milyon dolar emeklilik fonunu, Lehman Brothers'ın tahvil ve senetlerine yatırdığı için büyük bir darbe yedi. Diğer rakip firmalardaki hesaplar, yatırımcıların paniğe girmesi ile boşalmaya başladı.

Özet olarak Lehman Brothers yasal limitler üstündeki sigortası sağlanmamış alacaklar dolayısıyla bir finansal sorunla karşı karşıya kalmış bulunuyordu. Bu nedenle FDIC veya Hazine yardımı mümkün değildi. Diğer bankaların da satın Lehman Brothers'ı satın almada isteksiz davranmaları bankanın sonunu getirmiştir.

5.2.1.3. Merrill Lynch'in Bank of America'ya Satılması

Merrill Lynch, Lehman Brothers ile müşteri profili anlamında karşılaştırıldığında, Lehman gibi büyük kurumlara hizmet vermektedir. Bununla birlikte ilave olarak Amerika'nın en büyük perakende menkul kıymetler aracı konumundaydı. 1914 yılında kurulan ve 63.000 çalışanı olan Merrill Lynch, aynı zamanda ülkenin en büyük 9. finans kurumu niteliğindeydi. Merrill Lynch'in bünyesindeki 17 bin brokerin yönettiği müşteri portföyünün büyüklüğü ise 1.6 trilyon dolara ulaşıyordu. Kredi krizi nedeniyle 52 milyar dolar zarar eden Merrill Lynch'in hisseleri 2008 yılında % 80 değer kaybetmişti. Merrill Lynch'in Bank of America tarafından, hisse senedi başına 29 dolar ve toplamda 50 milyar dolar karşılığında, devralınması öncesinde, sermayesi banka holding şirketleri için belirlenen asgari sermaye tutarının altını düşmüş durumdaydı.

5.2.1.4. American International Group'un Kurtarılması

AIG (American International Group) 1919 yılında CV Starr isimli genç bir Amerikalı girişimci tarafından Sangay-Çin'de 'American Asiatic Underwriters' (AAU) adı altında kuruldu. Dünyada 116 binden fazla kişiye istihdam sağlayan AIG, 130 ülkede faaliyet göstermektedir. Küresel krizin baş gösterdiği dönemde, aktifleri 1 trilyon doları aşan AIG, üççeyrek üst üste zarar etti. AIG'in bu yıl ikinci çeyrekteki zararı 5.36 milyar dolar oldu.

Lehman Brothers gibi AIG'in sonunu da, konut kredilerine bağı menkul kıymetlerin değerinde konut fiyatlarının düşmesi nedeniyle ortaya çıkan kayıplar getirmiştir. Konut piyasası çökünce Kredi Temerrüt Swap sözleşmelerinin değeri de düşmüş ve iflastan önceki üç çeyrekte 18 milyar dolarlık zarar ortaya çıkmıştır. 2008 başındaki 20 milyar dolarlık sermaye artırımını da kötü gidişi önlemeye yetmemiştir.

ABD'nin dev sigorta şirketi American International Group'un (AIG) batmasının dünya çapında bir krize yol açmasından kaygılanan Amerikan hükümeti, şirkete acil 85 milyar dolar para aktarmayı ve karşılığında firmanın hisselerinin yüzde 80'ini denetimi altına almayı kararlaştırdı. Daha sonra 57 milyar dolar ilaveler yapılarak şirkete FED tarafından toplam 144 milyar dolar kredi kullanılmıştır. Ardından paketteki kredi koşulları iyileştirilerek kurtarma paketinin 2009 yılının ilk çeyreğinde 170 milyar dolara ulaştığı belirtilmektedir. Söz konusu kredilerle birlikte, AIG'in tüm varlıkları teminata bağlanmış ve ABD hükümeti, AIG'in % 80'ine sahip hale gelmiştir. AIG'e yönelik yeni kurtarma planındaki kritik unsur, Şirket'i iflasa sürükleyen KTS'lerin kurulacak bir özel amaçlı varlık (ÖAV) aracılığıyla bilanço dışına çıkarılması olmuştur. AIG'in iflasına izin verilmemesindeki en önemli etken, kırılganlıkları arttırarak kötü performansı ve ekonomik olumsuzlukları derinleştireceği gerçeğiydi. Çünkü AIG'in alacaklılarının önemli bir bölümünü bankaların ve yatırım fonlarının oluşturmaktaydı. Bu da sistematik risk tehdidini artıran bir unsur gibi görünmekteydi.

5.2.1.5. Mutual Bank'ın Sonu

1889 yılında Eylül 2008 FDIC en büyük ticari banka (tasarruf ve borç verme kurumu (savings and loan corporation), yani mevduat bankası ve aynı zamanda en büyük mortgage bankası olan Wa-mu (Washington Mutual Inc.) 1982 yılında halka açılmıştır. O zamandan bu zamana da Amerika'nın ipotekle evlere borç veren bankası konumuna geldi. 2006 yılına gelindiğinde ev sahibi olmak isteyenlere verdiği kredi toplamı 150 milyar doları bulmuştu. Wa-Mu, 2000 li yıllarda mortgage piyasasına girerek kredi vermede daha az katı davranmaya başladı. Kontrolsüz verilen krediler, 2007 yılından itibaren alarm vermeye başladı. 2006 yılının başında

43.5 dolar değerinde olan şirket senetlerinin 2007 yılı sonunda 13.5 dolara düşmesi ve portföyündeki problemli borçların 200 milyar dolara çıkması, Wa-Mu'yu hisse satışına zorladı. Wa-Mu yaklaşık 7.5 milyar dolarlık hisse senedini, TPG Grubuna satarak problemlerin engellemeye çalıştı.

Yıllar	Yıl Başındaki Başlangıç Fiyatı	Yıl sonundaki Fiyatı	Artış-azalış	% artış-azalış
1998	63.8125	57.5625*	-6.25	-9.79%
1999	38.375	25.875	-12.50	-32.57%
2000	25.875	53.0625	27.1875	105.07%
2001	53.0625	49.05*	-4.0125	-7.56%
2002	32.70	34.53	1.83	5.60%
2003	34.53	40.12	5.59	16.19%
2004	40.12	42.28	2.16	5.38%
2005	42.28	43.50	1.22	2.89%
2006	43.50	45.49	1.99	4.57%
2007	45.49	13.61	-31.88	-70.08%
2008	13.61	0.00	-13.61	-100.00%

Tablo 43: Washington Mutual Bank'ın 1998-2008 Yılları Arasındaki Hisse Senedi Fiyatları

Kaynak: http://www.1stock1.com/1stock1_281.htm (çevirim içi) Erişim Tarihi:24.06.2012.

Bankanın artık temerrütleri ödeyemeyeceğini açıklamasının ardından, Wa-Mu JP Morgan' a satıldı. Bu satış sonucunda JP Morgan ABD'nin 4. büyük bankası konumuna geçti. JP Morgan, satış sürecinde hükümetten 2 milyar dolar yardım almak şartıyla, bankanın tüm operasyonlarını üzerine aldı.

Bu büyük piyasa başarısızlığı sonucunda JP Morgan, Wa-Mu'nın üzerindeki 30 milyar dolarlık toksik kağıtları bilançoya zarar kaydederek üzerine geçirdi. Ola, tüm hisse senedi ve tahvil sahiplerinin paralarının tamamını kaybettiği anlamına geliyordu. 7.5 milyar dolara Wa-Mu'nın hisselerini alan TBG Grubu da bilançosuna 7.5 milyar dolarlık zarar yazmaktan kaçamadı.

5.2.1.6 Wachovia Bank'ın Faaliyetlerinin Sona Ermesi

1981 tarihinde First Union olarak faaliyete başlayan ve 20 farklı bankayı bünyesine katarak Wachovia Bank adını alan kurum, 2003 yılında Prudential

Finance'ı satın alarak portföyünü 536 milyar dolara yükseltti. Böylece banka holdingleri arasında ikinci sıraya yerleşti.²⁴⁵

Art arda yaşanan finans sektöründeki piyasa başarısızlıkları, ekonomiyi içinden çıkılmaz bir duruma getirdi. Wachovia, konut kredilerine ilişkin yatırımları nedeniyle sıkıntılı bir mali tabloyla karşı karşıya kalan bankalar arasındaki yerini aldı. Halbuki 2007 yılının ilk çeyreğinde banka, 2.3 milyar dolar kar yapmıştı. Bu durum 2008 yılının ikinci yarısında 8,9 milyar dolarla tersine döndü. FDIC, bankanın eski gücünde olmadığını ve sağlıklı bir banka ile birleşmesi gerektiğini açıklamasının üzerine banka Citigroup tarafından satın alındı. Citigroup'a, bu büyük kuruluş 2 milyar dolara mal oldu. Amerikan bankacılık devi Citigroup, borç batağında olan ülkenin dördüncü en büyük bankası Wachovia'yı satın alırken, Wachovia'nın mudilerine mevduatlarının garanti altında olduğu ve bankanın faaliyetlerine eskisi gibi devam edeceği bildirildi. Satış sözleşmesine göre Citigroup, Wachovia'nın 312 milyar dolarlık portfolyasından doğması muhtemel ilk 42 milyar dolar zararı karşılama güvencesi verdi. Geri kalan zararın sorumluluğu hükümette olacaktı.²⁴⁶

Bankanın en önemli hatası, golden west ve benzeri, bilançolarında oldukça yüksek seviyede toksik tahvil bulunduran kurumları satın olmasıydı. Küresel kriz döneminde emlak fiyatlarının hızla düşmeye başlaması sonucu, aldıkları kredilerin evin gerçek değerinden fazla olduğunu anlayan kredi kullanıcıları, borçlarını ödeyemeyecek hale geliyorlardı.

5.2.1.7. ABD Hükümetinden Kurtarma Paketi ve İlgili Düzenlemeler (12 Ekim 2008)

ABD merkez bankası Federal Reserve diğer ülke merkez bankaları ile birlikte (Avrupa Merkez Bankası, İngiltere Merkez Banksı, Japonya Merkez Bankası, Kanada Merkez Bankası ve İsviçre Merkez Bankası) likiditeyi arttırıcı önlemler almaya karar verdi. ABD Sermaye Piyasa Kurulu (SEC), geçici olarak açığa satışları yasakladı. ABD yönetimi, kongreden 700 milyar dolarlık kurtarma paketi için yetki istedi. Daha

²⁴⁵ Yılmaz Erolgaç, **Küresel Krizi Yaratıcılar, Amerikan Rüyasının ve Doların Sonu Geldi mi?**, İstanbul, İnkılap Kitabevi, 2009,s. 81.

²⁴⁶ A.e.ss 85.

önce temsilciler meclisinde kabul edilmeyen 700 milyar dolarlık kurtarma paketi kabul edildi. Daha sonra bu pakete 150 milyar dolar daha eklenerek tutar 850 milyar dolara çıkarıldı.

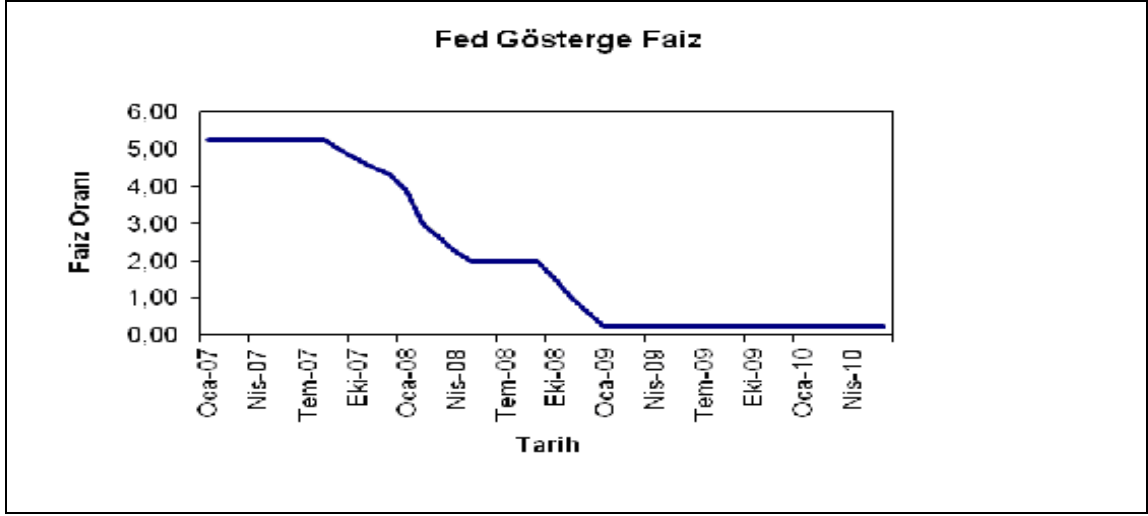
Bu aşamadan sonra talep canlandırmak amacıyla olan FED, daha aktif rol oynamaya başladı. FED, kredi piyasasını canlandırmak amacıyla hazırladığı plana göre, birçok şirketin günlük operasyonlarının dayandığı ticari kağıtları satın almaya karar verdi. Böylece kredi piyasalarında yeni talep yaratılmasına yardımcı olunacak ve şirketlerin sermaye artırımını kolaylaşacaktı. FED, oluşturulacak yeni bir şirketle 3 aylık teminatsız ve varlığa dayalı ticari kağıtları uygun şirketlerden doğrudan satın aldı. Programda FED ile birlikte çalışan Hazine, hareketin mali piyasaları ve ekonomiyi önemli aksamalardan korumak için gerekli olduğu görüşündeydi. ABD Hazinesi 700 milyar dolarlık kurtarma paketinden, ilk ödemeleri gerçekleştirdi. Tablo (44) de 700 milyar doların ilk ödemelerinde hangi kuruluşun ne kadar yardım aldığı görülmektedir

KURULUŞ ADI	YARDIMDAN ALDIĞI TUTAR
Citigroup	25 Milyar Dolar
JP Morgan Chase	25 Milyar Dolar
Wells Fargo	25 Milyar Dolar
Bank of America	15 Milyar Dolar
Merrill Lynch	10 Milyar Dolar
Bank of New York Mellon	3 Milyar Dolar
State Street Corp	2 Milyar Dolar
Morgan Stanley ve Goldman Sachs	10 Milyar Dolar

Kaynak: ABD Hazine ([United States Department of the Treasury](http://www.treasury.gov))

Tablo 44: ABD'nin 700 Milyar dolarlık Yardım paketinin Dağılımı

Yine Fed, talebin canlanması için önemli bir silah olan faiz indirimi fikrini uygulamaya başladı. Tablo (44) de krizin başladığı dönemde 3,92 olan FED gösterge faizinin uygulanan politikalar doğrultusunda 0,25 seviyesine indiği izlenebilmektedir.



Grafik 39:FED Gösterge Faiz Oranları (FED Benchmark Interest Rates)

Kaynak: Federal Reserve

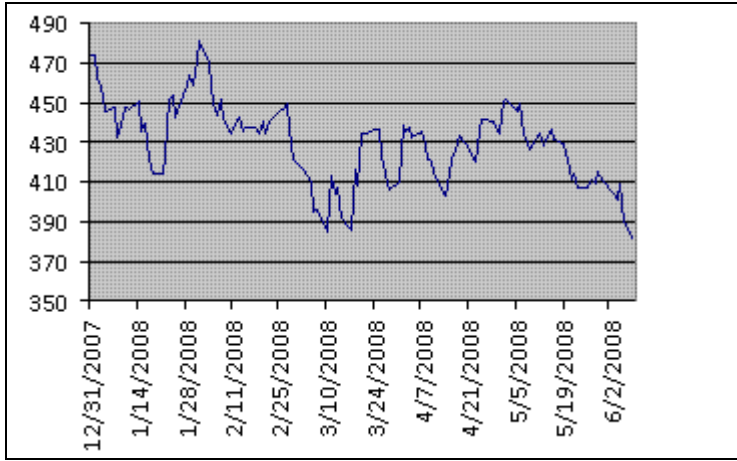
YILLAR	FAİZ ORANI	YILLAR	FAİZ ORANI
Oca.07	5,25	Eki.08	1,54
Şub.07	5,25	Kas.08	1,00
Mar.07	5,25	Ara.08	0,63
Nis.07	5,25	Oca.09	0,25
May.07	5,25	Şub.09	0,25
Haz.07	5,25	Mar.09	0,25
Tem.07	5,25	Nis.09	0,25
Ağu.07	5,25	May.09	0,25
Eyl.07	5,01	Haz.09	0,25
Eki.07	4,74	Tem.09	0,25
Kas.07	4,50	Ağu.09	0,25
Ara.07	4,33	Eyl.09	0,25
Oca.08	3,92	Eki.09	0,25
Şub.08	3,00	Kas.09	0,25
Mar.08	2,64	Ara.09	0,25
Nis.08	2,24	Oca.10	0,25
May.08	2,00	Şub.10	0,25
Haz.08	2,00	Mar.10	0,25
Tem.08	2,00	Nis.10	0,25
Ağu.08	2,00	May.10	0,25
Eyl.08	2,00	Haz.10	0,25

Tablo 45: Ocak 2007-Haziran 2010 tarihleri Arası Fed Gösterge Faiz Oranları

Kaynak: Federal Reseve

Ayrıca ABD’de ikinci 125 milyar dolarlık hisse alımı diliminden tüm ABD Bankalarının yararlanmasına karar verilmiştir. Böylece bankalara karşı oluşan güven kaybının giderilmesi hedeflenmiştir. Amerikan Hazinesi, satın alacağı hisselerde oy

hakkı bulunmayanları tercih etme kararı almıştır. Böylece sektöre güven aşılama hedeflenmiştir. Bankalar arası piyasalarda yapılan borçlanmalarda devlet garantisi getirilmiştir. KOBİ'lerin vadesiz mevduatlarına tam güvence getirilmiştir. Bankaların ihraç ettikleri menkul değerlere 3 yıl boyunca garanti getirilmiştir. Ayrıca banka CEO'larının yüksek tazminat istemelerine hazine kısıtlama getirmiştir.²⁴⁷



Grafik 40: Dow Jones 12/2007-06/2008 Tarihleri Arası Fiyat Grafiği

Kaynak: Dow Jones

5.2.1.8.Citigroup'ta Tehlike Çanları Ve ABD Hükümetinin Yeni Önlemler Alması

Kuruluşu 1812 ye dayanan, 107 ülkede hizmet veren ve 200 milyon müşterisi olan dev kurum, 21 Kasım 2008 günü bir seansta % 26 kayıp yaşadı . Bunun üzerine oluşan panik havası ve citigroup'un akibetinin Lehman Brothers ve Bear Stearns gibi olacak söylentileri, grubun hisse senedi ve tahvillerine olan satış eğilimini hızlandırdı. Hisse senetleri 1.5 dolara kadar geriledi.

²⁴⁷ Sudi Apak ve Ayhan Aytaç, **Küresel Krizler,Kronolojik Değerlendirme ve Analiz**, İstanbul, Avcıol Basım Yayın,2009, s.231.



Grafik 41: Kriz dönemi ve sonrasında Citigroup Hisse Senedi

Kaynak: http://www.citigroup.com/citi/ajax/stock_price_chart.html (Erişim Tarihi) 26.06.2012

Bu gelişmelerin ardından Citigroup ABD Hazine Bakanlığı, FED ve FDIC ile anlaşma sonucu 40 milyar dolar değerinde sermaye desteği almıştır. ABD Merkez Bankası 600 milyar dolarlık ipotek finansmanı kredilerine dayalı menkul kıymet alacağını ve 200 milyar dolar büyüklüğünde tüketici borçlarına dayalı menkul kıymet alma imkanı sunacağını açıklamıştır. Ayrıca FED Fannie Mae, Freddie Mac ve Federal Home Loan Banks tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin de 100 milyar dolara kadar olan kısmını alacağını belirtmiştir. Ayrıca, bankanın portföyündeki 206 milyar dolarlık sorunlu ipotekli borç tahvillerine devlet garantisi verilmiştir. Bununla birlikte söz konusu toksik tahvillerden elde edilen zararın ilk 29 milyar dolarını citigroup'un karşılaması yönünde anlaşma yapılmıştır.

5.2.1.9. 2009 Yılına Girerken Citigroup'a İkinci Yardımın Yapılması

Kamu otoritelerinin kriz sürecinde uygulamaya koydukları kararlı ve senkronize mali önlemler, global ekonominin iyileşme eğilimine girmesinde büyük rol oynamıştır. Ancak global ekonomiye ait öncü göstergelerdeki iyileşmenin yavaş ve istikrarsız olması, kriz sonrası toparlanma sürecinin kademeli olacağı yönündeki tahminleri güçlendirmiştir. 2009 yılında küresel risk algılamalarındaki iyileşme ve başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerde politika faiz oranlarının oldukça hızlı düşürülmesinin sonucunda, gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru sermaye akımlarında da yeniden artış gözlenmeye başlamıştır. (Bkz. Grafik 42)



Grafik 42:Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımları

Kaynak: BDDK, Aralık 2010

Gelişmiş ülkelerdeki kredi hacminde meydana gelen daralmada, özellikle tüketici kredilerinin fonlanmasında kullanılan menkul kıymetleştirme piyasalarındaki ciddi gerileme etkili olmaktadır. Kriz öncesi dönem olan 2006 yılında ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler ve konut kredisine bağlı menkul kıymetler toplamı yaklaşık 2,2 trilyon dolar iken, 2009 yılının ilk on ayında bu değer 428 milyar dolara kadar gerilemiştir.

ABD’de bu durumlar yaşanırken, Citibank 2009 Ocak ayında yine likidite sıkıntısının devamı dolayısıyla FDIC’e başvurmuştur. Citibank’ın yaklaşık \$800 dolayındaki problemlili varlıkları (toxic assets) Citi Holding’e yönlendirilmiştir. İyi durumda olan yaklaşık \$1.1 trilyon dolayındaki varlıkları ise City Group adında ayrı bir bölüme devredilmiştir.²⁴⁸

5.2.1.10. Obama Hükümeti Krize El Atıyor: İkinci Büyük Teşvik

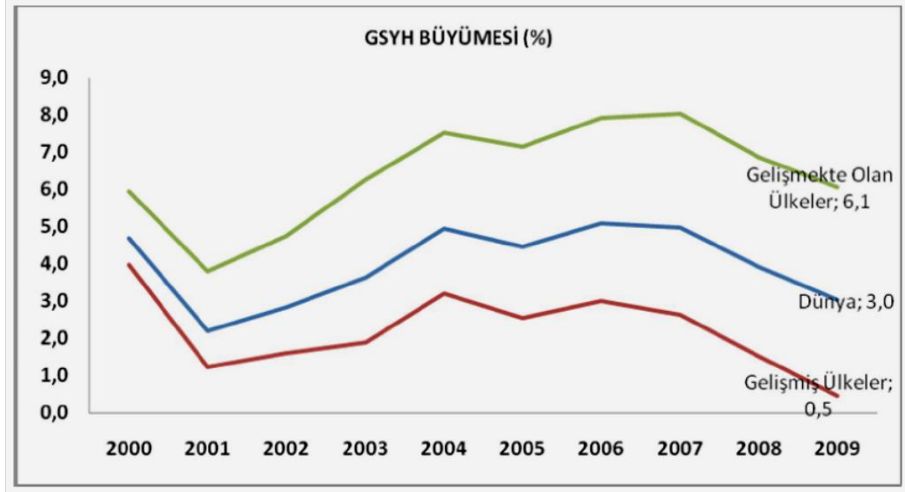
ABD Başkanı Barack Obama’nın reel ekonomiyi canlandırmak için hazırladığı 838 milyar dolarlık teşvik paketi Senato’dan geçmiştir. Teşvik paketi ile milyonlarca yeni iş yaratması ve ekonomiyi tekrar rayına oturtmasının amaçlandığı belirtilmiştir

5.3. ABD Kaynaklı Küresel Kriz’in Dünyaya Sirayeti (Yayılması)

Çalışmamızın önceki bölümlerinde krizlerin sirayet (yayılma-bulaşma) özelliklerini irdelemiştik. Küresel kriz, bu yönüyle iktisat literatürüneiyi bir örnektir.

²⁴⁸ Mükerrrem Hiç, **Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye**, Beykent üniversitesi yayınları, 1. Baskı,İstanbul 2009,s.10.

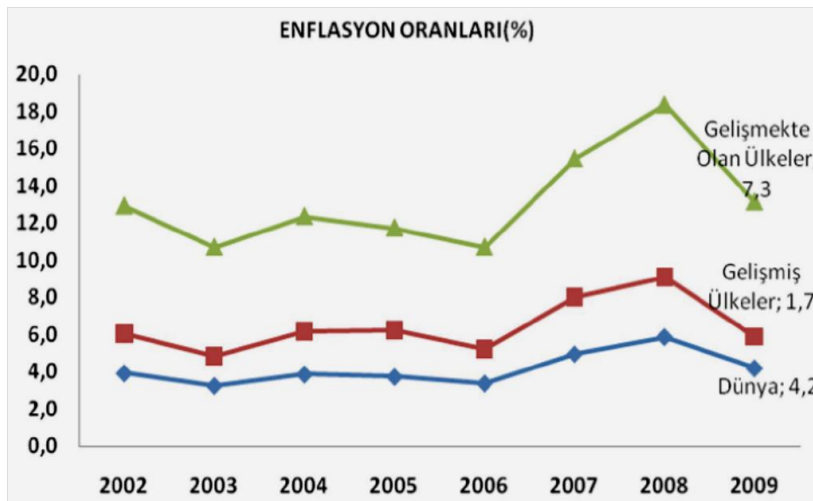
ABD’de yaşanan finansal başarısızlıklar domino etkisi ile tüm dünyaya yayılarak krizin derinleşmesine neden olmuşlardır.



Grafik 43:GSYH Büyümesi (%)

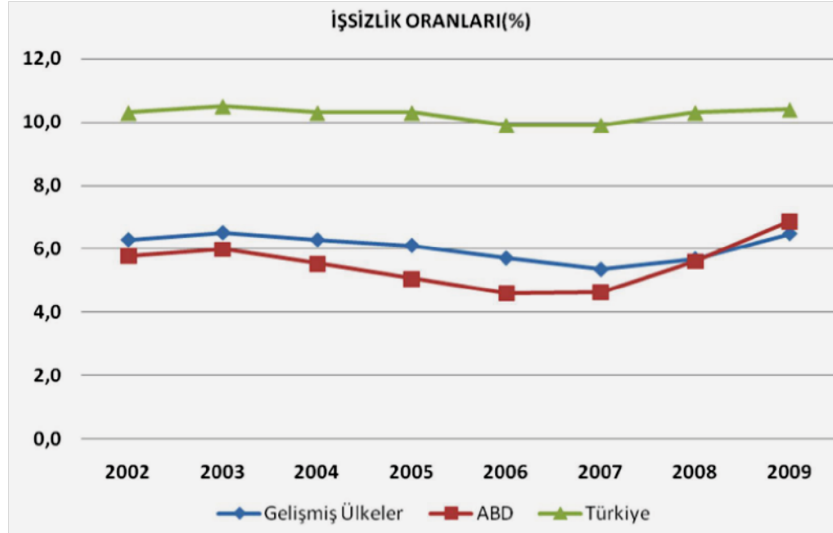
Kaynak: IMF

Grafik (43) özellikle 2007 den sonra büyüme oranlarının keskin bir şekilde düşüş izlenmektedir. Düşüşün hem gelişmekte olan ülkelerde, he de gelişmiş ülkelerde olması ABD merkezli krizin yayılma etkisi ile küresel bir hal aldığına önemli bir göstergesidir. Aynı durum grafik (alttaki) deki enflasyon oranları ve grafik (işsizlik oranları) için de geçerlidir.



Grafik 44:Enflasyon oranları (%)

Kaynak: IMF



Grafik 45: İşsizlik Oranları (%)

Kaynak: IMF

Özetle 2012 yılı itibariyle hala krizle mücadele eden bir Avrupa, krizin yaralarını henüz saramayan Asya ile birlikte etkisini en derin şekliyle sürdürmektedir. Bu bölümde küresel krizin diğer ülkeler yayılması ve alınan önlemler irdelenecektir.

Çalışmamızın buraya kadarki kısmında ABD de Krizin meydana gelişini, meydana gelen olaylarla birlikte irdeledikten sonra, sözkonusu dönemde Avrupa, Asya ve Latin Amerika'daki durumu belli ülkeleri inceleyerek krizin küresel bir hal aldığını daha iyi anlayabileceğiz. Türkiye ileriki bölümlerde incelenecektir.

5.3.1.İngiltere Küresel Krizin Etkisinde

Finansal ABD'de ki finansal başarısızlıklar, Avrupa finans sistemini de derinden etkilemiştir. İngiliz Bankası Lloyd TSB, en büyük rakibi HBOS'u 18,9 milyar dolara satın almıştır. Hemen ardından Bradford&Bingley'e İngiliz hükümeti tarafından el koyulmuştur. İngiltere hükümeti, bankalar için açıkladığı büyük kurtarma paketi kapsamında 250 milyar sterlinlik yeni kredi ve aynı tutarda likidite karşılıkları için garanti de yer almaktadır. Mevduat garanti limitlerini arttırmıştır. İngiltere hükümeti ülkenin zor durumdaki bankalarına kısa vade likidite sağlanmak için 87.2 milyar dolar tutarında acil fon desteği açıklamıştır. İngiltere hükümeti

finansal kurumlara olan güvenin yeniden tesis edilmesi için 685 milyar dolar tutarında bir plan açıklamıştır. Plan kapsamında bankaların açtıkları yeni kredilere 438 milyar dolar garanti getirilmiş ve 88 milyar tutarında öz sermaye sağlanması amaçlanmıştır. İngiltere hükümeti ülkenin üç en büyük bankasına 60 milyar dolar tutarında sermaye enjekte etmiştir. İngiltere merkez bankası Gösterge Faiz oranını düşürmüştür.

5.3.2.Belçika, Fransa ve Lüksemburg Küresel Krizin Etkisinde

Fortis Bank'ın %49'u kamulaştırılmıştır. Likidite sıkıntısı çeken Dexia'yı kurtarmak için Belçika, Fransa ve Lüksemburg devletleri tarafından 6,4 milyar euro destek sağlanmasına karar verilmiştir. Fransa hükümeti, Fransız ekonomisini teşvik için 26 milyar Euro'luk (32,9 milyar dolar) bir plan açıklamıştır.

5.3.3.İzlanda Küresel Krizin Etkisinde

İzlanda hükümeti ülkenin üçüncü büyük bankası Glitnir Bankası'nın yüzde 75'ini almıştır. İzlanda'da da ülkenin ikinci büyük bankası olan Landsbanki'ye el konulmuştur. İzlanda Merkez Bankası tarafından Rusya'nın, döviz rezervlerini desteklemek için kendilerine 4 milyar euro kredi vereceği bildirilmiştir. İzlanda hükümeti ülkenin en büyük bankası Kaupthing'e 683 milyon dolar kredi sağlanacağını açıklamıştır. Kaupthing'in 2,5 milyar sterlinlik bazı mevduatlarını Heritable Bank'ın ise 538 milyon sterline aldığını açıklamıştır. Bu gelişmeler yaşanırken Denetleme Kurumu (FME), ülkenin en büyük bankası Kaupthing bankasına el konulduğunu ve ülkedeki bütün mevduatların garanti altında olduğunu bildirmiştir. İsveç Merkez Bankası İzlanda Bankası Kaupthing'in İsveç Birimine 700 milyon dolar kredi açacağını duyurmuştur. İrlanda, bankalara 10 milyar euroya kadar sermaye desteği sağlayacağını açıklamıştır. IMF İzlanda'yla iki yıl vadeli 2,1 milyar dolar tutarında ekonomik iyileşme programı üzerinde anlamaya varılmıştır. Mali Düzenleme Kurumu, İzlanda hükümetinin el koyduğu Kaupthing bankasının Finlandiya'daki şubesini geçici olarak kapatmıştır.

5.3.4.İrlanda Küresel Krizin Etkisinde

İrlanda bireysel, ticari ve interbank banka mevduatlarına sınırsız garanti getirmiştir. İrlanda hükümeti Avrupa ve Asya'daki operasyonlarını satın almıştır. İrlanda hükümeti, ülkenin üç büyük bankasına 5,5 milyar Euro (7,68 milyar dolar) fon aktaracağını ve Anglo Irish Bank'ta ortaya çıkan kredi skandalından sonra bu bankanın çoğunluk hissesini alacağını dün açıklamıştır. Hükümetin Bank of Ireland ve Allied Irish Banks bankalarına ikişer milyar Euro yatırım yapacağını ve karşılığında alacağı imtiyazlı hisselerle “önemli konular” hakkındaki kararlarda yüzde 25 söz sahibi olacağını belirtmiştir.

5.3.5. Almanya Küresel Krizin Etkisinde

Alman Hükümeti ticari bankalar ve federal düzenleyicilerle birlikte Hypo Real Estate için 50 milyar dolar tutarında kredi garantisi verileceğini açıklamıştır. Almanya'nın ikinci büyük bankası Commerzbank AG'nin Alman hükümetinden 8,2 milyar euro (10.6 milyar dolar) sermaye yardımı alacağı açıklanmıştır.

5.3.6. Diğer Belli Başlı Avrupa Ülkeleri Krizin Etkisinde

İsveç mevduat garanti limitleri artırılmıştır. Avrupa maliye bakanları bütün Avrupa ülkelerinde banka mevduatlarına getirilen asgari güvencenin 50.000 euroya yükseltildiğini açıklamıştır. BNP Paribas, Fortisbank'ın 14,5 milyar euro değerindeki hisselerini satın almaya karar vermiştir. Bunun sonucunda BNP Paribas, yüzde 75 payla Fortisbank'ın en büyük hissedarı olmuştur. Avrupa Hükümetleri 2,5 trilyon dolar tutarında kurtarma paketleri açıklamıştır. Kurtarma paketleri bankacılık sektörünün yeniden sermayelendirilmesi, interbank ve doğrudan kredilere garanti verilmesini İsveç hükümeti bankalara ve konut sektörüne kaynak sağlayan finans kuruluşlarına 152 milyon euro destek vereceğini açıklamıştır. İspanya hükümeti İspanya bankalarına ait aktifleri satın almak için 40 ila 68 milyar dolar tutarında acil fon oluşturmuştur. Ukrayna Merkez Bankası ülkenin altıncı büyük bankası Prominvestbank'ın kontrolünü aldığını açıklamıştır. Belarus Merkez Bankası tarafından istikrarın ve ekonomik büyümenin devamı için IMF'den kredi istendiğini açıklanmıştır. IMF tarafından bazı gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı kısa vadeli kredi sıkışıklığının azaltılması için likidite swap kolaylığı olarak tanımlanan bir

aracın önceden seçilmiş, iyi yönetilen ancak kredi bulmakta zorluk yaşayan üst düzeydeki gelişmekte olan ülkelere sunulacağı açıklamıştır. Portekiz, hükümeti Banco Portugues de Negocios'un (BPN) millileştirileceğini açıkladı. Güney Kore hükümeti ekonomiyi canlandırmak için piyasalara yaklaşık 11 milyar dolar pompalayacağını açıkladı. İtalya hükümeti bankalara sermaye sağlamak için 30 milyar euro tutarında bir kaynak ayırmayı planladığını açıklamıştır. Macaristan Hükümeti, bankalara 3 milyar dolar sağlamaya hazır olduğunu açıkladı. Bankalara sağlanacak olan 3 milyar dolar, bankaların sermaye yapılarının güçlendirilmesi ve borçların ödenmesinde kullanılması öngörülmektedir. Macaristan'ın IMF ile yaptığı stand-by anlaşması çerçevesinde, fondan ve AB'den 25,1 milyar dolar kredi alacağını açıklanmıştır. Avrupa Merkez Bankası İngiltere İsviçre Merkez Bankası gösterge faiz oranlarında indirim gitmiştir. Polonya hükümeti 24 milyar euro tutarında ekonomik istikrar ve kalkınma paketi açıkladı. ING Grubu'nun İngiltere'deki internet bankacılığı hizmeti sunan kolun ING Direct İzlanda'daki Kaupthing Bankasından 2,5 milyar sterlin, Heritable Bankasından ise 538 milyon sterlin değerinde mevduat satın almıştır. İsveç Hükümeti, 1,1 milyar dolarlık ekonomik teşvik paketi açıkladı. Hindistan, ekonomiyi canlandırmak amacıyla, 4,1 milyar dolarlık teşvik paketi açıkladı.

5.3.7.Japonya Küresel krizin Etkisinde

Japon Nomura Lehman Brothers'ın Asya'daki varlıklarını, daha sonra ise Avrupa'daki operasyonlarını da satın almıştır. . Japonya'nın en büyük bankacılık kuruluşu Mitsubishi UFJ Financial Group (MUGF) Morgan Stanley'in yüzde 21'ini yaklaşık 9 milyar dolara aldığını açıklamıştır. Japonya'da Bakanlar Kurulu, ekonominin durgunluktan kurtulması amacıyla 54 milyar dolarlık yeni bir ekonomik paketi onaylamıştır. Japonya hükümeti 255 milyar dolarlık yeni bir teşvik planı açıklamıştır.

5.3.8. Latin Amerika Ülkeleri Küresel Krizin Etkisinde

Meksika Merkez Bankası kredi piyasalarının sağlıklı işlemesi için 11 milyar dolar tutarında bono alacağını belirtmiştir. Ayrıca, yatırımcıların uzun dönem bonolardan çıkmalarını önlemek için merkez bankası 3,7 milyar dolar tutarında swap işlemiyle sabit faizli uzun dönemli bono faizleri yerine değişken faiz imkanı

getirilmiştir. Amerikan Merkez Bankası Brezilya, Meksika, Güney Kore ve Singapur'un para birimlerini dolara çevirmeleri için 30'ar milyar dolar tutarında swap hattı açmıştır. IMF'nin Ukranya ve Macaristan ile sırasıyla 16,6 milyar dolar ve 15,7 milyar dolar tutarında ekonomik destek programı üzerinde anlaşmaya varıldığı açıklanmıştır. Brezilya'da Banco Itau Holding Financeira SA and Uniao de Bancos Brasileiros SA birleşme kararı alınmıştır. Brezilya merkez bankası 24 Eylül'den bu yana piyasalara 46,1 milyar dolardan fazla sermaye enjekte etmiştir. Brezilya'da 13 milyar doları aşan bir kurtarma paketi açıklamıştır.

5.3.9. Diğer Asya ülkeleri Küresel Krizin Etkisinde

Güney Kore hükümeti Kore bankalarının dışarıdan yabancı para cinsinden temin ettiği yaklaşık 100 milyar dolar tutarındaki krediyi, 30 Haziran 2009'a kadar devlet garantisi altına aldığını açıkladı. Bu arada bankalara 30 milyar dolarlık likidite imkânı temin edileceğini ve KOBİ'ler için Kore Kalkınma Bankası'na 750 milyon dolarlık bir kaynak aktarılacağı açıklanmıştır. Yeni Zelanda, İsveç Merkez Bankası İngiltere merkez bankası Avrupa Merkez Bankası gösterge faiz oranını düşürmüştür. Çin Merkez Bankası faiz indirmiştir.

5.3.10. Ocak-Aralık 2009 Tarihleri Arası Avrupa, Asya Ve Latin Amerika'da Küresel Kriz'in Etkileri

Şili, küresel ekonomik krizle savaşılabilmek için 4 milyar dolarlık teşvik planı açıkladı. Almanya'da, hükümetin 50 milyar avroluk paket üzerinde anlaşmaları belirtildi. İngiltere hükümeti küçük ve orta ölçekli şirketlere kredi ve sermaye yardımı açıklamıştır. 500 milyon sterline kadar cirosu olan firmalara 10 milyar sterlin sermaye, 20 milyar sterline kadar da kısa vadeli kredi temin edilebilecektir. 25 milyon sterline kadar cirosu olan firmalara 1,3 milyar dolara kadar banka kredisi sağlanması için garanti sağlanacaktır. Avrupa Merkez Bankası faiz indirdi.

ABD hazinesi Bank of Amerika'dan 20 milyar dolar değerinde imtiyazlı hisse aldığını açıklamıştır. Ayrıca 118 milyar dolar tutarındaki toksik varlıklarının bir çoğuna garanti getirildiği açıklanmıştır. Danimarka, bankalar ve ipotekli konut kredisi kuruluşları için 18 milyar dolarlık (100 milyar Danimarka kronu) kurtarma planı hazırladı. İngiltere, global kredi krizinden etkilenen ekonomisinin daha da

yavaşlamasını önleme çabaları kapsamında, bankaların büyük kayıplara karşı korunmasını ve borçlarına garanti getirilmesini amaçlayan milyarlarca sterlin büyüklüğünde yeni bir kurtarma planı açıkladı. Alman ipotekli konut kredisi kurumu Hypo Real Estate'in Alman hükümetinden borçlarına ilave 12 milyar euro garanti temin edeceği açıklanmıştır. Amerika Merkez Bankası ABD Merkez Bankası (FED), gösterge faiz oranını yüzde 0-0,25 aralığında tutmaya karar verdi. Fransa'nın ikinci büyük bankası Credit Agricole ile Societe Generale, varlık yönetim şirketlerini birleştirme kararı aldı. Böylelikle Credit Agricole'un yüzde 70 paya sahip olacağı bu yeni şirketin yönettiği fonların toplamı 638 milyar (816 milyar dolar) Euro'ya ulaşacak ve Avrupa'nın dördüncü büyük varlık yönetim şirketi olacaktır.

Hollandalı bankacılık devi Ing Group, Holanda hükümetinin, 27,7 milyar Euro'luk (35,8 milyar dolar) ABD ipotekli konut kredisinden kaynaklı sorunlu varlıkların büyük çoğunluğunu satın alacağını bildirilmiştir. Japonya hükümeti, finansal krizden dolayı nakit bulamayan ve gelecekte sorunlu hale gelmesi muhtemel şirketlerden hisse satın almak için 16,7 milyar dolar büyüklüğünde bir program başlatmıştır. İsveç hükümeti tekrar kredi vermeye başlamalarını sağlamak üzere bankalara 6 milyar dolar sermaye yardımı yapılacağını bildirmiştir. Bu çerçevede hane halklarına ve şirketlere uygun koşullarda kredi imkanı sağlanması hedeflenmektedir. Japonya Merkez Bankası Japon bankalarının küresel finans kriz dolayısıyla maruz kaldıkları zorlukları azaltmak amacıyla bankaların elinde bulunan hisse senetlerini almak için 11 milyar dolar kaynak sağlayacağını açıklamıştır. Merkez Bankası program kapsamında Nisan 2010'a kadar Japon bankalarının elinde bulunan ve borsada işlem gören hisselerden 11 milyar dolar değerinde satın alarak bankaların hisse senedi fiyatlarındaki değişikliklerden dolayı maruz kaldıkları risklerin azaltılması hedeflenmektedir. Avustralya hükümetinin, küresel krizden korunmak için 26 milyar dolarlık teşvik paketi hazırladığı açıklanmıştır. Paketin önemli bir bölümü düşük ve orta gelirli ailelere nakit olarak verilecek. Avustralya hükümeti, küresel krizden korunmak için 26 milyar dolarlık (42 milyar Avustralya doları) teşvik paketi hazırlıyor. Paketin, 28,8 milyar Avustralya dolarlık kısmının altyapı yatırımları, okullar ve konutlar için kullanılacağı, 12,7 milyar Avustralya dolarının ise düşük ve orta gelirliilere Mart ayında ödenecek nakit ödemeden oluştuğu belirtilmiştir. Avrupa Merkez Bankası faiz oranını değiştirmeyerek yüzde 2'de bırakmış, İngiltere Merkez

Bankası(BOE) ise faiz oranlarını 50 baz puan indirerek yüzde 1,5'ten yüzde 1'e düşürmüştür. Japonya IMF'e küresel finansal krizde kredi tesis edilmesini teminen ilave 100 milyar dolar sağlamıştır. ABD'de işletmelere, birey ve ailelere, işsizlere yönelik teşvikler ile enerji yatırımları, otoyol ve köprü inşaatları, sağlık bilim ve araştırma için kaynak ayrılmasını öngören ve Kongre'de kabul edilen 787 milyar dolarlık paket yürürlüğe girmiştir.

5.4.Öncü Göstergelerle ABD'nin Küresel Kriz Analizi

Bu bölümde, ABD ve Türkiye'nin 2008 Krizi öncesi ekonomik göstergelerini inceleyerek Erken uyarı teorilerinin pratikte çalışıp çalışmadığını anlamaya çalışacağız. Krizlerin dönemler itibariyle çıkış nedenleri ve yapılarının farklı olması öncü göstergelerde de farklılıklara neden olmaktadır. Daha önce finansal krizler için yapılan çalışmalarda, teknik olarak eşik değeri bulunmuş ve kriz dönemi öncesinde bu eşik değeri aşıldığında kriz öncü gösterge olarak kabul edilmiştir. Ancak yapılan çalışmaların çoğunda, eşik değerlerinin farklı olması eleştiri konusu olmuştur. Bu nedenle, , kriz öncesinde aşırı sapmalarının ele alındığı çalışmamızda bu aşırı sapmalar ile kriz sinyal ilişkileri incelenecektir.

5.4.1. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Amerika'nın Dış Ticaret Gerçekleşmeleri

	Brim	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ticaret									
Mal ve Hizmet Ticareti	% GSYİH	13,2	12,1	11,7	11,8	12,8	13,5	14,2	14,7
Mal ticareti dengesi: mal ihracat eksi ithalat.	Milyar USD	-477,7	-449,1	-509,1	-581,4	-707,4	-828,0	-882,0	-854,7
Mal İthalatı	Milyar USD	1 258,1	1 180,1	1 202,3	1 305,1	1 525,3	1 732,3	1 919,0	2 017,1
Mal İhracatı	Milyar USD	780,3	731,0	693,2	723,7	817,9	904,3	1 037,0	1 162,4
Hizmet ticaret dengesi: hizmet ihracat eksi ithalat.	Milyar USD	74,9	64,4	61,2	54,0	61,8	75,6	85,0	119,1
servis İthalatı	Milyar USD	223,7	221,8	231,1	250,4	291,2	313,5	348,9	378,1
servis ihracatı	Milyar USD	298,6	286,2	292,3	304,3	353,1	389,1	433,9	497,2
Cari işlemler dengesi	% GSYİH	-4,3	-3,8	-4,4	-4,8	-5,4	-5,9	-6,0	-5,3

Tablo 46: ABD'nin 2000-2007 yılları arası dış ticaret dengesi

Kaynak: OECD, http://www.oecd-ilibrary.org/economics/country-statistical-profile-united-states-2009_20752288-2009-table-usa

ABD nin cari açığı ile bu açığın nasıl finanse edildiği piyasaları yakından ilgilendirmektedir. 2007 sonu itibariyle ABD cari açık rakamı tarihinde en yüksek seviyeye ulaşarak 854.5 milyar dolar gerçekleşmiştir. GSMH'nin %5.3 u olan cari açık değeri Amerika gibi büyük bir ekonomi için bile oldukça yüksektir. IMF kriterlerine göre %4 un üzerindeki oranlar riskli olarak tanımlanmaktadır. Cari açık ABD için önemli olmasına rağmen sürdürülebilir niteliktedir. Bunun nedeni Asya Ülkelerinin ABD ve diğer dünya ülkelerine göre mutlak üretim üstünlüğüne sahip olmalarıdır. Bu sayede sahip oldukları ticaret avantajı, döviz rezervleri biriktirmelerine neden olmaktadır. Bu biriken döviz rezervi de ABD'nin cari açığının fonlanmasında kullanılmaktadır. İlave olarak ABD'nin mortgage piyasaları tarafından ihracı gerçekleşen tahvil ve VDMK'lerin önemli kısmı bu ülkelerin portföylerinde bulunmaktadır.

	2004	2005	2006	2007
Dünya	4	3,5	4	4
Amerika	3,6	3	2,7	2
Avrupa	2,2,	1,7	3	2,7
Asya	8,6	9	9,8	11
Afrika	6,5	6	6	6
Japonya	2,7	2	2	2,3
Çin	10	10,5	11,6	13
Hindistan	8,3	9,3	9,7	9,1
Rusya	7,2	6,4	7,7	8,1
Brezilya	5,7	3,2	4	6,1
Türkiye	9,4	8,4	7	4,5

Tablo 47:2008 Krizi öncesi Dünya ve Seçilmiş Ülkelerin GSYH Oranları

Kaynak: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weodata/weorept.aspx?>, E.T. 07.08.2012

Tablo(47) den takip edilebileceği gibi, 2008 küresel krizi öncesinde ülkeler küresel likidite bolluğu içinde büyümekte ve refah dönemi yaşamaktaydılar. Fakat iktisadi bir gerçek de piyasadaki para arzının artırılmasının belli bir dönemde ekonomiye olumlu yansyacağı ve uzun dönemde ekonomide enflasyona ve krizlere neden olacağıdır. Üstteki tabloda ABD'nin kriz öncesinde GSYH'nin düşüş eğiliminde olduğu izlenebilmektedir. Büyük ekonomilerdeki ithalata olan talebin azalmaya devam etmesiyle uluslararası ticaret yavaşlamaya başlamıştır. Dünya Ticaret Örgütü (The World Trade Organization), 2007 yılında ABD, Avrupa ve Japonya'da ithalatın gerilemeye başladığını, ayrıca gelişmekte olan ekonomilerin pek çoğunda ithalatın durağanlaşmaya doğru gittiğini belirtmiştir. Küresel ticari piyasalardaki büyüme oranı 2006 yılında %8,5 seviyesinde iken 2007 yılında %6 seviyesine gerilemiş, bu gerileme 2008 yılında da devam etmiştir.

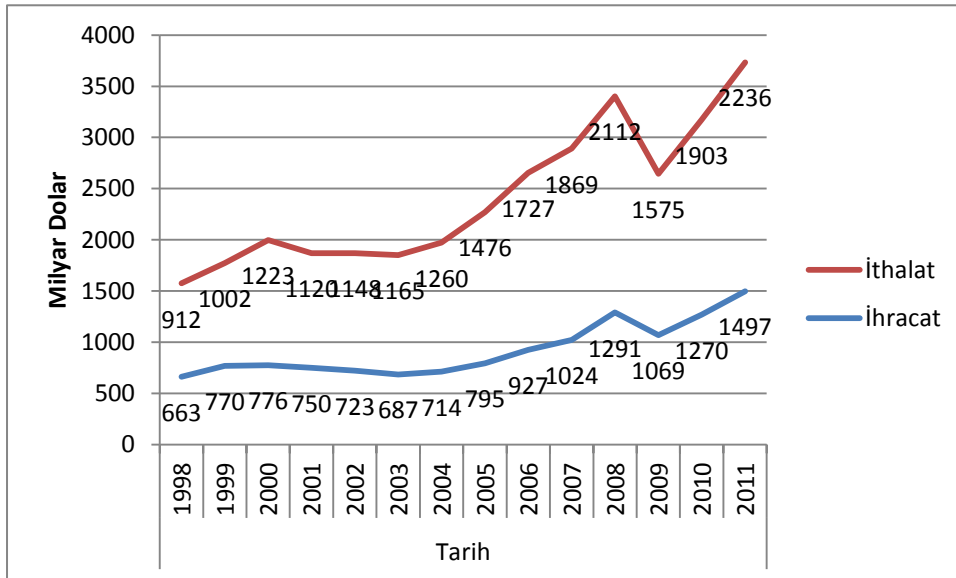
Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) raporlarına göre, 2008 yılında küresel ticari piyasalardaki gerileme devam etmiş, G7 ülkelerinin ticari mallar ithalatı %1,4 oranında azalmış, ayrıca bu ülkelerin ihracat rakamlarında hissedilir derecede düşüşler yaşanmıştır. Yine OECD raporlarında, 2008 yılı Ekim ve Kasım aylarında OECD ülkelerinde farklı aktivitelere ilişkin ekonomik göstergelerde sert düşüşlerin yaşandığı belirtilmiş, özellikle G7 ülkelerine ait temel ekonomik verilerde

bu düşüşler görülmüştür. Amerika'nın cari açık gerçekleştirmeleri bölümünde, cari açığın durumu daha detaylı ele alınacaktır.

5.4.2.Küresel Kriz Öncesinde Ve Sonrasında Amerika'da ki İhracat / İthalat (İhracatın İhracatı karşılama) Oranı

Yerel paranın aşırı değerlenmesi nedeniyle kriz öncesinde ihracatta azalma, ithalatta artma görülür. Bu nedenle ihracatın ithalata bölünmesiyle elde edilen, ihracatın ithalatı karşılama oranı, kriz öncesi dönemlerde azalarak kriz sinyali vermeye başlayacaktır.

İhracatta meydana gelebilecek bir azalma ya da ithalatın ihracatın üzerinde gerçekleşmesi rezervlerde bir açık verilmesine neden olmaktadır. İhracatta meydana gelen %10'luk bir azalma 24 aylık bir süreç içinde kriz olabileceğini öngörmektedir. İthalat artışına baktığımızda dış sektörün zayıflığı ve yerli paranın aşırı değerlenmesi para krizlerinin nedenleri arasındadır. Her iki unsur rekabetçi yapının kaybolmasından dolayı bankacılık sektöründe kırılganlığı artırabilmektedir.



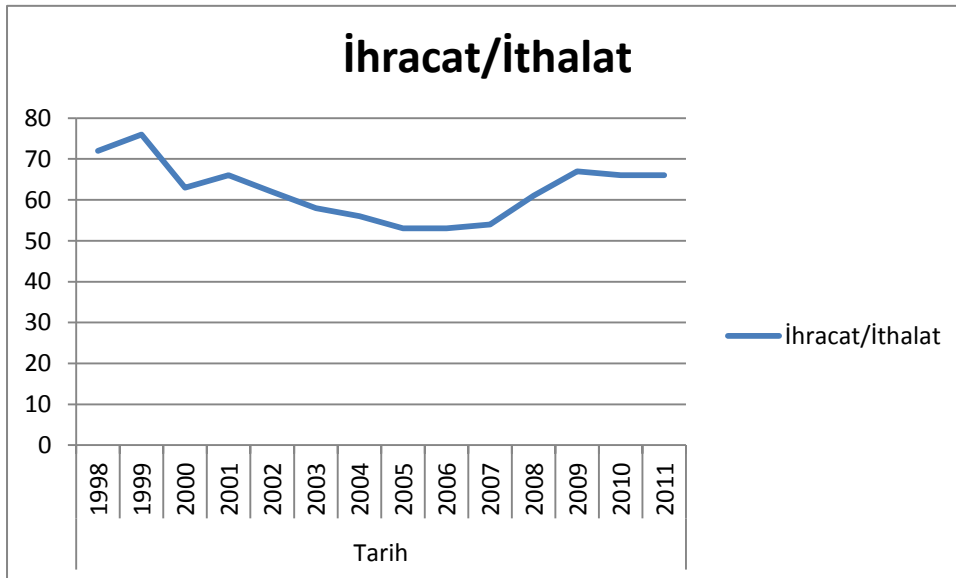
Grafik 46: ABD'nin İhracat ve İthalat Rakamları(1998-2011)

Kaynak: ABD Hazinesi

Bir ekonomide ithalatın giderek artması, dövize olan gereksinimi de artıracaktır. Özellikle GSYH' ye oranla daha hızlı bir artış, yaratacağı döviz kıtlığı ile dövize karşı spekülasyon saldırılarına neden olabilecektir. Bu nedenle bu göstergenin kriz öncesi dönemlerde artarak kriz sinyali vermesi beklenir. Ancak veriden öğrenme yöntemini benimseyen KLR modeline göre, analiz döneminde, bu gösterge için, üst eşik aşımının değil, alt eşik aşımının sinyal olarak kabul edilmesi Yerel paranın aşırı değerlendirilmesi nedeniyle kriz öncesinde ihracatta azalma, ithalatta artma görülür. Bu nedenle ihracatın ithalata bölünmesiyle elde edilen, ihracatın ithalatı karşılama oranı, kriz öncesi dönemlerde azalarak kriz sinyali vermeye başlayacaktır. Gösterge başarımını arttırdığı için bu oranın azalması sinyal olarak kabul edilmiştir.

Grafikte (46) da 1998 yılında 664 milyar dolar olan ihracat rakamının 2011 de 1 trilyon 497 Milyar dolara yükseldiği izlenebilmektedir. Bununla birlikte ithalatın da aynı trendi izleyerek 1998 yılında 912 milyar dolarken 2011 yılında 2 trilyon 236 milyar dolara yükseldiği izlenmektedir.

Erken uyarı sinyali olarak değerlendirdiğimizde gerek ihracat, gerekse ithalat kriz öncesinde sinyal vermemişlerdir. Kriz sinyali açısından İhracat/İthalat (ihracatın ithalatı karşılama) oranı bizlere daha sağlıklı bilgi verebilecektir.

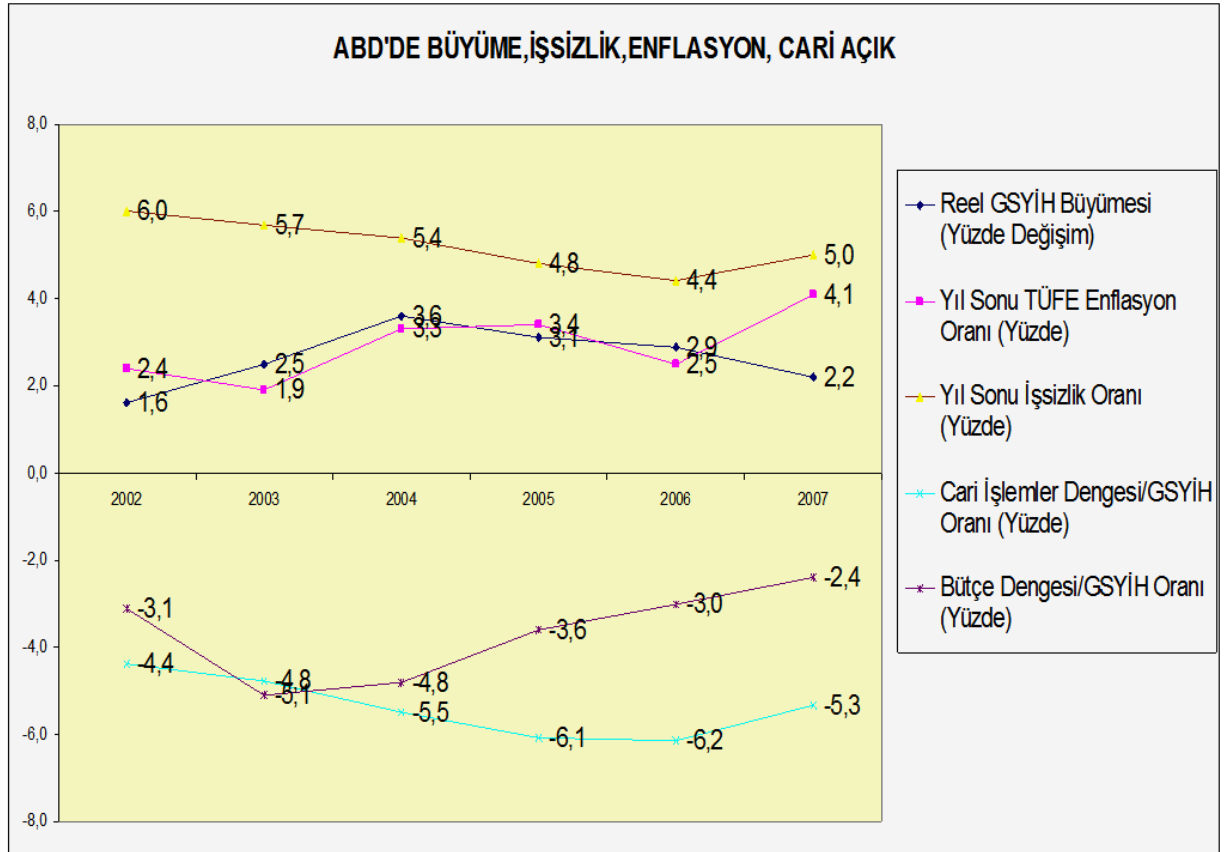


Grafik 47: ABD’de İhracatın ithalatı karşılama oranı(1998-2012)

Kaynak: ABD Hazinesi

Grafik (47) de izlenildiği gibi ihracat/İthalat oranı, ithalat ve ihracat kalemlerine göre daha belirgin sinyal vermektedir. Grafikte 2000 yılından itibaren ciddi bir iniş trendine giren ihracatın ithalatı karşılama oranı, kriz dönemi öncesinde en düşük seviyeye gelip krizle beraber artmaya başlamıştır. 2003 yılında % 60 olan oranın 2006 yılında % 52 ye düşmesi önemli bir kriz sinyalidir. Teoride % 10 olan düşüş % 15 olarak gerçekleşmiştir.

5.4.3.Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Amerika'nın Büyüme, İşsizlik, TÜFE'de ki Değişim, Bütçe Ve Cari Açık Gerçekleşmeleri



Grafik (44) Amerika Reel GSYİH Büyümesi, Yıl sonu Tüfe enflasyon, Yıl sonu işsizlik, cari işlemler dengesi/GSYİH, Bütçe Dengesi/GSYİH

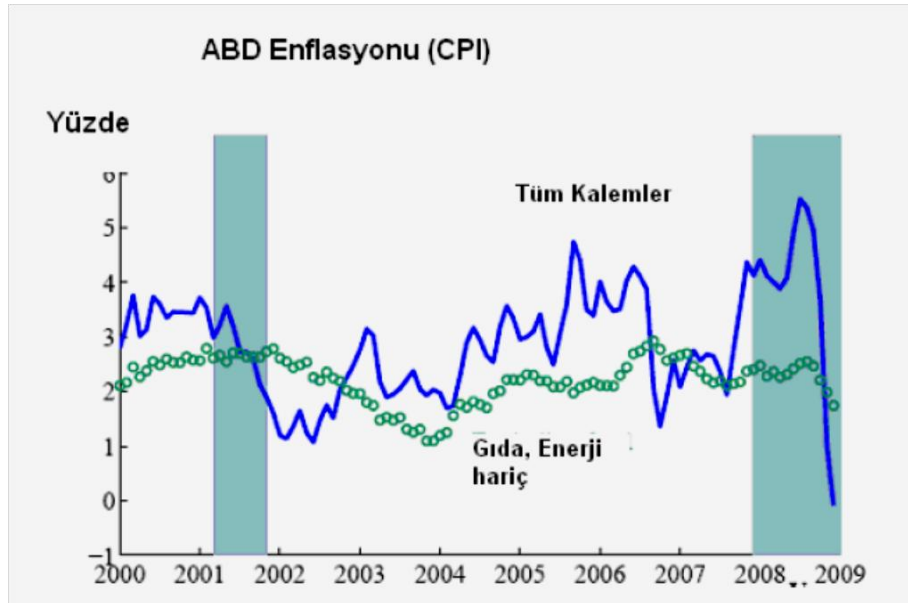
Kaynak: Fed, NBER, Bea

Yukarıdaki tablo (44) de Amerika birleşik devletlerinin Amerika Reel GSYİH Büyümesi, yıl sonu Tüfe enflasyon, Yıl sonu işsizlik, cari işlemler dengesi/GSYİH, Bütçe Dengesi/GSYİH oranı aynı grafikte gösterilmektedir.

TÜFE Değişim Oranlarına Baktığımızda,

Parasal genişleme ile ortaya çıkabilecek, enflasyon artışları kriz sinyali olarak değerlendirilebilir. Bu nedenle bu gösterge değerinin, kriz öncesi dönemlerde artarak, krizin yaklaşmakta olduğuna yönelik sinyal vermesi beklenir. Ancak krizi önceden haber verme konusunda TÜFE'nin % Değişimi göstergesinin çok ayırt edici sinyaller vermediği değerlendirilmektedir.

Özellikle krizin başlama döneminden itibaren devamlı yükselmesi dikkat çekmektedir. Greenspan'in "Amerika'da kısa vadeli faizler artmalı" ikazları başladığında, 2004 yılının başında, tüketici fiyat endeksindeki (TÜFE) artış yüzde 2'nin altındaydı. Aynı dönemde, TÜFE içinde besin maddeleri ve enerji'nin hariç tutulduğu endekste (çekirdek) artış yüzde 1'in çok az üzerindeydi. Kısacası, dönemin verilerine bakarak Amerikan ekonomisinde enflasyon baskısı olduğu söylenemezdi. Fed'in faiz artırımı politikası başladığı 2004 yılından itibaren TÜFE yüzde 3.3'e, çekirdek enflasyon ise 1.9'a gelmişti. İzlenen faiz politikası ile düşürülen enflasyon oranları, kriz söylentilerinin başlaması ve diğer kriz sinyallerinin etkisi ile tekrar artışa geçti.



Grafik 48: ABD Gıda ve enerji hariç tüm kalemler Enflasyonu (2000-2009 yılları arası)

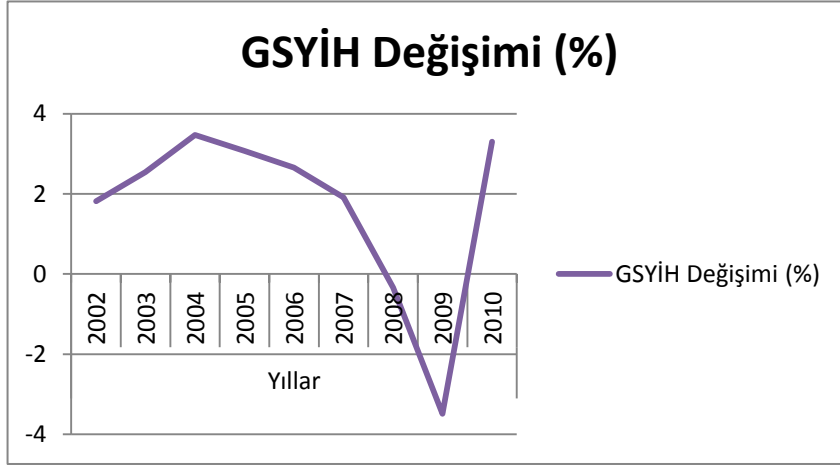
Kaynak: Dow Jones Official Webpage

Grafik (48) de daha ayrıntılı olarak görebilmekteyiz. Özellikle kriz öncesi dönemde 2001-2002 yıllarındaki seviyesine kadar inen enflasyon, krizle beraber yüzde 6 ya kadar yükselmiştir. Burada krizle baş etmek için başvuru olan gevşek para politikasının etkisinin önemi yadsınamaz. Bunun yanında kamu artışındaki artışın da fiyatlar genel dengesini arttıran diğer bir etken olduğunu söyleyebiliriz. Dolaşımdaki para arttırılarak paranın değeri düşürülmekte bu durumda enflasyon üretilmektedir. Burada yapılmak istenen ana hedef, para arzının arttırılarak paralel olarak harcamaların arttırılacağı gerçeğidir. Beklentilerin de bu düşüncenin işine katılması ile gelecekte yapılması planlanan harcamalar günümüze çekilmektedir. Bunu yaparken oluşturulan beklentiler fiyatların daha da artacağı yönünde olmaktadır. Bu şekilde harcamalar bugüne çekilmektedir. Amerika’da yapılan buydu. Mart 2009 ve Kasım 2010 da gerçekleştirilen ve 1 trilyon doları aşan parasal genişlemeler sayesinde ABD’de tüketici enflasyonu beklentilerin çok ötesine geçerek 1.1% artış gösterdi ve Türkiye enflasyonunu solladı; böylece ABD enflasyonu 1982 yılından bu yana en büyük artışını göstermiş oldu.(Bkz. Grafik 48)) Özetle 2008 krizinin temelinde para bolluğu sonucu oluşan aşırı borçlanmalar yer almaktadır. Gerçekleştirilen ticaretler sonucunda oluşan büyük borçlanmalar bu krizde temeli teşkil etmektedir. Bu borçları kapatabilmek için takip edilen enflasyonist tutumlar krizin daha fazla derinleşmesine yol açmıştır. Özellikle 2008 yılı öncesinde ciddi artış ile güçlü bir kriz sinyali alındığı söylenebilir.

GSYİH oranına baktığımızda;

GSYİH göstergesi KLR sinyal göstergelerinde doğrudan bir kriz sinyali olarak kullanılmamaktadır. Fakat hemen tüm göstergeler GSYİH ya oranlanmaktadır. Bu nedenle GSYİH’da meydana gelen her artış bu oranları olumlu etkileyeceği için çalışmamızda incelenmektedir.

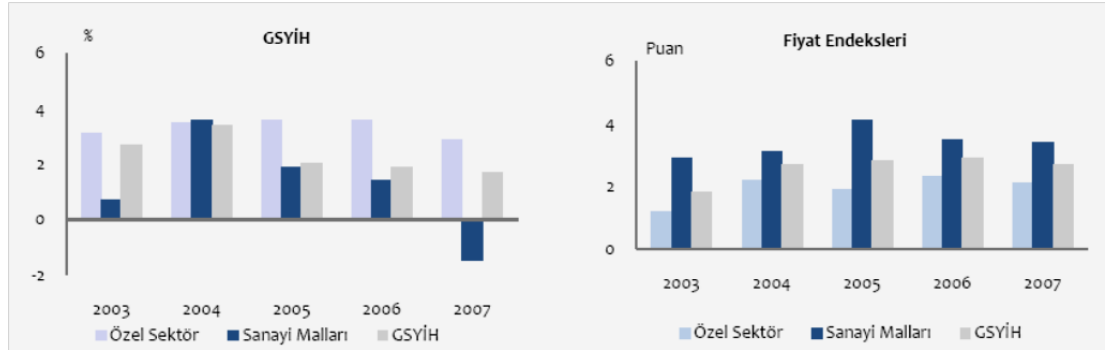
ABD’de kriz dönemine yaklaştığımızda GSYİH’daki azalış trendi dikkatlerden kaçmamaktadır. IMF’in Mart 2010 da Çin’de yaptığı konuşmada en zengin ülkelerde kamu borcunun/GSYH’ye oranının 2010’da, tekrar 1950 yılı düzeyine yükseldiğine, 2014’te bu oranın yüzde yüzü aşabileceğine dikkati çekmekteydi.



Grafik 49: ABD'nin GSYİH Yüzdelerik Gerçekleşmeleri (2002-2010)

Kaynak: IMF

ABD'de 2007 yılı içinde hizmetler sektörü, Üretim Sektörü, finans sektörü ve inşaat sektörü olmak üzere dört önemli sektörde baş gösteren sorunlar, sektörlerin ekonomik anlamda yavaşlamasına neden olmuş ve bu durum genel ekonomik büyümeyi doğrudan etkilemiştir.

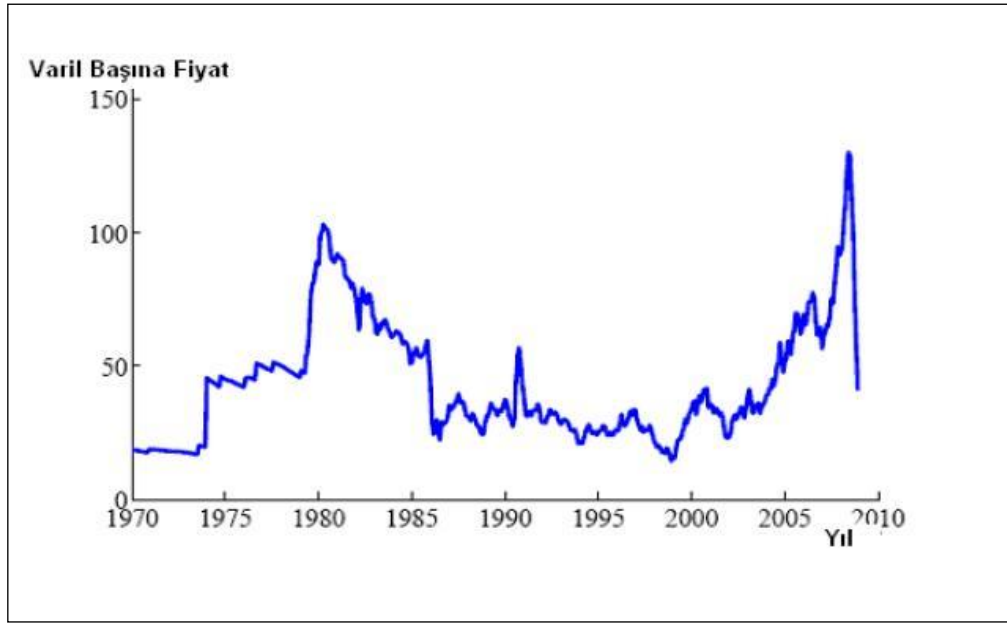


Grafik 50: ABD'nin GSYİH ve Katma Değer Esaslı Fiyat Endeksleri (2003-2007)

Kaynak: Dünya Ticaret Örgütü

Üretim sektörünün kriz öncesi durumuna baktığımızda, Grafik (yukardaki) gösteriyor ki sanayi mallarında 2004 yılından kriz dönemine kadar düşüş terndi hâkim olup krizle beraber % -2 değerine gerilemektedir. Özel sektörde bu şekilde bir sorun olmamasına rağmen, sanayi malleındaki olumsuz durum GSYİH'nin düşmesine sebep olmaktadır. Arzı düşen sanayi mallarının fiyatlarındaki artış ta sağ taraftaki grafikten izlenebilmektedir. Üretim sektöründe sanayi mallarındaki katma

değer fiyatlarında ortaya çıkan yavaşlamanın etkisiyle, GSYİH deflatorü artış hızı 2007 yılında düşüş göstermiştir. Sanayi malları fiyatlarında, 2006 yılında %4,1, 2007 yılında ise %3,4 artış gerçekleşmiştir. FED daha önce %1,3-%2 arasında beklediği 2008 yılı tahmini GSYİH büyüme oranını Nisan ayında %0,3-%1,2 olarak revize etmiştir. ihracata dayalı imalat sanayilerinde istihdam edilmekte olan kadınlar kendilerini ya kayıtdışı sektörde ya da tamamen işsiz olarak bulmuşlardır. Gerçekten de dünya ölçeğinde işsiz kadınların toplam sayısı 2007 ile 2009 arasında yaklaşık olarak 15 milyon kişi artmıştır.²⁴⁹ Benzer şekilde, (16-24 yaş grubundaki işsizler) genç işsizliği de, 10 milyon kişiden fazla artışa karşılık gelecek şekilde, 2007'deki yüzde 11,8'den 2009'da 13,4'e çıkmıştır. Bu durumun büyük kısmı ABD'den kaynaklanmıştır.



Grafik 51:2008 yılı dolar fiyatlarına göre hesaplanmış petrol fiyatları

Kaynak: : JONES, C. I.: 2009 "The Global Financial Crisis of 2007–20??", (çevirim içi)
<http://www2.econ.iastate.edu/classes/econ502/tesfatsion/globalfinancialcrisisoverview.2009.cjones.pdf>, Erişim tarihi 12.08.2012

Yukarıdaki petrol fiyatı grafiğine baktığımızda özellikle kriz dönemlerinin hemen ardından ciddi artışlar gerçekleştiği izlenmektedir. Grafikte en üst düzey fiyat artışları 1973 petrol krizi sonrasında ve 2008 küresel krizi sonrasında görülmektedir.

²⁴⁹ International Labour Organization, (ILO); Global Employment Trends, Geneva, January 2010, Shf.47

Rafineri darlıkları, OPEC dışı arzın artışı; tersine OPEC'in yeniden arzı kısıması vb gibi çeşitli etkenler petrol fiyatını etkiler. Unutulmaması gereken bir konu da petrolün aynı zamanda büyük firmaların çok gözde bir spekülasyon alanı olduğudur.

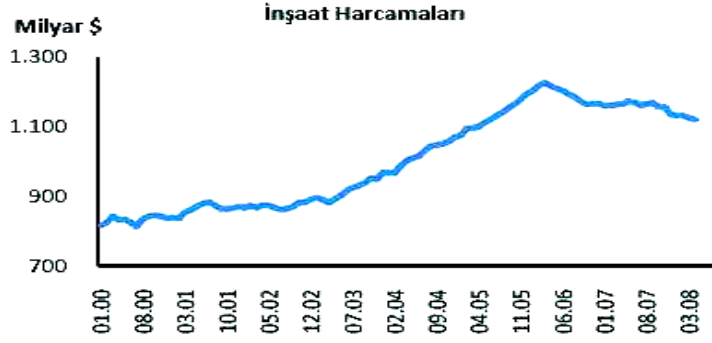
İnşaat sektörünün kriz öncesi durumuna baktığımızda mortgage krizi ile birlikte inşaat sektörü krizden olumsuz etkilenen sektörlerin başını çekmiştir. Özellikle konut fiyatlarındaki ani düşüş ve konuta talebin azalması bu durumun en önemli sebebini oluşturmuştur. Özellikle mortgage piyasası ile ilişkili olan inşaat sektörünün katma değeri 2006 yılında talep daralmasıyla beraber %6 düşmüş, 2007 yılında krizin etkisiyle %12 azalmıştır. Bununla birlikte krize rağmen büyümeye devam eden bilgi, iletişim ve telekomünikasyon sektörlerinin katma değeri 2007 yılında %13 oranında artmıştır.



Grafik 52: ABD’de Bina izin sayıları (2000-2008 yılları arası)

Kaynak: Reuters

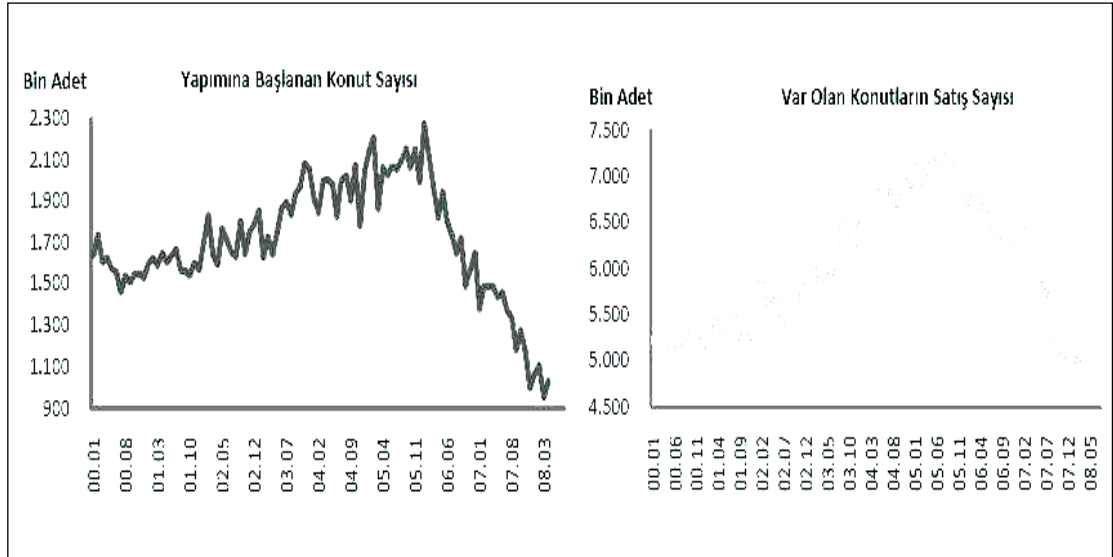
Grafik (52) de bina izin sayılarında krize girmeden önceki keskin düşüş dikkatleri çekmektedir.



Grafik 53: ABD İnşaat Harcamaları (2000-2008 yılları arası)

Kaynak: Reuters

İnşaat harcamaları grafiği, bina izin sayıları ile ters orantılı bir performans çizmektedir. Bina izin sayıları azalmış olsa bile krize giriş öncesinde harcamalarda meydana gelen artış krizin başlama dönemine kadar artış trendi vermektedir.

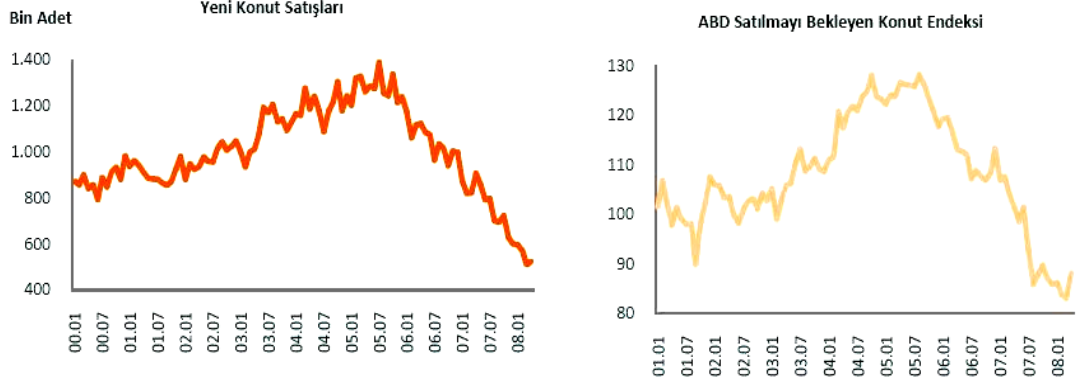


Grafik 54: ABD’de Yapımına başlanan konut sayısı ve var olan konutların satış sayısı (2001-2008 arası)

Kaynak: Reuters

Krizin hissedilmeye başladığı dönemde konut fiyatına olan talebin bıçak gibi kesildiği yapımına başlanan konut grafiğinden izlenebilmektedir. 2006 yılında en yüksek seviyede olan yapımına başlanan konutlar, krizin hissedilmesi işe 2000 li

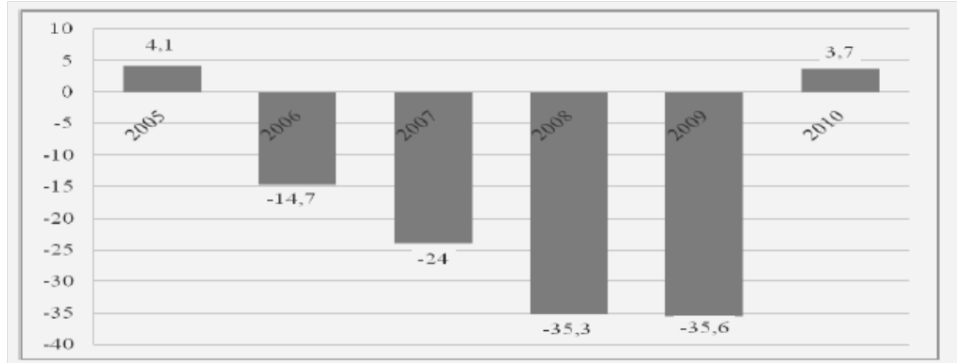
yıllardaki seviyelerin çok altına düşmüştür. Bununla birlikte asıl problem sağdaki grafikten izlendiği gibi mevcut konutların satılmayıp elde kalmasıdır.



Grafik 55: ABD’de Yeni Konut Satışları ve Satılmayı Bekleyen Konut Endeksi (2000-2008 Arası)

Kaynak: Reuters

Krizin gelişinin hissedildiği yıllarda bir önceki grafiğe benzer şekilde yeni konut satışlarının bıçak gibi kesildiği 2008 yılına gelindiğinde 2000 li yıllardaki seviyenin altına gelindiği izlenmektedir.



Grafik 56: ABD’de konut Ruhsatlarının Yüzde Değişimleri

Kaynak: Kaynak: www.census.gov, 2011.

2006 yılından itibaren başlayarak 2009 yılına kadar sürekli küçülmüştür. 2006 yılında bir önceki yıla göre %14,7 küçülen konut ruhsatları değişimi, 2007’de %24’e düşmüştür. 2008 yılında yüzde 35,3’e gerileyen konut ruhsatları değişimi, 2009 yılında %35,6 ile dibe vurmuştur. Sektörün toparlanmaya başladığı 2010 yılında konut ruhsatları yüzde 3,7 büyümüştür

İşsizlik oranına baktığımızda,

İşsizlik göstergelerini, KLR'nin oluşturduğu başarılı sinyal göstergeleri listesinde bulunmamaktadır. Bununla birlikte, bu çalışmamızda özellikle kriz dönemlerinde meydana gelen işsizlik sorununu gösterebilmek için işsizlik göstergelerini kullanacağız.

ABD'den başlayarak dünya ülkelerini etkisi altına alan ekonomik krizden en çok etkilenen alan istihdamdır. Ekonomik krizin ABD'ye faturası 4,2 milyon işsiz artışı olarak yansımış ve işsizlik oranı % 8,1 olmuştur. 2000 yılında işsizlik oranı %4 iken, 2011 yılında %9'u geçmiştir. Geçici işlerde ve part-time işlerde çalışanları eklediğimizde bu oran daha artmaktadır. Ayrıca ABD'nin dış borcu GSMH'sini aşmış durumdadır. Gerek ABD'de gerekse Avrupa Birliği'nde kurtarma paketleri devasa borç yükü ve bütçe açıklarına neden olmuş, bu durum ekonomide yeniden bir kırılma noktası yaratmıştır.

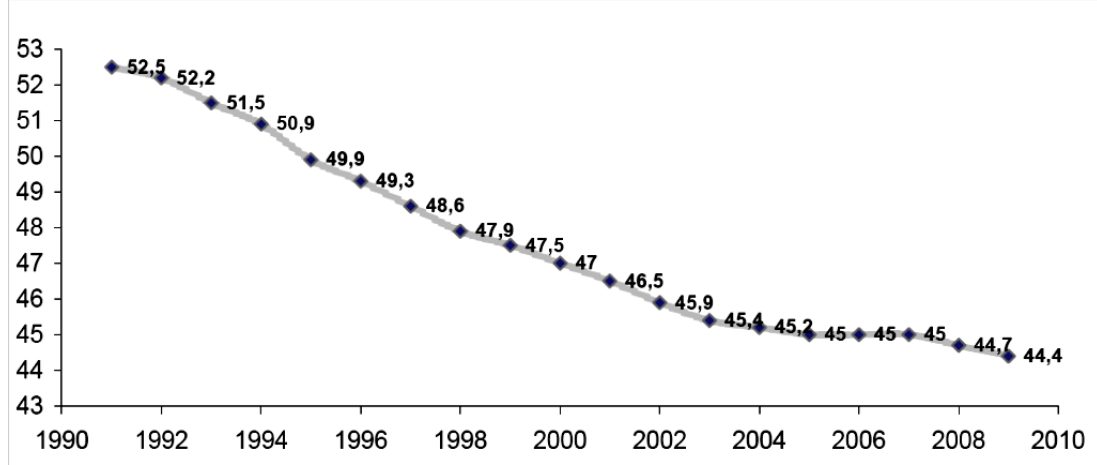
	2008	2009	2010	2011(Eylül)
Estonya	5,5	13,8	-	-
Letonya	7,5	17,6	17,1	-
Litvanya	5,8	14	13,7	-
İngiltere	5,6	7,6	7,8	-
İzlanda	3	7,2	7,5	-
İspanya	11,3	18	20,1	22,6
İrlanda	6	11,8	13,5	14,2
Hırvatistan	8,4	9,6	11,8	13,7
Portekiz	7,7	9,6	10,9	12,5
Fransa	7,8	9,4	9,7	9,9
Macaristan	7,8	10	11,2	9,9
Polonya	7,1	8,2	9,7	9,4
TÜRKİYE	11	14	11,9	9,2
ABD	5,8	9,3	9,6	9,1
Kanada	6,1	8,3	8	7,3
İsveç	6,2	8,3	8,4	7,2
Danimarka	3,3	6	7,5	7,1
Rusya	6,4	8,2	7,2	6,1
Almanya	7,3	7,5	6,8	6
Brezilya	7,9	6,8	5,3	6
Japonya	4	5,1	5,1	4,3
AB 27	7	8,9	9,6	9,7

Tablo 48: Seçilmiş Ülkelerin İşsizlik Oranları (2008-09.2011)

Kaynak: Eurostat

***İzlanda,Kanada,Rusya ve Brezilya verileri OECD'den, Türkiye Verileri TÜİK'ten temin edilmiştir.

2008-2011 yılları arasında da Amerika'daki işsizlik oranlarının hala ciddi seviyelerde olduğu yukarıdaki grafikten izlenebilmektedir.



Grafik 57:Dünyada 1991- 2009 Yılları Arasında Genç Nüfus İçinde İstihdam Edilenlerin Oranı (%)

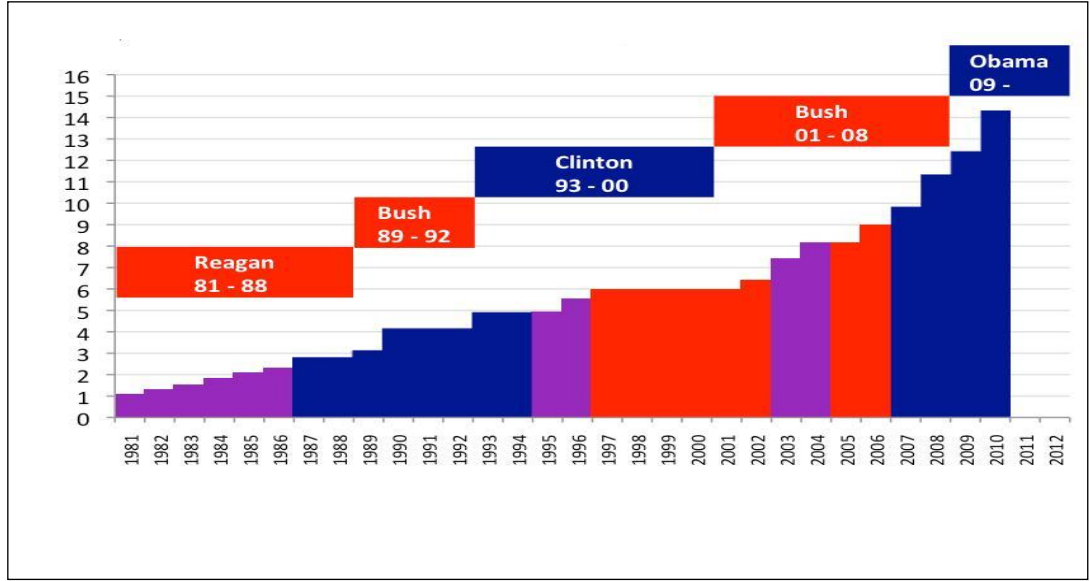
Kaynak: ILO, *Global Employment Trends for Youth*, Geneva: International Labour Office Publication, First Published ,August 2010, s.13

İşsizliğin dünyada ne kadar önemli bir sorun olduğu yukarıdaki grafikte daha iyi anlaşılabilir. 1990 larda Genç nüfusun önemli bir bölümü istihdam edilirken aradan 20 yıl geçtikten sonra istihdam edilen genç nüfus oranındaki azalış önemli bir sorun olarak görülmektedir. Uluslararası Çalışma Örgütü'nün verilerine göre dünya çapındaki işsizlik oranı 50 milyonu bulmuş ve finans sektöründen yayılarak ekonominin her alanına ulaşması bunun önemli kanıtıdır.²⁵⁰

Bütçe dengesi rakamlarına baktığımızda;

Bir ekonomide artan bütçe açıkları, parasal genişlemeye, parasal genişlemede spekülasyonlara neden olabilir. Bu nedenle bütçe açıklarının, GSYH'ya oranının kriz öncesi dönemlerde artarak, krizin yaklaşmakta olduğuna yönelik sinyal vermesi beklenir. Kriz başlangıcı öncesinde bütçe dengesinin sinyal verdiğini ve kamu borç tavanının da artış trendi ile bu durumu desteklediğini görebilmekteyiz.

²⁵⁰ Carl Mortished, "Global unemployment heads towards 50 million", The Times, 29 Ocak 2009, (çevrimiçi) <http://bit.ly/aTcG5W>, (15.08.2012).

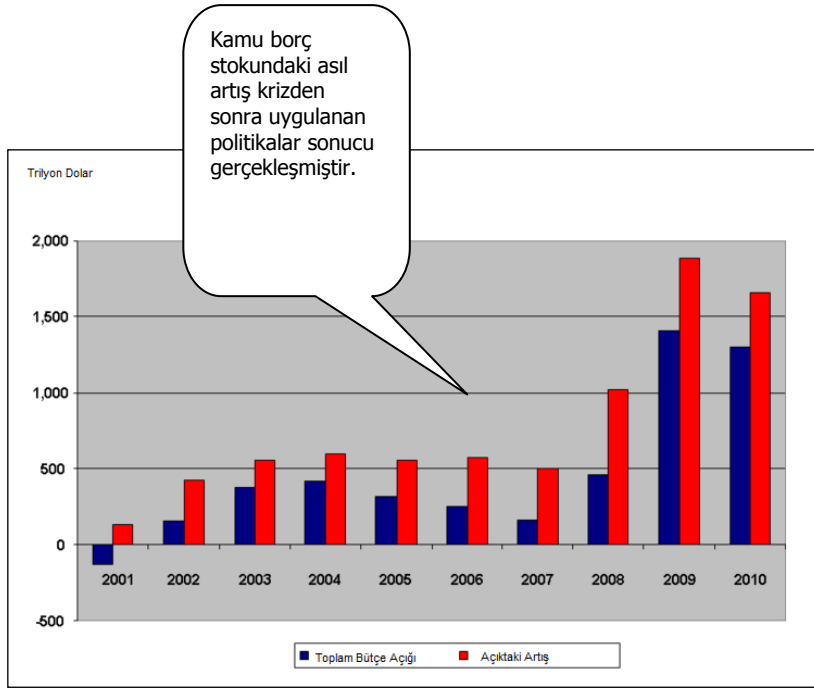


Grafik 58:ABD'nin Kamu Borç Tavanı (1981-2012 yılları arası)

Kaynak: CBO Historical Tables, U.S. Treasury Direct

*** Mor bölge kongre kontrolünde, Lacivert bölge cumhuriyetçiler kontrolünde ve kırmızı bölge demokratlar kontrolündedir.

Grafik (58) de görüldüğü gibi 2002 yılına kadar genelde durağan giden kamu borç tavanı, 2003 yılından itibaren 2010 yılına kadar devamlı ve yüksek oranlarda artmıştır. Obama'nın son borç tavanı artışında Cumhuriyetçilere adeta yakarak borç tavanının artışı istemesi, krizin bütçe dengesini ne derecede etkilediğinin diğer bir kanıtıdır.



Grafik 59: ABD'nin Kamu Borç Stoğu ve Açıktaki Artış (2001-2010 yılları arası)

Kaynak: CBO Historical Tables, U.S. Treasury Dire

Grafik (59) da kamu borç stoğunun bütçe dengesindeki asıl bozulmanın krizin başlangıç yılı olan 2008 de olduğu ve daha sonra açığın hızla arttığını görebilmekteyiz. 2010 yılından 2012 yılına kadar olan artış trendi de ayrıntılı olarak grafik (59)da izlenebilmektedir.

Sadece Ekim 2009 yılı itibariyle piyasaya 13 trilyon dolar para pompalayan Amerika, tarihinin de en büyük bütçe açığını verdi. Ekonomik kriz nedeniyle hem Amerika'nın hem de dünyanın en büyük finans kuruluşları son bir yıl içinde batma tehlikesi yaşamış ve ABD hükümeti de bu dev finans kuruluşlarını kurtarabilmek için hazineden trilyonlarca doları bu kuruluşlara aktarmıştı. ABD, halkın vergilerden elde ettiği geliri bankaların kurtarılmasında kullanması nedeniyle de tarihinin en büyük bütçe açığını vermiş durumda. Bunun yanı sıra hem emlak sektöründe kredi veren finans şirketi ile hem de AIG gibi şirketleri de kurtaran Amerikan Devleti, ayrıca kriz nedeniyle de vergilerin düşmesi neticesinde bütçe açığını tarihi rekorla tamamlamaktadır.

ABD'nin kamu borcu/GSYH verileri 1792 yılına kadar gidiyor. Bu dönem içinde, 1835-6 yıllarında ABD kamu borcu/GSYH oranını sıfıra indirmeyi başarmış. BEA istatistiklerine baktığımızda, 1900'den bu yana en düşük oran ise 1907 yılında; % 7,3. Bu oran %121,3 ile doruk noktasına 1946 yılında ulaşıyor. Bu da II. Dünya Savaşı'nın bitiminden sonraki ilk yıl. Daha sonraki yıllarda bu oran, neredeyse,

sürekli bir biçimde aşağıya inmiş ve 1981'de % 31,9'a kadar düşmüş. Ama bu pek uzun ömürlü olmamış. 1988'de kamu borç stoku, tekrar, GSYH'nin yarısını aşmış. İzleyen dönemde, Başkan Clinton döneminin son iki yılında (2000 ve 2001) sağlanan 3-4 puanlık düşüş dışında, ABD'nin kamu borcu/GSYH oranı neredeyse sürekli artmış. 2008 yılında % 69,2'ye tırmanmış. Krizin etkisi 2009'da görülüyor. Kamu borcu/GDP oranı % 83,3'e ulaşmıştır.

ABD'yi bu noktaya getiren süreç 2008 krizinin başlangıcında ABD Başkanı Bush'un döneminde açıklanan 700 milyar dolarlık paketin açıklamasına dayanmaktadır. Krizin derinleşmesiyle Obama yönetiminden beklentiler artmaya başlamıştır. Küresel çözümlerin gerekliliği ön plana çıkmış ve Obama 787 milyar dolar tutarındaki yeni çözüm paketini açıklamıştır. 2009 yılında yatırım ve istihdamı destek için 250 bin dolarlık ek bir teşvik serbest bırakılmıştır. Buna ek olarak yatırımı arttırmak amacıyla sermaye üzerinden alınan tüm vergiler kaldırılmıştır. 2009 yılında okul, yol ve benzeri altyapı çalışmaları için 25 milyar dolar ayrılmış böylece 1 milyon kişi için istihdam yolu açılmıştır. Ayrıca otomotiv sektöründe ar-ge çalışmaları için 50 milyar dolar bütçe ayrılmıştır. Çalışan kesime % 95 oranında vergi iadesi sağlanmış böylelikle işçilere 500 dolar, ailelere de 1000 dolar vergi iadesi verilmiştir. Tüm bu harcamaların ABD'ye faturası büyük bütçe açıkları olmuştur.

ABD Bütçesi Ve Borçları (Trilyon Dolar)			
	2010	2011	2012
BÜTÇE			
Gelir	2.163	2.174	2.627
Gider	3.456	3.819	3.729
Açık	1.293	1.645	1.101
KAMU BORCU	13.527	15.476	16.654
MİLLİ GELİR (GSMH)	14.508	15.080	15.813
BÜTÇE AÇIĞI/GSMH	%8.9	%10.9	7%
KAMU BORCU/GSMH	%92.2	%102.6	%105.3

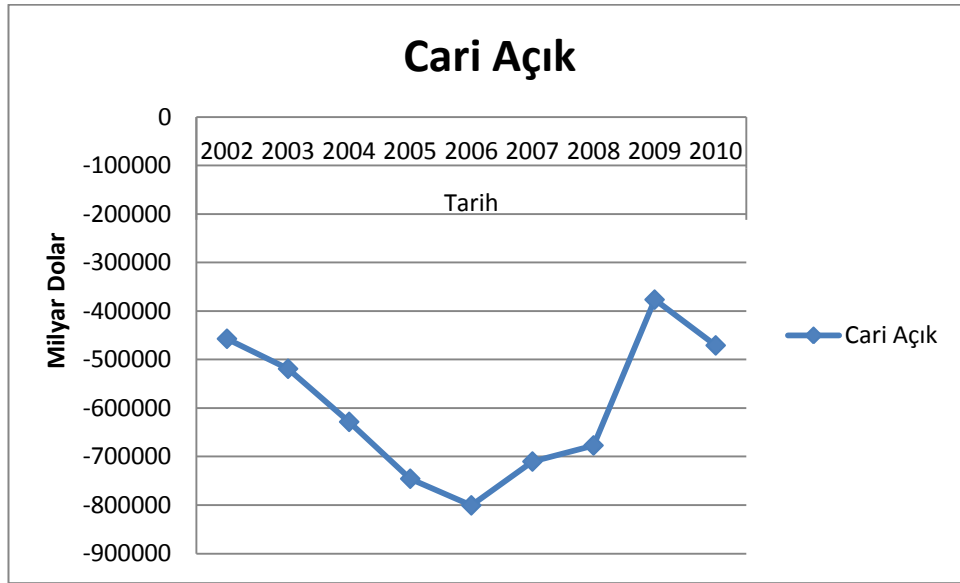
Tablo 49:ABD'nin Bütçesi ve Borçları (2010-2012)

Kaynak:U.S. Government Printing Office

Tablo (49) da son üç yılın bütçesi ayrıntılı şekilde izlenebilmektedir. Buradan çıkan şudur ki kriz öncesi süreçten başlayan bütçe açıkları hala artan şekilde devam etmekte olup ciddi boyutlara ulaşmıştır. Fakat ABD’de bütçe açıkları kriz öncesinde güçlü bir sinyal vermemiş olup asıl artış kriz başlangıcından sonra alınan tedbirlerle paralel olmuştur.

Cari açık rakamlarına baktığımızda;

Cari açık, ekonominin dış finansman ve döviz rezervlerine olan gereksinimi arttırmakta ve spekülasyon saldırıyı tetiklemektedir. Bu nedenle bu gösterge değerinin kriz öncesi dönemde artarak kriz sinyali vermesi beklenir.



Grafik 60:Amerika’nın Cari Açığı (2002-2010)

Kaynak: IMF

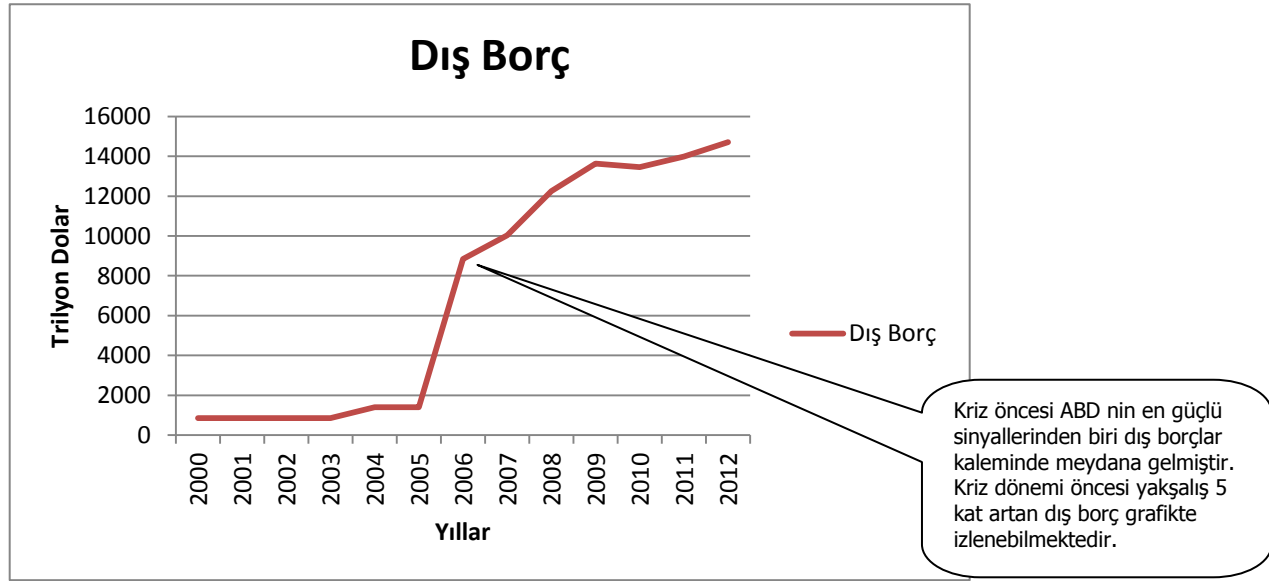
Grafikte (60) 2002 yılında ciddi bir artış trendine giren cari açık krizden bir yıl önce dip yapmıştır. Burada cari açığın ABD’de kriz öncesinde güçlü bir sinyal verdiğini söyleyebiliriz.

5.4.4.Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Amerika’nın Dış Borç Gerçekleşmeleri

Dış ticaret hadlerinin ülke lehine gelişmesi olumlu bir olay olmasına rağmen ihracat malları fiyatlarına karşı dış talebin duyarlılığı fazla ise diğer taraftan ithal

mallarına olan iç talebin fiyata karşı duyarlılığı fazla ise bu durum ihracatın azalması ithalatın artmasına neden olur. Böyle bir durumun gerçekleşmesi finansal bir krizi tetikleyebilir. Bu nedenle bu oran arttıkça kriz sinyalinin artması beklenir.

Krizin başladığı 2008 yılında IMF, CIA ve IMD World Competitiveness Yearbook verilerinden derlediği bilgilere göre toplam kamu ve özel sektörün yabancılara, toplam dış borç miktarını gösteren dış borç sıralamasında dünyanın en büyük ekonomisi ABD başı çekmekteydi.



Grafik 61: Amerika'nın Uzun ve Kısa Vadeli Dış Borçları (1991-2010)

Kaynak:IMF ve ABD Hazinesi verilerinden derlenmiştir (Amerikan Hazinesi)

Dünyanın en büyük ekonomisi Amerika Birleşik Devletleri'nde, devlet borçları rekor düzeye çıkarak 16 trilyon dolara ulaştı. Grafik (61) den da görüldüğü gibi krizin ayak seslerinin duyulduğu 2006 yılında 1.4 milyar dolar (1 trilyon 400 milyar dolar) olan ABD dış borcu bir sonraki yıl güçlü sinyalle %13 artarak 10.040 USD ye yükselmiştir. Kriz döneminde de artışta hız kesmeyen Amerika dış borcu 2012 yılında 16 trilyon dolar gibi rekor seviyelere ulaşmıştır. Krizlerin dış borç ilişkilerini daha iyi anlayabilmek için diğer ülkelerin dış borç gerçekleştirmelerini incelememiz yeterli olacaktır. Toplam dış borcun GSYH'ye oranına bakıldığında en kötü durumdaki ülke İrlandadır. İrlanda'nın milli gelirinin 11 katı kadar dış borcu (toplam dış borcun GSYH'ye oranı % 1.102) bulunmaktadır. Her ne kadar ABD, toplam dış borç miktarında ilk sırayı alsa da toplam dış borcun

GSYH'ya oranına bakıldığında ABD'nin durumu İrlanda, İngiltere, Hollanda, Hong Kong, Belçika, Portekiz, İsviçre,Avusturya, İsveç,Fransa, Danimarka, Yunanistan, İspanya, Macaristan, Finlandiya, Almanya, Norveçve İtalya'dan daha iyi durumdadır.

5.4.5.Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Amerika'da Parasal Gerçekleşmeler

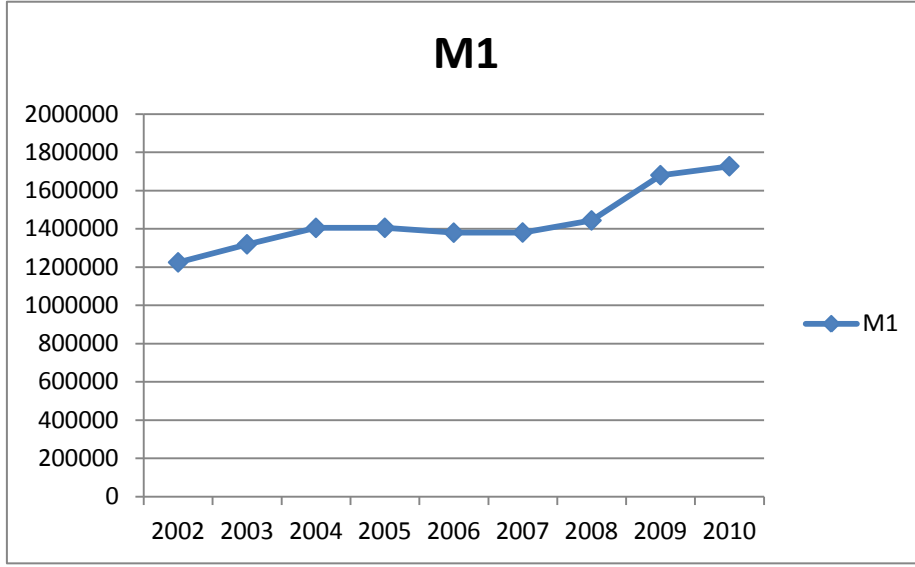
M2 para sunumu, M2 para sunumu çarpanı ve M2 para sunumu tanımının içerdiği toplam mevduatlar azalarak kriz sinyali verirken, dolaşımdaki paraya vadesiz mevduatların eklenmesiyle bulunan M1 para sunumu²⁵¹, Türkiye örneğinde yaşanan finansal krizler öncesindeki on iki aylık kriz pencerelerinde artarak kriz sinyali vermektedir.

Parasal genişleme 'Quantitative Easing' kısaca 'QE' olarak bilinir. Özetle; Parasal genişlemelerin, hükümetlerin planlarının ve hedeflerinin altında kalmaları Taşınmaz değerlerindeki artışların yavaşlaması ve ekonominin daralmasıyla yapılan parasal bir müdahaledir.

Fed, krizin başından Şubat 2009 yılına kadar dört farklı kurtarma paketi açıkladı. İlk paket 700 milyar dolardı. İlk pakette hedeflenen konut ve ofis alımıyla alakalı kredilerin geri ödenmeyenlerin hazine tarafından satın alınmasıydı. İkinci pakette derecelerine göre en iyi şirketlerin dolar üzerinden yazılan ve vadesi 120 güne kadar olan ticari senetlerin satın alınması gerçekleştirilmiştir. Hemen ardından gelen üçüncü pakette 250 milyar dolar ek sermaye sağlandı. Obama paketi olarak da adlandırılan dördüncü pakette ise 2.8 trilyon dolar sermaye sağlanmıştır. Bur durum parasal tabanın katlanarak büyüme göstermesine sebep olmuştur.

FED para dolaşım hızını arttırmak için para tabanı arttırma politikasına başvurmuştur. Bu politikayla M1 ve M2 para arzını arttırmıştır.

²⁵¹ **M1**, Dolaşımdaki para ile vadesiz mevduatlar (YTL ve YP) toplamıdır. **M2**,M1'e ek olarak mevduat bankalarının vadeli mevduatları (YTL ve YP) kapsar. **M3**, M2'ye ek olarak repo, para piyasası fonları ve ihraç edilen menkul değerleri kapsar.

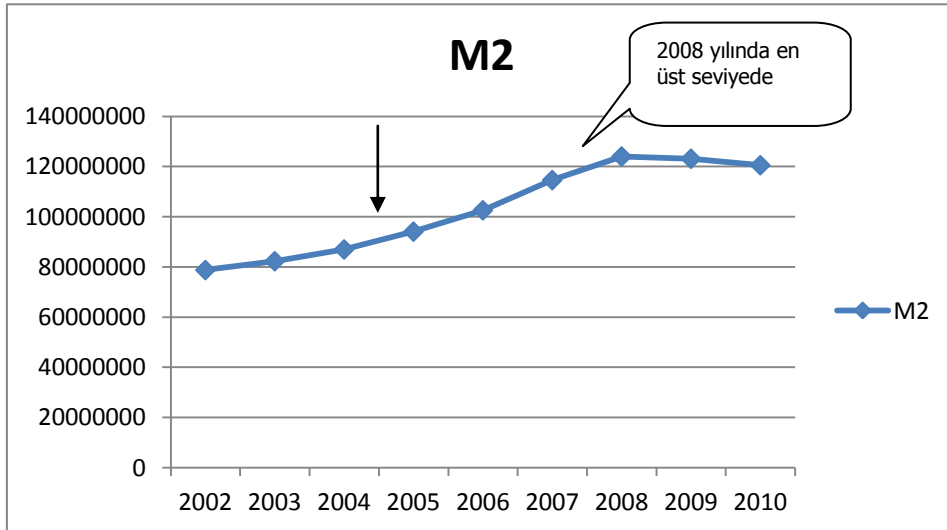


Grafik 62:ABD'nin M1 Para Arzı Gelişimi (2002-2010)

Kaynak:FED

***Dikey eksenindeki M1 rakamları (000) sıfır atılarak gösterilmiştir.

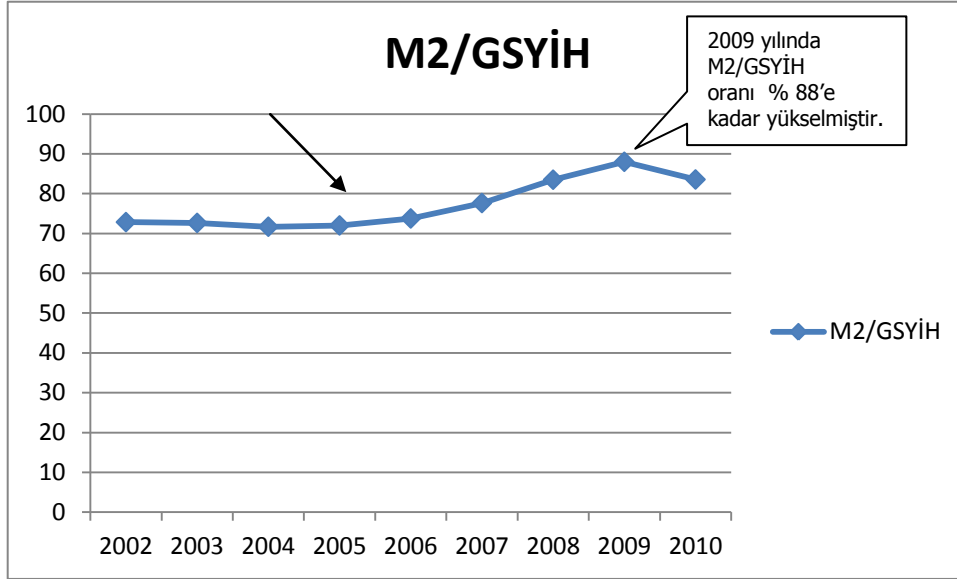
Yukarıdaki Grafik (62)'de M1 kriz öncesi artışın sınırlı olduğu izlenebilmektedir. Fakat bir kriz sinyali olup olmadığını anlayabilmek için daha geniş bir tanım olan M2 gelişimine, M2/GSYİH ve M2/ Rezervler oranına bakmamız gerekmektedir.



Grafik 63:ABD'nin M2 Para Arzı Gelişimi (2002-2010)

Kaynak:FED

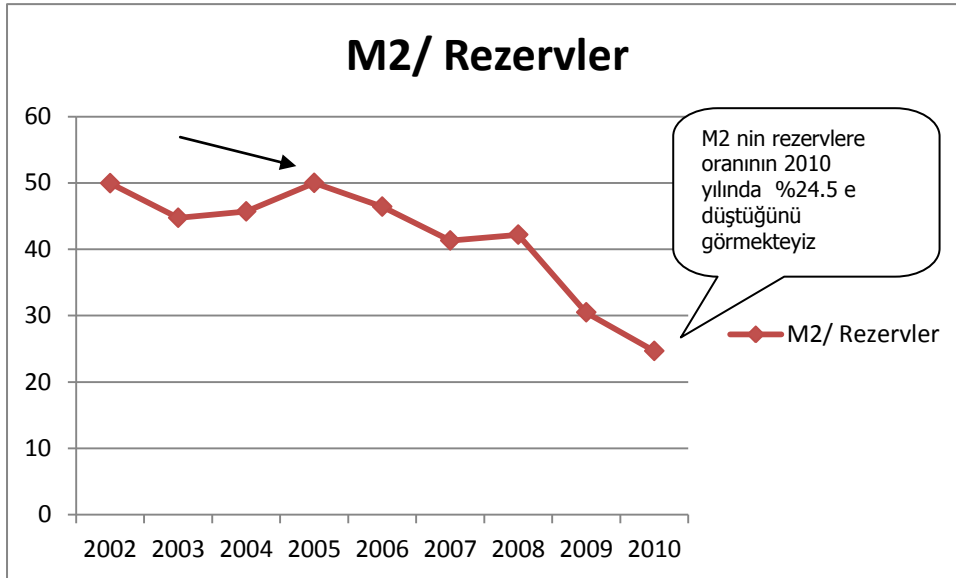
***Dikey eksenindeki M2 rakamları (00000) sıfır atılarak gösterilmiştir



Grafik 64: ABD'nin M2/GSMH Gelişimi (2002-2010)

Kaynak:FED

Grafik (63) ve (64) ten izlendiği gibi kriz başlangıcı öncesinde M2 ve M2/GSYİH oranlarındaki ciddi tırmanış izlenebilmektedir. M2'nin ülke GSYİH' nın % 88 e yükseldiği 2009 yılı, krizin boyutlarını gözler öne sermektedir.



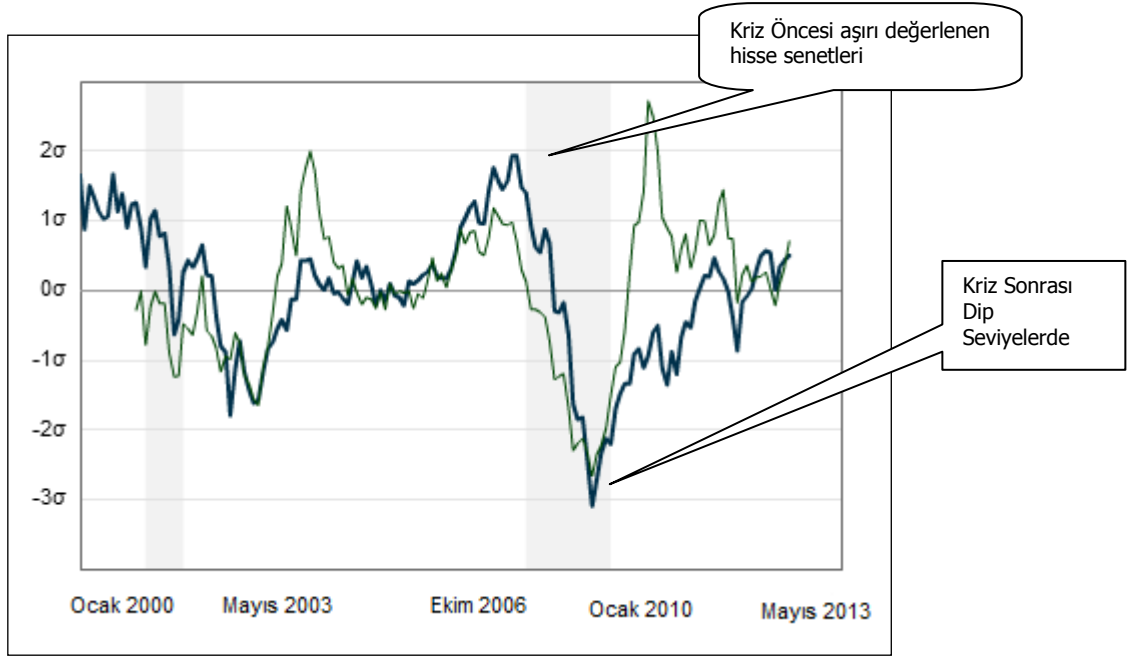
Grafik 65: ABD'nin M2/Rezervler Gelişimi (2002-2010)

Kaynak:FED

Grafik (65) da M2 artışına paralel olarak M2/ rezervlerdeki ciddi düşüşü görebilmekteyiz. 2002 yılında % 50 olan bu rakam 2010 yılında yarıya düşerek % 24.5 e gerilemiştir.

5.4.6.Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Amerika’da Borsa Endeksleri

Beklentilere ve ekonomideki yapısal değişimlere aşırı duyarlı olan borsa endeksi, kriz dönemlerinde ortaya çıkan güvensizlik ortamı ile azalmaktadır. Ancak kriz öncesi dönemlerde, eğer parasal bir genişleme de söz konusu ise, borsa endeksindeki hızlı yükselmeler kriz sinyali olarak yorumlanabilir.



Grafik 66: Dow Jones endüstri endeksi ortalaması ve Yıllık Yüzde değişim

Kaynak: Dow Jones, Yahoo Finans

***Grafikteki İnce Çizgi yıllık Yüzde Değişimi Göstermektedir

Grafik(66) dan izlendiği gibi kriz öncesinde hisse senetlerindeki değerlenme dikkat çekicidir. Küresel krizle birlikte Dow Jones endeksi 10 yıl önceki seviyesinin de altına inmiştir. Para arzındaki artışa bağlı olarak yükselen IMKB, kriz sonrasında çok ciddi rakamlara inmiştir.

5.4.7.Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Amerika’da Rezervler

Uluslararası para sistemi içinde önemli bir yere sahip olan uluslararası rezervler, ülkenin gücünü yansıtan önemli bir göstergedir. Bu rezervler Altın, döviz, IMF rezerv pozisyonu ve özel çekme haklarından oluşur. IMF'nin kabul ettiği kural, 'Döviz rezervlerinin en az, ülkenin kısa vadeli borçları kadar olması gerektiği' şeklindeyken, ekonomi literatüründe Guidotti-Greenspan kuralı olarak bilinen yaklaşıma göre, ülkelerin döviz rezervlerinin seviyesi en az, vadesi bir yıl içinde gelen dış borçlarına eşit olmalıdır. Bu prensipten hareketle Günümüzde Merkez Bankaları altın ve yabancı para bulundurmaktadırlar. Uluslar arası rezerv adı verilen bu altın ve paraları, çeşitli ekonomik sıkıntı hallerinde başvurmak üzere biriktirilmiş tasarruflar olarak düşünmek mümkündür. Örneğin ekonomik sıkıntılar nedeniyle döviz gelirinde aksama olan bir ekonomi bu rezervlere başvurarak ithalatını bir süre daha sürdürebilir.



Grafik 67:Amerika’nın Rezerv değişimleri (2002-2011)

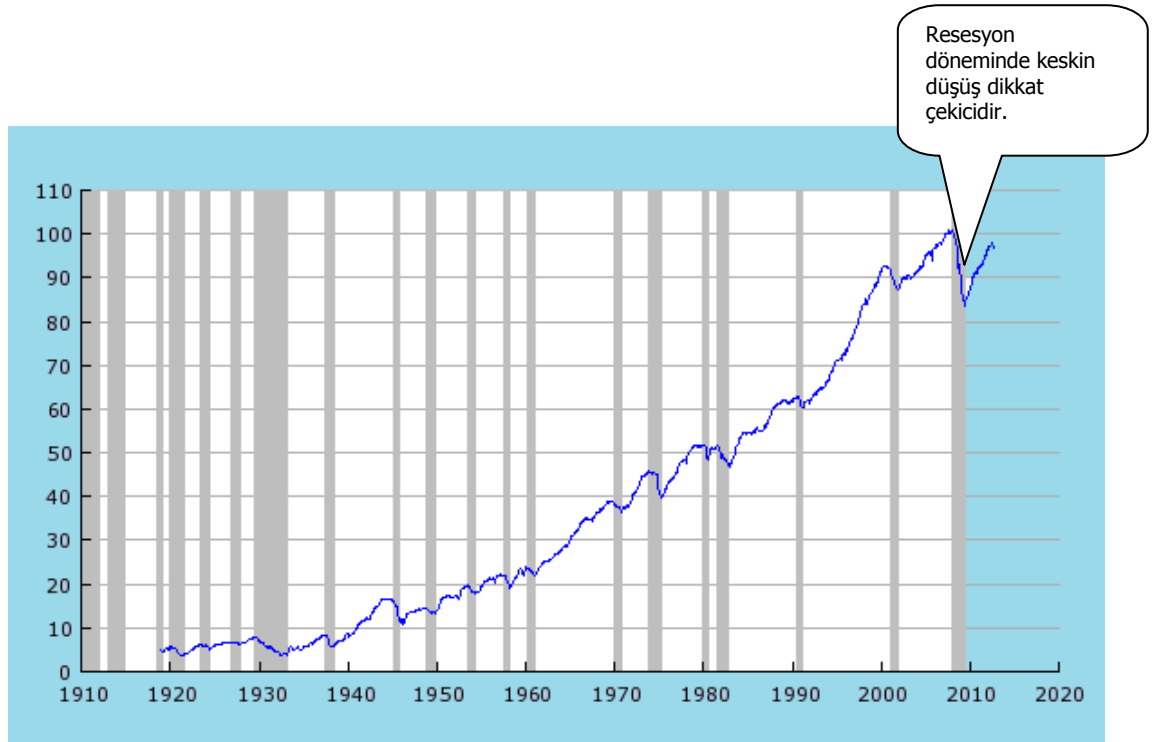
Kaynak: CIA

Grafikte 2005 yılından itibaren devamlı rezervlerdeki erime, 2007 yılında tavan yapıp 2009 yılına kadar bu durumunu sürdürmüştür. U şeklindeki kriz öncesi meydana gelen panik havası nedeniyle merkez bankası, rezervlerini kullanımına gitmiştir yorumu yapılabilir. Bununla birlikte kriz dönemi artan ciddi rezervler ise

kısa vadeli borçlardaki artışa paralel bir rezerv artışı olduğunu akıllara getirmektedir. Bu durumda şunu rahatlıkla söyleyebiliriz ki ABD'nin rezerv hareketleri kriz öncesinde gücü her ne kadar anlaşılamasa da sinyal vermiştir.

5.4.8. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Amerika'da Üretim Sanayi Endeksi

İmalat sanayi üretim endeksinin düşmesi durumunda kriz sinyalinin artması beklenir.



Grafik 68: ABD'nin Sanayi Üretim Endeksi (1920-2012)

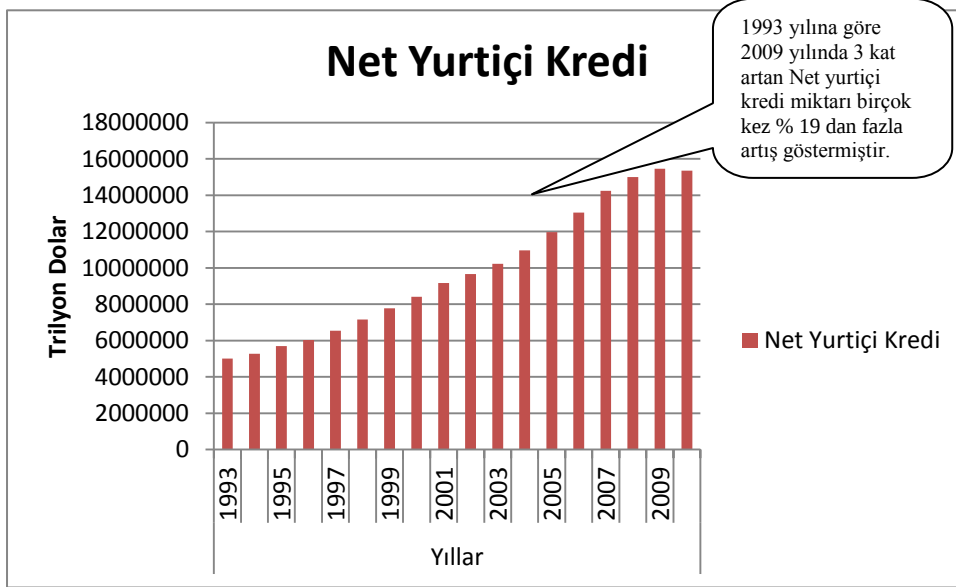
Kaynak:FED

Not:Endeks 2007=100 ve Gölge Alanlar Resesyon önemlerini ifade etmektedir.

Bir önceki yıl üretimi ile yapılan karşılaştırmalar, mal bazında üretim miktarı değişikliklerini ve arz-talepteki ana eğilimleri yansıtır. Aynı şekilde, sanayi üretiminin hesaplandığı döneme ait stok değişim yüzdesi, üretilen malların talebine yönelik bir fikir verebilir. Amerika'nın sanayi üretim endeksinde baktığımızda kriz öncesinde bir sinyal alınmadığı, bununla birlikte kriz sonrası dönemde reseyona girildiği ve 2007 sonu ile 2010 dönemini kapsayan aralıkta endeksin keskin bir düşüş yaşadığı izlenebilmektedir.

5.4.9. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Amerika’da Yurtiçi Krediler

Yurtiçi kredilerde ve buna bağlı GSYİH’ya oranındaki devamlı bir artış yurtiçi kredilerin kontrolsüz bir şekilde genişlemesi anlamına gelebilmektedir. Diğer bir ifadeyle Teoride kriz sinyali olarak ifade edilen % 19 oranındaki artış, Yurtiçi Kredilerin GSYİH’ye oranını kredi hacminin kontrolsüz bir şekilde genişlemesi olarak ifade edilmekle birlikte, tersi durumlarda bankacılık sektöründe kredi hacminin daraldığı ve ciddi bir tıkanıklık yaşanacağı şeklinde de yorumlanabilmektedir.



Grafik 69: ABD’nin NetYurt içi Kredi Stoğu (1993-2009)

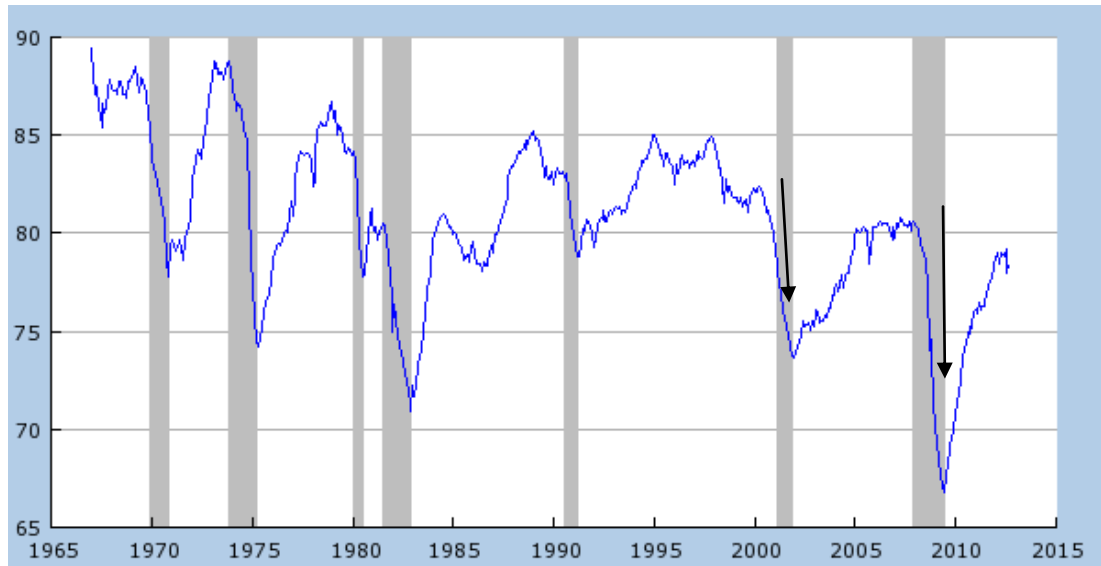
Kaynak: Dünya Bankası

Not: Dikey Eksenden 6 sıfır atılmıştır.(Trilyon Dolar)

Özellikle 10 trilyon dolara yakın mortgage kredilerin küresel krizde oynadığı rolü düşünecek olursak net yurtiçi kredi artışının güçlü bir sinyal vermesi gerektiğini söyleyebiliriz. 2003 ve 2005 yıllarında % 19 oranında olan artışlar güçlü bir kriz sinyali olarak düşünülebilir. Çünkü 1993 yılına göre 2009 yılında 3 kat artan Net yurtiçi kredi miktarı birçok kez % 19 dan fazla artış göstermiştir.

5.4.10.Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Amerika’da Kapasite Kullanım Oranı

Kapasite kullanım oranının yükselmesi, iktisadi büyümenin habercisi olması ve-ekonomik birimlerin beklentilerini olumlu etkileyen bir durum olması nedeniyle arzulan bir değişimdir. Kapasite kullanım oranının düşmesi hem ekonominin küçülmesine hem debeklentilerin olumsuz dönmeye neden olabileceğinden kriz habercisi olarak kabul edilebilir. Bu nedenle, bu değişken değeri küçüldükçe kriz sinyalinin artması beklenir.



Grafik 70: ABD’nin kapasite Kullanım oranı (1965-2012)

Kaynak: FED, FRED

ABD’nin kapasite kullanım oranının yakın tarihte 2 güçlü sinyal verdiğini görebilmekteyiz. Grafik (70)de 2000 yılında %80 olan oran yaklaşık % 10 luk bir düşüşle %73 e indiğini izleyebilmekteyiz. Daha güçlü sinyal ise 2007 yılında % 12 ile vermiştir.

5.5.Öncü Göstergelerle Türkiye'nin Küresel Kriz Analizi

5.5.1. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Türkiye'nin Dış Ticaret Gerçekleşmeleri

DIŞ TİCARET İSTATİSTİKLERİ											
Milyon Dolar											
	YILLIK								OCAK-TEMMUZ		
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	DEĞ. %	2011	2012	DEĞ. %
İHRACAT (FOB)	73.476	85.535	107.272	132.027	102.143	113.883	134.907	18,5	77.448	87.212	12,6
İTHALAT (CIF)	116.774	139.576	170.063	201.964	140.928	185.544	240.842	29,8	140.796	137.912	-2,0
DIŞ TİCARET HACMİ	190.251	225.111	277.334	333.991	243.071	299.428	375.749	25,5	218.244	225.124	3,2
DIŞ TİCARET AÇIĞI	-43.298	-54.041	-62.791	-69.936	-38.786	-71.661	105.935	47,8	-63.348	-50.700	20,0
İHRACAT / İTHALAT (%)	62,9	61,3	63,1	65,4	72,5	61,4	56,0	...	55,0	63,2	...
İHRACAT / GSMH (%)	15,3	16,2	16,5	17,8	16,6	15,6	17,5	...	...	...	...
İTHALAT / GSMH (%)	24,3	26,5	26,2	27,2	22,9	25,4	31,2	...	...	...	...

Tablo 50: Türkiye'nin Dış Ticaret Gerçekleşmeleri (2005-2012)

Kaynak: Dış Ticaret Müsteşarlığı

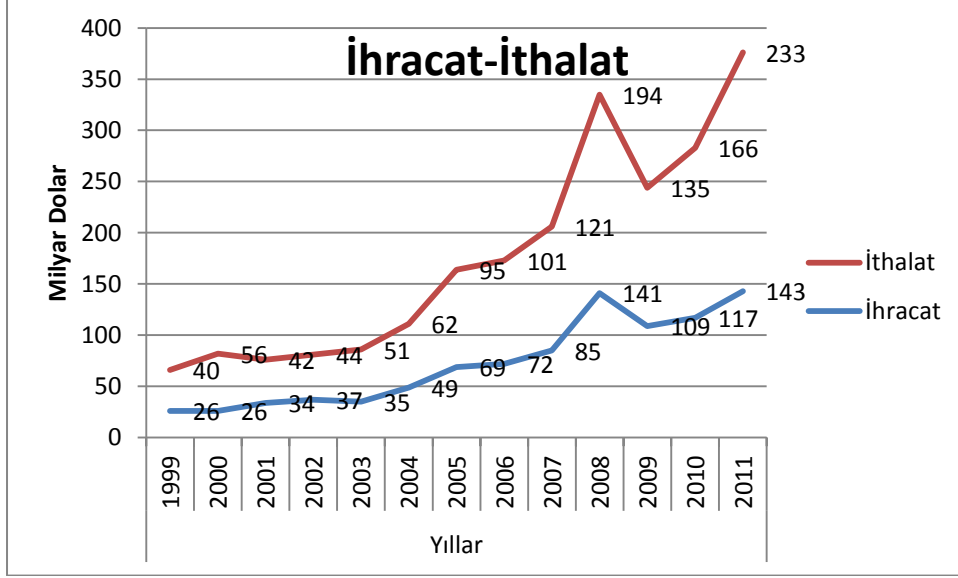
Yukarıdaki tablo (50) den izlenebileceği gibi Türkiye’de ihracattaki artış devamlı olarak ithalattaki artıştan daha düşük olmuştur. İthalat devamlı olarak ihracatın üzerinde olduğu için de 2009 yılı dışında dış ticaret açığımız devamlı olarak yükselmiştir. Bu arada, kriz sürecinde ihracattan daha da hızlı daralan ithalatın Türkiye’nin dış ticaret açığını düşürmesi, 2008 yılında 41.9 milyar dolara ulaşan cari işlemler açığının 2009’da 13.9 milyar dolara gerilemesine neden oldu.

2000 yılı itibariyle 82.3 milyar Dolar olan dış ticaret toplam tutarı yaşanan ekonomik kriz nedeniyle 2001 yılında 72.7 milyar Dolara düştükten sonra hızlı bir büyüme sergilemiş ve 2008 yılında 333.991 milyar dolara çıkmıştır. Sözü edilen

dönemde ithalat hacmi genelde ihracat hacmi büyümesinde daha hızlı gerçekleştiği cihetle dış ticaret açığı da hızlı bir genişleme sergilemiş ve 2008 yılında 69 milyar 936 milyon Dolar olmuştur. Ancak küresel ekonomik kriz 2008 yılı üçüncü çeyreğinden itibaren etkisini ülkemiz dış ticareti üzerinde belirgin bir şekilde göstermeye başlamış ve giderek derinleşmiştir. 2009 yılında ihracat ve ithalat hacimlerinde çarpıcı daralmalar yaşanmıştır. 2009 yılında ihracat tutarı bir önceki yıla göre % 22.6 oranında bir daralmayla 109 milyar 143 milyon dolar olarak gerçekleşirken, ithalat hacmi daha hızlı bir düşüş sergilemiş ve önceki yıla göre 59 milyar dolar azalmayla 135 milyar 928 milyon dolara gerilemiştir. dış ticaret açığı, keskin bir daralmayla, 2008 yılına ilişkin 69 milyar 936 milyon Dolar düzeyinden, 38 milyar 786 milyon Dolar düzeyine düşmüştür. 2007 ve 2008 yıllarının tamamı itibariyle sırasıyla % 63.1 ve % 65.4 olarak gerçekleşen ihracat tutarının ithalatı karşılama oranı, 2009 yılında ithalatta meydana gelen daralmanın daha keskin olması nedeniyle, çarpıcı bir yükselmeye %72.5'e çıkmıştır. 2010 yılında başta Euro Bölgesi ekonomileri olmak üzere önemli ticaret ortaklarımızda ekonomik toparlanmanın yavaş seyretmesi ve aşırı değerli TL ihracatımızı olumsuz etkilemiştir. Aynı zamanda ekonomik büyümedeki hızın hane halkı gelirlerini arttırarak tüketim talebini arttırması, aşırı değerli Türk Lirası'nın ithal mallarına olan talebi özendirilmesi ithalat artışını hızlandırmıştır. Ayrıca ithal girdi kullanımı daha çekici kılması, genişleyen ekonomik faaliyet hacminin ithal girdilere olan talebi arttırması ve canlanan yatırım faaliyetinin yatırım malları ithalatını yükseltmesi ile başta enerji ve metaller olmak üzere emtia fiyatları hızlı tırmanışa geçmiştir. Bu durum da 2010 yılında ülkemiz ithalat hacminin çok süratli biçimde büyüme göstermesinde rol oynayan başlıca faktörler olmuştur.. 2010 yılında önceki yıla göre yüzde 11.5 oranında artışla ihracat tutarı 117 milyar Dolara yükselirken ithalat tutarı 166 milyar Dolara yükselmiş ve bu şekilde dış ticaret açığı 2009 yılına göre yüzde 84.8 oranında büyüyerek 71.7 milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir.

2011 yılının Ocak-Kasım döneminde toplam ihracat önceki yılın aynı dönemine ilişkin 102.1 milyar Dolardan, % 20.0 oranında bir büyüme göstererek 122.5 milyar Dolara yükselmiştir. Aynı dönemler itibariyle ithalat ise 2010 yılında gerçekleşen 165.0 milyar Dolar düzeyinden, %33.5 oranında alarm verici bir artışla,

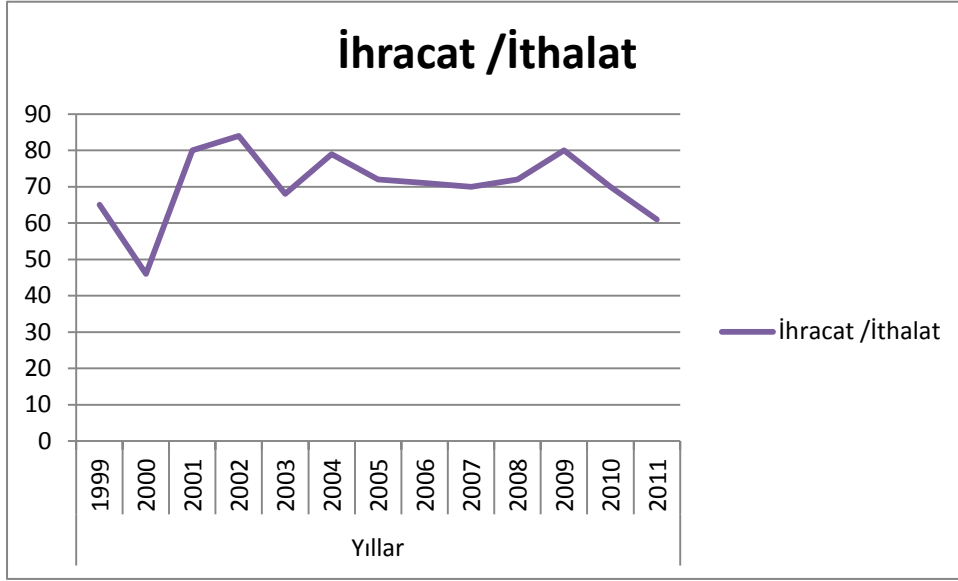
220.2 milyar Dolara yükselmiştir. Aynı dönemler itibariyle dış ticaret açığı ise % 55.3 oranında bir genişleme ile 97.7 milyar Dolara tırmanmıştır.



Grafik 71: Türkiye'nin İhracat ve İthalat Gerçekleşmeleri (1999-2011)

Kaynak: Dış Ticaret Müsteşarlığı ve TÜİK

Grafik (71) den ihracat ve ithalat verilerini izlediğimizde ABD ile hemen hemen aynı grafik karşımıza çıkmaktadır. Kriz dönemine kadar aynı paralellikte artan ihracat ve ithalat rakamları kriz döneminde düşüşe geçmekte, sonrasında artışını devam ettirmektedir. Kriz sinyali anlamında ABD'de olduğu gibi ülkemizde de İhracat ve ithalat kalemleri küresel kriz öncesi erken uyarı sinyali vermemiştir.



Grafik 72: Türkiye’de İhracatın İthalatı Karşılama Oranı (1999-2011)

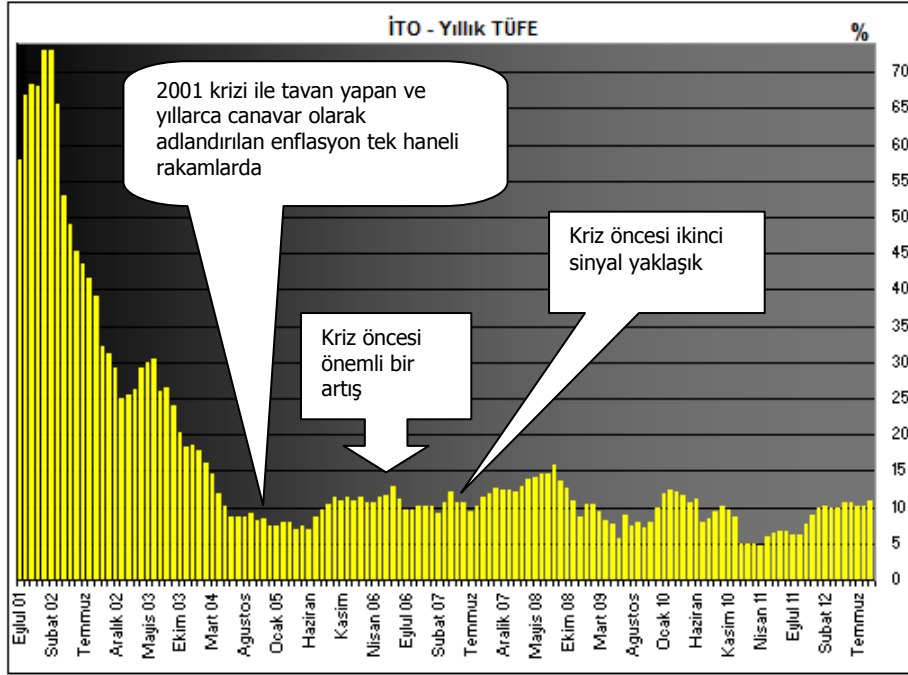
Kaynak: Dış Ticaret Müsteşarlığı ve TUIK

Grafik (72) da Türkiye’de ihracatın ithalatı karşılama oranı ABD deki gibi daha belirgin bir sinyal vermektedir. Tek başına İhracat ve ithalat sinyal vermezken ihracat/ithalat oranı 2005 yılının başında % 80 iken kriz dönemlerinde % 10 un üzerinde bir düşüş ile % 68 lere düşmüştür.

5.5.2. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Türkiye’nin Büyüme, İşsizlik, Enflasyon, Bütçe Ve Cari Açık Gerçekleşmeleri

Enflasyon gerçekleştirmelerine baktığımızda;

Tüketici fiyatları enflasyon oranındaki bir artış makro ekonomik istikrarsızlığı artırır. Sabit döviz kuru sisteminde reel kur değerlenme oranı artar. Yatırımlar ve GSMH düşer. Ekonomide belirsizlik artar. Sonuç olarak, bu değişkenin beklenen işareti pozitiftir.



Grafik 73: Yıllık Tüfe Grafiği (2001-2012)

Kaynak: İTO

Grafik (73) de izlendiği gibi enflasyon oranı önemli bir sinyal vermiştir. Söz konusu durumu daha iyi anlayabilmek için Tüfe’de bir önceki yılın aynı dönemine göre olan değişim tablosuna bakabiliriz. Tablo (72) de ortalama % 10 oranında artışlar dikkat çekmektedir.

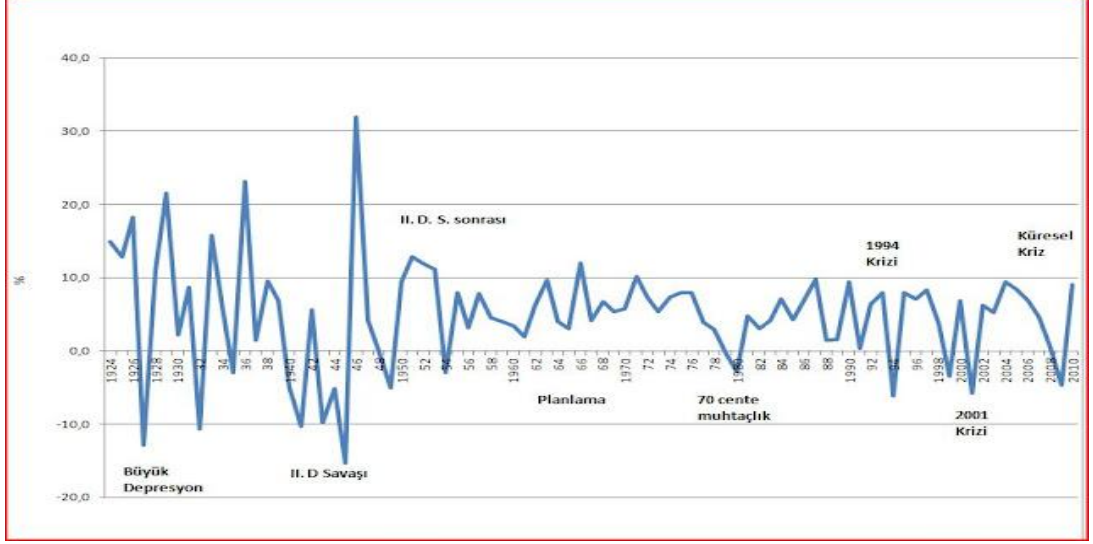
Dönemi	TÜFE-Bir Önceki Yılın Aynı Ayına Göre Değişim(%)
Mayıs 2007	9,2
Haziran 2007	8,6
Temmuz 2007	6,9
Ağustos 2007	7,4
Eylül 2007	7,1
Ekim 2007	7,7
Kasım 2007	8,4
Aralık 2007	8,4
Ocak 2008	8,2
Şubat 2008	9,1
Mart 2008	9,2

Tablo 51: TÜFE Önceki Ayın Aynı Dönemine Göre Değişim

Kaynak: TÜİK

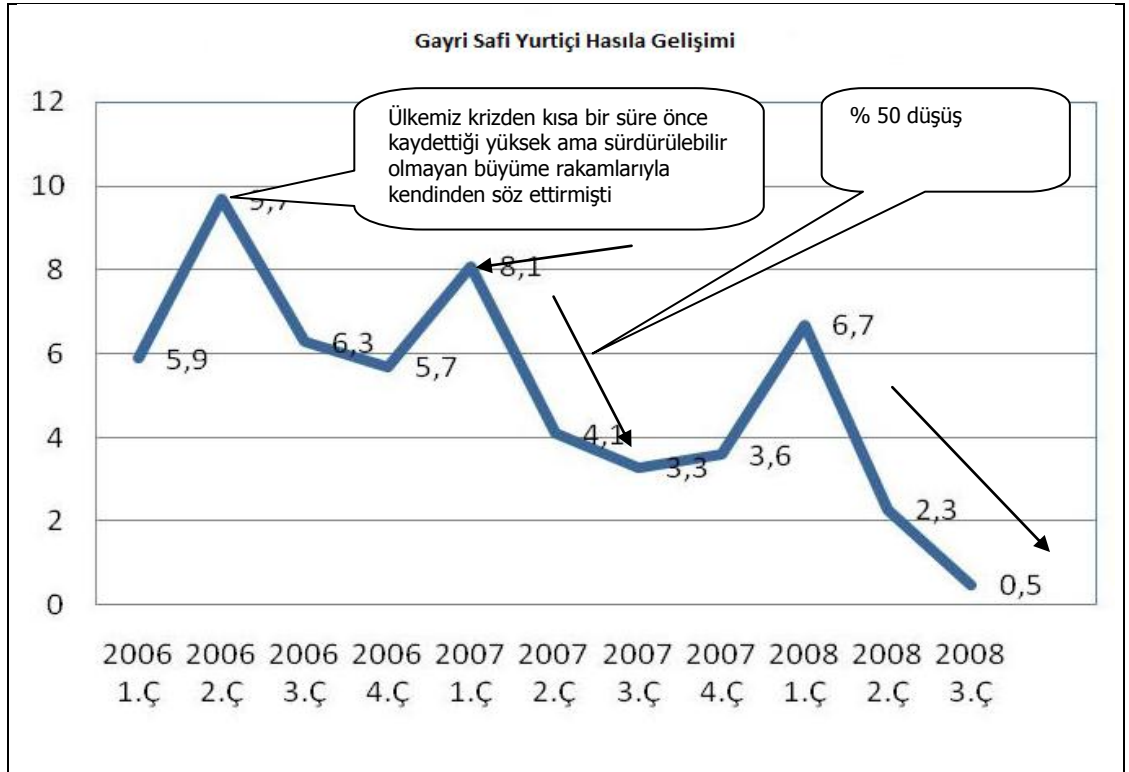
Büyüme gerçekleştirmeleri

Cumhuriyetin ilan edildiği 1923 yılından bu yana 88 yıllık süre boyunca Türkiye ekonomisi yıllık ortalama yüzde 5 oranında büyüme gerçekleştirmiştir.



Grafik 74:Türkiye Ekonomisi büyük depresyondan günümüze büyüme gerçekleştirmeleri

Kaynak:Mahfi Eğilmez,Kendime Yazılar,(çevirim içi) <http://www.mahfiegilmez.com/2012/03/turkiyenin-ekonomik-buyumesi-ve-krizler.html>,erişim 07.09.2012



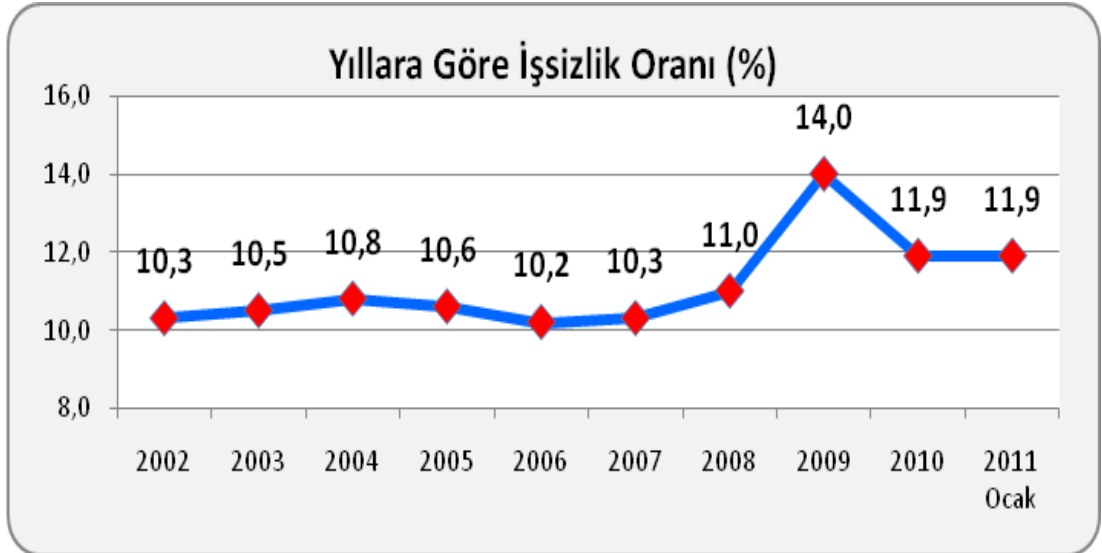
Grafik 75:Türkiye'nin Yüzdesel Büyüme Rakamları (2006-2008)

Kaynak: TÜİK

ABD'nin büyüme rakamlarını incelerken KLR'nin çalışmalarında Büyüme rakamlarını doğrudan kriz sinyali göstergesi olarak kullanmadıklarını fakat hemen tüm sinyalleri GSYİH ya oranladıklarını belirtmiştik. Türkiye'nin Kriz 2006 yılında yaklaşık % 30 larda büyümde yaşanan düşüşe, benzer şekilde 2007 yılında % 50 düşüşe istinaden büyümenin güçlü bir sinyal oluşturduğunu söyleyebiliriz.

İşsizlik Verilerine baktığımızda;

2008 yılında ortalama 2,6 milyon kişi olan işsiz sayısı, 2009 yılında 3,5 milyon kişi olmuştur. Benzer şekilde aynı dönemler için ortalama işsizlik oranı % 11'den % 14'e yükselmiştir. 2010 yılında ise % 11,9 olmuştur. 2011 yılı Ocak ayında ise % 11,9 gerçekleşmiştir.



Grafik 76:Türkiye’de 2002-01.2011 yılları Arası işsizlik Oranları

Kaynak: TÜİK

Krizle birlikte işsizlik oranı ve işsiz sayısı artmakla birlikte esasında 2002-2010 yılları arasında işsizliğe bir çözüm getirilmemiştir. Yüksek büyüme oranlarına rağmen işsiz sayısı ve işsizlik oranı azaltılamamıştır. İstihdam üzerindeki negatif baskısını artırırken, işten çıkarmaların etkisiyle 2008 yılında işsiz sayısı 2 milyon 611 bin kişiye ulaşmıştır. Açıklanan 2009 rakamlarına göre bu rakam 3 milyon 471 bin kişiye ulaşmıştır. 2010 yılında ise işsiz sayısı 3 milyon 046 bin kişi olmuştur. 2011 yılı Ocak ayında ise işsiz sayısı 3 milyon 044 bin kişi olmuştur.

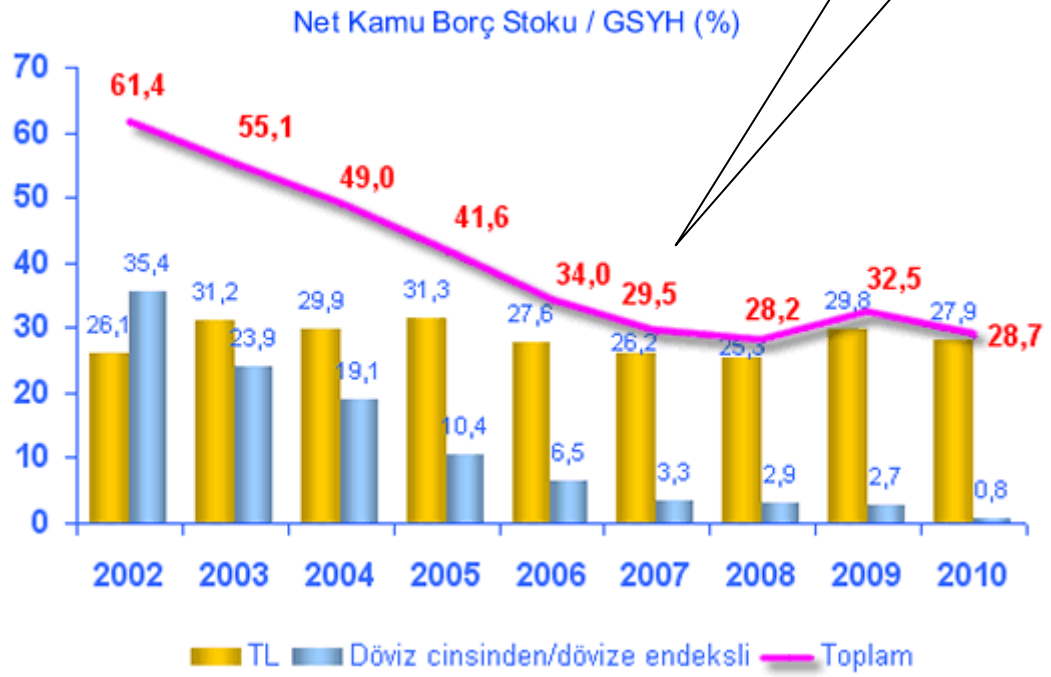
Yıllara göre İşgücü Durumu	TÜRKİYE					KENT		KIR	
	2002	2009	2010	2010 Ocak	2011 Ocak	2010	2011	2010	2011
Kurumsal olmayan sivil nüfus (000)	68 393	70 542	71 343	70 975	71 817	48 996	49 239	21 979	22 578
15 ve daha yukarı yaştaki nüfus(000)	48 041	51 686	52 541	52 150	53 051	36 415	36 674	15 735	16 378
İşgücü (000)	23 818	24 748	25 641	24 753	25 505	16 769	17 103	7 984	8 402
İstihdam (000)	21 354	21 277	22 594	21 162	22 461	13 996	14 740	7 166	7 721
İşsiz (000)	2 464	3 471	3 046	3 591	3 044	2 773	2 364	819	681
İşgücüne katılma oranı(%)	49,6	47,9	48,8	47,5	48,1	46,0	46,6	50,7	51,3
İstihdam oranı (%)	44,4	41,2	43,0	40,6	42,3	38,4	40,2	45,5	47,1
İşsizlik oranı (%)	10,3	14,0	11,9	14,5	11,9	16,5	13,8	10,3	8,1
Tarım dışı işsizlik oranı (%)	14,5	17,4	14,8	17,6	14,7	16,9	14,2	21,2	17,1
Genç nüfusta işsizlik oranı (1) (%)	19,2	25,3	21,7	25,9	22,0	27,5	24,0	22,2	17,6
İşgücüne dahil olmayanlar (000)	24 223	26 938	26 901	27 397	27 546	19 647	19 570	7 751	7 976
(1) 15-24 yaş grubundaki nüfus Not: Rakamlar yuvarlamadan dolayı toplamı vermeyebilir.									

Tablo 52:Türkiye’de 2002-01.2011 yılları Arası işsizlik Detayları

Kaynak:TÜİK

Bütçe dengesi rakamlarına baktığımızda;

Türkiye ekonomisindeki yapısal sorunlar nedeniyle 1990'larda hızlanan kamu maliyesindeki bozulma, mali krizin yaşandığı 2001 yılında doruk noktasına çıkmıştır. Ekonomik program vasıtasıyla, kötüye gidiş tamamen tersine çevrilmiş ve bütçe disiplini oluşturulmuştur. Uygulanan ekonomik program sayesinde toplam kamu net borç stokunun gayri safi yurtiçi hasıla içerisindeki payı 2001 yılında %66,3 iken, 2010 yılının sonunda %28,7'ye düşmüştür.



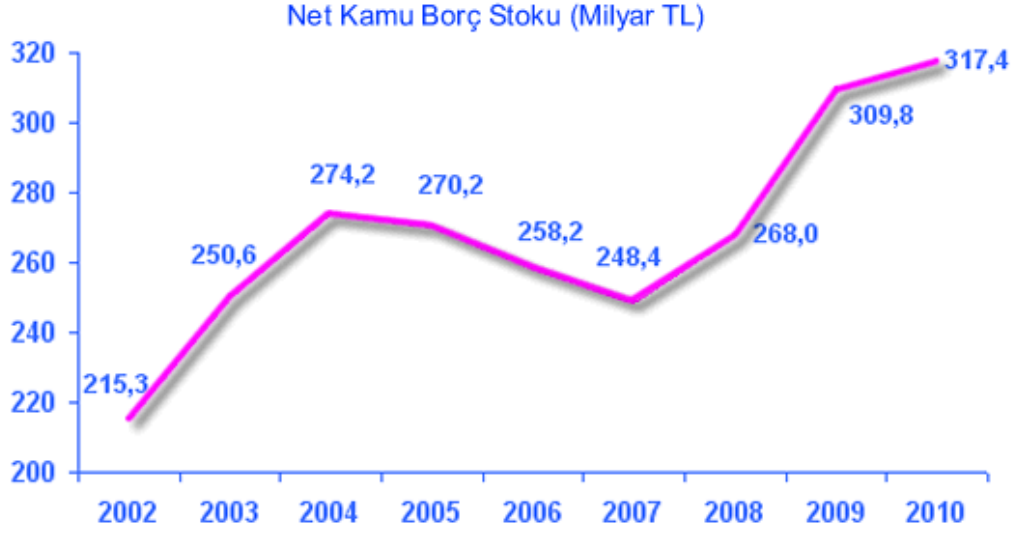
Tıpkı ABD'de olduğu gibi Türkiye'de de kriz öncesi kamu borç stoku güçlü bir sinyal vermemiş olup kamu stokundaki artış krize karşı uygulanan politikalarla paralellik göstermektedir.

Grafik 77: Net Kamu Borç Stoğu / GSYH yüzdesi (2002-2010)

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Grafik(77) ya bakıldığında Net kamu borç stoğunun 2001 krizinde ciddi rakamlara ulaştığı izlenebilmektedir. Özellikle sıkı maliye politikalarının etkisiyle küresel kriz öncesi yıllara kadar toplam kamu borcumuzun hızlı bir iniş yaşadığı anlaşılmaktadır. Türkiye'nin borç yapısındaki bu düzelme, mortgage krizi nedeniyle uluslararası alanda kredi daralması nedeniyle oluşacak krize karşı Türkiye Hazinesini daha güçlü kılmaktadır. Dış borçlanmalarda eskisine göre daha yüksek maliyetle borçlanılması beklenmekle beraber, yurt dışı kaynakların toplam borçlanma içerisindeki payının sürekli azalması yani dış borç gereksiniminin düşmesi Hazine'nin bu tip bir maliyet artışından dolayı fazla zorlanmayacağı anlamına gelmektedir. İç borçlanma açısından bakıldığında ise Hazine'nin esas itibariyle finansmanını sağlayan (gerçek ve tüzel kişiler hariç) bankacılık sektörünün kredi kaynakları ve döviz pozisyonlarının bu tip bir krize karşı dayanıklılığının yüksek olması yurt içi borçlanmalarda da herhangi bir sorunla karşılaşılmayacağı beklentisini oluşturmaktadır. Yukarıdaki grafik (76) da 2008 krizinin Türkiye bütçesine etkisi çok iyi saptanamamaktadır. Küresel krizin

bütçeye olumsuz etkisini anlayabilmek için kamu borç stokundaki artışın izlenmesi gerekmektedir.



Grafik 78:Net Kamu Borç Stoku(2002-2012)

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Grafik (78) ye göre Kamu borç stokundaki hızlı artış krizle birlikte ciddi boyutlara ulaşmıştır. Merkezi yönetimin 2010 yılı sonunda toplam iç borç stoku 228,2 milyar dolar (352,8 milyar TL) iken, toplam dış borç miktarı 78,1 milyar dolar (120,7 milyar TL) olmuştur. Kamu Sektörüne gelince; 2010 yılı sonunda net iç borç stoku 304,2 milyar TL iken, net dış borç stoku 13,3 milyar TL olmuştur. Burada şunu söyleyebiliriz ki bütçe açıklarının kamu borç stokuna oranında ülkemiz ABD de olduğu gibi kriz öncesi sinyal vermemiştir.

Cari açık gerçekleştirmelerine baktığımızda;

Büyümeye çalışan bir ekonominin cari açık vermesi ekonomiler için olağan bir durumdur. Bununla birlikte cari açığın kapatılabilmesi için gerekli kaynakların yetersiz olması ve açığın kontrol altına alınamaması, ülke ekonomileri için ciddi bir tehlikeyi beraberinde getirmektedir.

Bu düşünceden hareketle Türkiye ekonomisinin cari açığını oluşturan yatırım ve tüketim harcamalarının dikkatle incelenerek kriz konusunda bu verilerle yorum yapılmalıdır. Eğer cari açığı azaltmak adına yatırım harcamalarındaki düşüşe katlanırsak istenilen büyüme oranı yakalanamadığından ileride tekrar cari açık paradoksu oluşabilir.

Bu durumda rakamlarda dikkat etmemiz gereken unsurlar şunlar olabilir:

- Doğrudan yabancı sermaye yatırımının portföy yatırımdan fazla olup olmadığı,
- Sermaye hesabındaki azalmaların olmaması gereken bir durum olduğu
- İhracatımızın ithal ürünlere bağımlılık oranı



Grafik 79: Türkiye'nin cari Açığı (2004-2011)

Kaynak: CIA World Factbook ocak 2011

Grafik (79) de Türkiye'nin cari açığı devamlı olarak artmaya devam etmektedir. Kriz döneminde bu açık artışı hızlanmış olsa da cari açığın kriz sinyali olarak ülkemizde Amerika'daki kadar güçlü olmadığını söyleyebiliriz. Cari hesabın ticaret dengesi dışındaki diğer kalemlerini içeren hizmetler dengesi ve transfer ödemeleri kısımlarında son yıllardaki yüksek cari açıkları finanse edecek gelişmelerin ortaya çıkmaması nedeniyle, finansman konusunda asıl ağırlık sermaye hesabındaki hareketlerine verilmiştir.

Dışa dönük üretim yapan yerli ya da yabancı sermayeli kuruluşların ihracattaki ağırlıkları ve dış girdilere bağımlılığı, ülke ekonomilerinin gelişmişlik düzeyi hakkında belirleyici özelliğe sahiptir. Bu nedenle dış ticaret yapısındaki gelişmeler ülke ekonomisi ile doğrudan ilişkili olmakta ve ülkenin makroekonomik değişkenlerini olumlu ya da olumsuz etkileyebilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin dış ticaret yapısına yönelik dikkat çeken en önemli şey ihracatın ithalata bağımlı olmasıdır. Bu bağımlılığın artmasında en önemli nedenlerden biri de ihraç malları üretiminde önemli oranda ithal girdi kullanılıyor olmasıdır. Özellikle döviz

kurlarındaki artışlar, ulusal paranın aşırı değerlenmesine ve dış ticarete dengesizliğe yol açmaktadır. Sonuçta ihraç malları fiyatları artarken ithal malları fiyatları ucuzlamakta ve dış girdi fiyatları yerli üretici için cazip hale gelmektedir. Bu nedenlerle Türkiye'de ithalata dayalı büyüme ve ithalata dayalı ihracat süreçlerinin varlığı mevcuttur. Özellikle de Merkez Bankası'nın enflasyon hedefli para politikaları için benimsenen yüksek faiz-düşük kur bu politikayı destekler niteliktedir.

5.5.3. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Türkiye'nin Dış Borç Gerçekleşmeleri

Dış Borçlar, uluslararası rezervler ve döviz cinsi mevduatlar gibi likit varlıklarla netleşmesi yolu ile hesaplanan “Net Dış Borç Stoku”, dış borç ödemelerinin ifa edilmesi için önemli bir ekonomik göstergedir. Bu nedenle , dış borç anapara ve faiz ödemelerine ilişkin olası risklerin ve Türkiye'nin dışsal şoklara dayanıklılığının doğru tespiti için, döviz cinsinden yükümlülüklerin yanı sıra döviz cinsinden likit varlıkları da göz önünde bulunduran “Türkiye Net Dış Borç Stoku hesaplanmaktadır

TÜRKİYE'NİN BRÜT DIŞ BORÇ STOKU								
Milyar Dolar	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Toplam Dış borç Stoku	129.523	144.092	160.980	169.732	207.593	249.386	277.669	271.140
Kısa Vade	16.424	23.013	32.205	38.283	42.616	43.134	50.447	52.030
Kamu	915	1.341	1.840	2.133	1.750	2.163	3.248	3.598
TCMB	1.655	2.860	3.287	2.763	2.563	2.282	1.874	1.776
Özel	13.854	18.812	27.078	33.387	38.303	38.689	45.325	46.656
Uzun Vade	113.099	121.079	128.775	131.449	164.977	206.252	227.222	219.110
Kamu	63.619	69.503	73.828	68.278	69.837	71.361	75.037	79.856
TCMB	20.348	21.513	18.123	12.662	13.115	13.519	12.192	11.529
Özel	29.133	30.063	36.824	50.508	82.025	121.371	139.993	127.725
Kamu Sektörü	64.534	70.844	75.668	70.411	71.587	73.524	78.285	83.454
Kısa vade	915	1.341	1.840	2.133	1.750	2.163	3.248	3.598
Uzun Vade	63.619	69.503	73.828	68.278	69.837	71.361	75.037	79.856
TCMB	22.003	24.373	21.410	15.425	15.678	15.801	14.066	13.305
Kısa vade	1.655	2.860	3.287	2.763	2.563	2.282	1.874	1.776
Uzun Vade	20.348	21.513	18.123	12.662	13.115	13.519	12.192	11.529
Özel Sektör	42.987	48.875	63.902	83.895	120.328	160.060	185.318	174.381
Kısa Vade	13.854	18.812	27.078	33.387	38.303	38.689	45.325	46.656
Uzun vade	29.133	30.063	36.824	50.508	82.025	121.371	139.993	127.725

Tablo 53: Türkiye'nin Brüt Dış Borç Stoku (2002-2009 Yılları)

Kaynak: SETA Analiz, Ağustos 2010.

Tablo (53) e baktığımızda toplam dış borç stoğunun kriz öncesinde artış trendine girerek sinyal verdiğini söyleyebiliriz.

5.5.4. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Türkiye’de Parasal Gerçekleşmeler

12.1 Para arzı Money supply									
(Bin YTL-Thousand TRY)									
M1									
		Dolaşımdaki para Currency in circulation	Vadesiz Mevduat (TL) Sight Deposits (TRY)			Vadesiz Mevduat (YP) Sight Deposits (FX)			
Toplam Total			Mevduat Bankaları Deposits Money Banks	Katılım Bankaları Participation Banks	TCMB CBRT	Mevduat Bankaları Deposits Money Banks	Katılım Bankaları Participation Banks	TCMB CBRT	
2007		72 673 185	25 295 505	24 526 864	1 291 387	21 898	20 319 759	1 147 758	70 013
2008		83 523 458	29 894 851	28 672 132	1 839 041	136 870	21 565 675	1 338 119	76 770
2009		107 051 398	34 289 353	41 602 368	3 073 602	61 570	26 180 462	1 765 283	78 760
2010		133 884 898	44 368 280	55 322 999	4 156 819	131 713	27 975 617	1 885 347	44 122
2011		136 236 864	49 408 347	50 946 185	4 286 493	9 422	29 350 026	2 198 295	38 095
07-11 (A)		106 673 961	36 651 267	40 214 110	2 929 468	72 295	25 078 308	1 666 960	61 552
2010	1	98 312 271	34 253 349	35 018 342	2 527 132	85 629	24 784 152	1 586 275	57 392
	2	100 224 982	36 112 584	35 876 511	2 574 217	13 300	24 081 947	1 508 009	58 414
	3	104 218 591	36 637 707	38 686 441	2 651 546	10 457	24 543 829	1 629 850	58 761
	4	107 029 824	36 631 710	40 431 338	2 626 146	16 952	25 563 310	1 705 865	54 503
	5	106 118 847	39 138 326	38 868 811	2 942 200	12 127	23 540 430	1 563 395	53 559
	6	112 823 249	40 246 773	43 213 021	3 059 619	18 080	24 580 001	1 658 373	47 383
	7	112 039 134	40 704 475	40 341 922	2 806 234	10 710	26 303 205	1 824 443	48 145
	8	116 334 491	42 628 412	42 411 849	2 995 507	11 860	26 435 436	1 804 222	47 206
	9	120 728 298	42 324 248	45 906 574	3 091 042	11 996	27 417 931	1 928 382	48 126
	10	121 183 979	43 630 923	44 866 257	3 095 283	9 822	27 491 943	2 041 365	48 388
	11	119 108 902	44 010 374	43 206 682	3 295 168	21 131	26 686 758	1 841 155	47 634
	12	133 884 898	44 368 280	55 322 999	4 156 819	131 713	27 975 617	1 885 347	44 122
2011	1	123 819 418	45 189 886	47 937 523	3 761 479	11 076	25 173 523	1 699 086	46 846
	2	127 190 314	46 282 010	49 697 384	3 742 169	11 545	25 764 476	1 644 523	48 206
	3	130 709 763	46 592 862	51 732 415	3 730 794	12 446	26 815 081	1 779 035	47 130
	4	131 377 641	48 759 028	50 311 185	3 769 851	17 428	26 664 726	1 806 237	49 187
	5	134 868 911	49 287 002	53 481 443	4 075 783	17 871	26 308 359	1 648 256	50 198
	6	140 908 695	50 270 691	57 964 043	4 337 889	14 124	26 610 982	1 667 241	43 724
	7	138 180 458	51 387 433	53 810 370	4 351 949	23 821	26 869 388	1 692 033	45 464
	8	145 057 260	54 083 799	55 633 277	4 235 181	19 031	29 219 860	1 819 056	47 056
	9	145 827 010	51 843 611	58 475 835	4 396 109	12 104	29 198 874	1 853 235	47 243
	10	151 239 097	58 117 725	57 247 366	4 348 220	17 015	29 372 992	2 090 248	45 530
	11	142 287 924	51 005 244	55 106 098	4 511 021	12 372	29 633 338	1 973 893	45 958
	12	136 236 864	49 408 347	50 946 185	4 286 493	9 422	29 350 026	2 198 295	38 095
2012	1	133 157 817	47 902 836	50 030 557	3 982 361	8 603	29 087 596	2 109 505	36 360
	2	135 182 543	47 215 406	52 433 763	3 968 692	14 864	29 334 570	2 178 529	36 720
	3	132 294 998	48 749 134	49 706 878	3 827 191	13 811	27 794 478	2 166 546	36 960

Tablo 54: Türkiye’nin M1 Gerçekleşmeleri (2007-2012/Q1)

Kaynak: TÜİK Economic Indicators 2012 (Q1)

12.1 Para arzı (devam)
Money supply (continued)

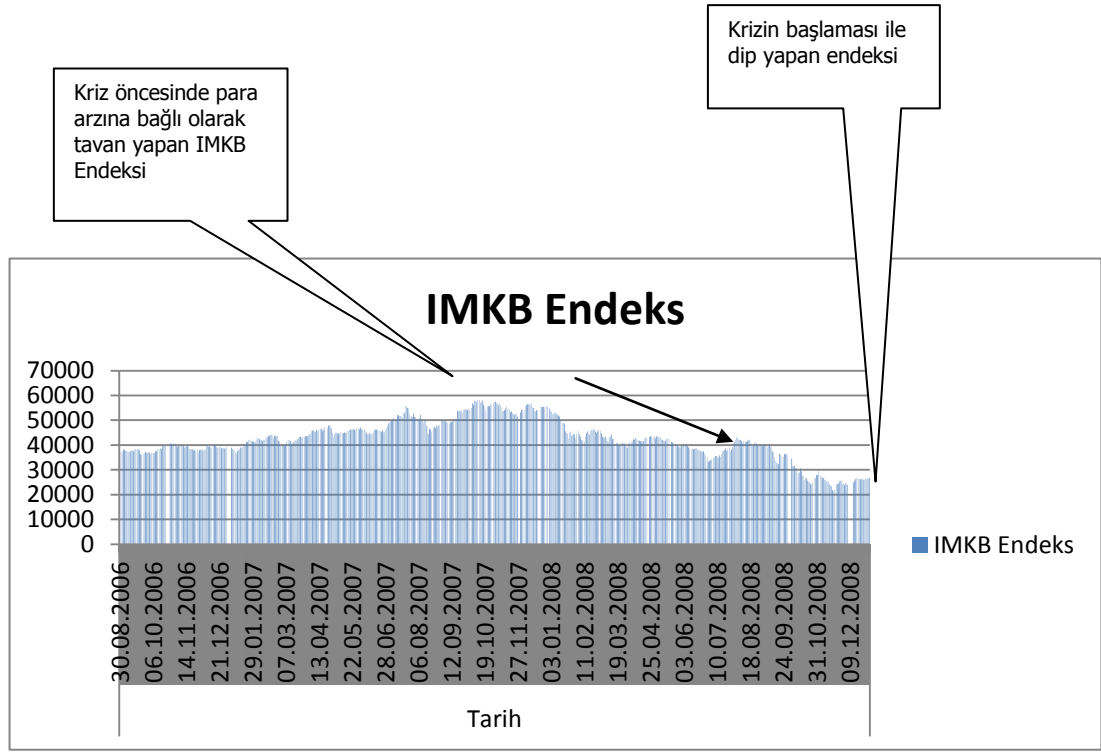
(Bin YTL-Thousand TRY)

M2									
		Vadeli Mevduat (TL) Time Deposits (TRY)				Vadeli Mevduat (YP) Time Deposits (FX)			
			Mevduat Bankaları Deposits Money Banks	Katılım Bankaları Participation Banks	TCMB CBRT		Mevduat Bankaları Deposits Money Banks	Katılım Bankaları Participation Banks	TCMB CBRT
	Toplam Total	M1							
2007	343 417 896	72 673 185	175 320 555	6 284 871	-	83 524 450	5 614 834	-	
2008	437 699 247	83 523 458	231 035 697	9 035 272	-	107 813 546	6 291 273	-	
2009	494 024 148	107 051 398	252 910 116	13 700 139	-	112 826 015	7 536 480	-	
2010	587 814 547	133 884 898	312 344 904	17 831 771	-	115 500 117	8 252 857	-	
2011	655 522 524	136 236 864	341 968 830	19 008 660	-	149 520 987	8 787 184	-	
07-11 (A)	503 695 672	106 673 961	262 716 020	13 172 143	-	113 837 023	7 296 526	-	
2010	1	489 180 383	98 312 271	257 473 700	14 251 414	-	111 506 402	7 636 595	-
	2	498 336 516	100 224 982	264 002 585	14 714 879	-	111 851 256	7 542 813	-
	3	506 396 846	104 218 591	267 480 750	15 103 629	-	112 125 252	7 468 624	-
	4	507 220 743	107 029 824	264 643 441	15 607 155	-	112 239 430	7 700 893	-
	5	515 524 074	106 118 847	279 173 333	15 499 937	-	107 408 711	7 323 245	-
	6	532 257 222	112 823 249	286 654 818	15 581 768	-	109 729 346	7 468 041	-
	7	532 253 819	112 039 134	284 532 216	15 423 286	-	112 264 798	7 994 386	-
	8	540 332 642	116 334 491	286 672 689	15 515 912	-	113 592 474	8 217 075	-
	9	545 328 443	120 728 298	285 527 364	15 977 078	-	114 812 463	8 283 240	-
	10	552 222 227	121 183 979	290 325 237	16 127 726	-	116 119 932	8 465 352	-
	11	560 349 632	119 108 902	299 697 069	16 603 664	-	116 547 344	8 392 653	-
	12	587 814 547	133 884 898	312 344 904	17 831 771	-	115 500 117	8 252 857	-
2011	1	584 451 810	123 819 418	317 505 460	18 657 900	-	116 430 645	8 038 388	-
	2	602 785 753	127 190 314	323 374 661	19 082 853	-	124 947 551	8 190 374	-
	3	610 779 797	130 709 763	326 873 802	18 743 608	-	126 311 462	8 141 161	-
	4	617 810 414	131 377 641	332 270 604	18 815 932	-	127 085 398	8 260 838	-
	5	628 029 349	134 868 911	337 697 013	19 091 491	-	128 295 401	8 076 534	-
	6	638 391 587	140 908 695	339 947 692	19 216 948	-	130 543 020	7 775 233	-
	7	644 249 409	138 180 458	343 708 546	19 112 453	-	135 429 085	7 818 868	-
	8	648 253 436	145 057 260	339 392 977	18 542 041	-	137 186 938	8 074 220	-
	9	654 290 484	145 827 010	340 403 497	18 558 657	-	141 393 625	8 107 695	-
	10	657 806 247	151 239 097	336 348 502	18 867 414	-	143 203 299	8 147 935	-
	11	651 526 991	142 287 924	336 274 779	19 261 798	-	145 379 668	8 322 821	-
	12	655 522 524	136 236 864	341 968 830	19 008 660	-	149 520 987	8 787 184	-
2012	1	646 025 889	133 157 817	340 212 558	19 082 248	-	145 111 577	8 461 688	-
	2	649 973 655	135 182 543	339 634 514	18 951 208	-	147 039 802	9 165 587	-
	3	657 482 444	132 294 998	346 773 543	19 206 430	-	149 255 796	9 951 677	-

Tablo 55: Türkiye'nin M2 Gerçekleşmeleri (2007-2012/Q1)

Kaynak: TÜİK Economic Indicators 2012 (Q1)

5.5.5. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Borsa Endeksleri



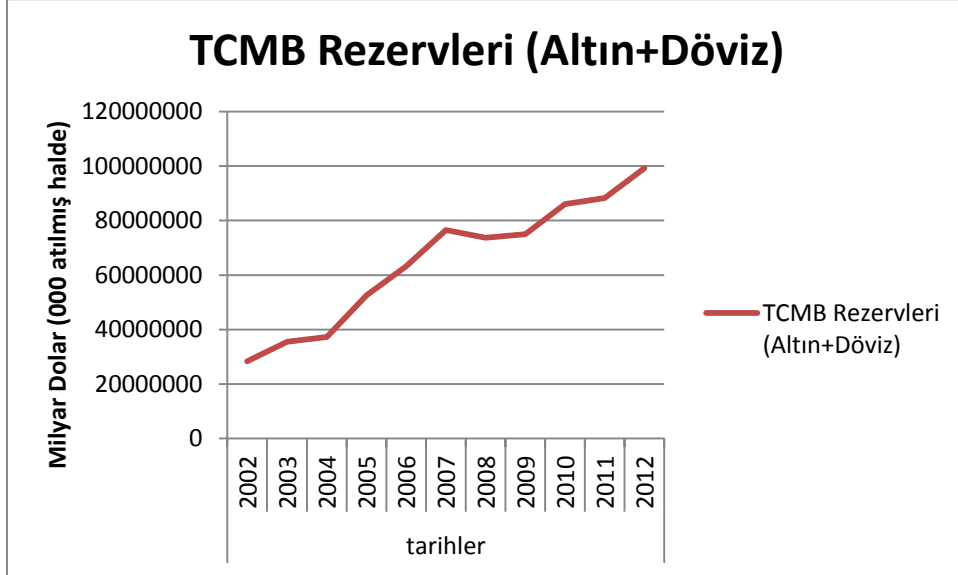
Grafik 80: IMKB Endeksi (08. 2006-09. 2008)

Kaynak: TCMB

Grafikte izlendiği gibi Amerika ile birlikte Türkiye’de de İMKB endeksi benzer seyir izlemiştir. Kriz öncesi ekonomide olumlu giden bir gelişme olmamasına rağmen endeksi ciddi bir artış kaydetmiş krizle birlikte de seyir tersine dönmüştür. İMKB endeksinin kriz sinyali verdiğini söyleyebiliriz.

5.5.6. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Rezervler

Daha önce de bahsettiğimiz gibi merkez bankalarınca biriktirilen para ve altınlara uluslar arası rezerv adı veriliyor. Bu rezervleri bir çeşit ekonomik sıkıntı hallerinde başvurmak üzere biriktirilmiş tasarruflar olarak düşünmek mümkündür. Örneğin ekonomik sıkıntılar nedeniyle döviz gelirinde aksama olan bir ekonomi bu rezervlere başvurarak ithalatını bir süre daha sürdürebilir.



Grafik 81:TCMB Rezerv Durumu(2002-2012)

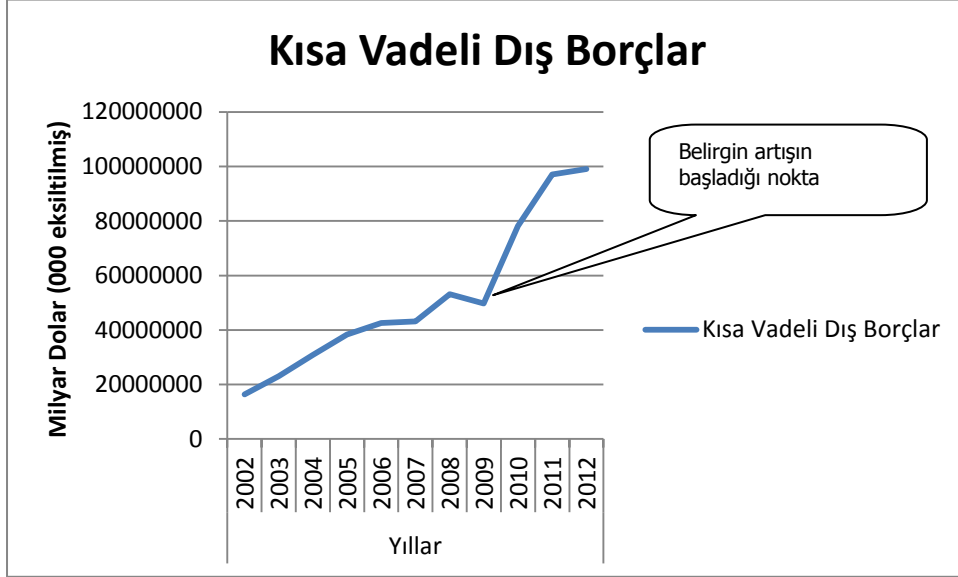
Kaynak: TCMB ve OECD Verilerinden derlenmiştir.

Not: Dikey ekseninde (000) atılmıştır.

TCMB rezervlerine baktığımızda 2002 yılından beri devamlı bir artış içinde olup FED rezervleri ile bu anlamda farklılık göstermektedir. Hatırlanacağı gibi Fed rezervleri U şeklinde bir grafik görünümü vermektedir. 2012 yılı itibariyle 99 milyar dolara çıkan TCMB rezervleri tarihinin en yüksek rakamına ulaşmıştır. Bu rezervlerin içinde 180 ton altın rezervi bulunmaktadır. Gelişme yolundaki ekonomilerin döviz, gelişmiş ekonomilerin ise altını rezerv olarak tercih ettiklerini görürüz. Bunun nedeni çok açıktır. Gelişme yolundaki ekonomilerin parası rezerv para değildir, yani dünya ticaretinde veya alışverişlerde kullanılmaz. O nedenle başlarına bir sıkıntı geldiğinde kullanılmak üzere dolar, euro gibi rezerv paraları biriktirirler. Gelişmiş ekonomiler ise kendi paraları ya rezerv para ya da en azından dünya ticaretinde geçerli para olduğu ve o parayı basma yetkisi de kendilerinde olduğu için parasal rezerv tutmaya ihtiyaç duymazlar. Buna karşılık onların altın rezervlerinin yüksekliği geçmişte kâğıt parayı altın karşılığı basmalarından dolayı ellerinde biriken altın stokundan kaynaklanır.

Küresel krizin ABD ye göre daha hafif hissedildiği ülkemizde merkez bankası rezervleri anlamında güçlü bir kriz sinyali alınamadığını söyleyebiliriz. Bununla

birlikte Guidotti-Greenspan kuralı paralelinde ülkemizin dış borç gerçekleştirmeleri içindeki kısa vadeli borç ayırımına bakarak daha sağlıklı bir yorum yapabilme imkanı bulabiliriz.



Grafik 82:Türkiye'nin kısa Vadeli Dış borcu (2002-2010)

Kaynak:Dış Ticaret Müsteşarlığı

Not: (000) eksiltiilmiştir.

Grafik (82) de kısa vadeli iç borçların TCMB rezervleri ile paralellik gösterdiğini görebilmekteyiz. Buradan şu çıkarımı yapabiliriz ki ülkemizin dış borcu kriz öncesinden başlayarak devamlı bir şekilde artmıştır. 2011 yıl sonunda 97,7 milyar dolara kadar yükselen Türkiye'nin kısa vadeli dış borç stoğu, 2012 yılında da artışını sürdürerek % 19 artarak 99,9 milyar dolara yükselmiştir. Borçlu bazında değerlendirildiğinde, toplam stok içinde kamu sektörü% 13,3, Merkez Bankası % 3,1, özel sektör ise % 83,6 oranında paya sahiptir. Bir ülkenin kısa vadeli borcu o ülkenin risk yapısını da şekillendirmektedir. Krizle birlikte artan kısa vadeli dış borcumuza paralel TCMB'nin risk e karşı rezerv artışına gitmesi de bir kriz sinyali olarak değerlendirilebilir bir göstergedir.

5.5.7. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Türkiye’de Üretim Sanayi Endeksi

Sanayi Üretim Endeksi’nin içindeki ağırlıklar, her ülkenin kendi koşulları içerisinde oluşturulur. Türkiye’de bu endeksi oluşturan üç ana sektör ve payları İmalat Sanayi (%86.9), Elektrik Üretimi (%8.2) ve Madencilik Sektörü (%4.9)] şeklindedir.

Toplamda 22 alt sektöre bölünen imalat sanayi üretiminde %46.3 gibi önemli bir paya sahip olan dört ana kol şu şekilde sıralanmaktadır: Gıda (%10.64), Tekstil (%10.88), Petrol Ürünleri Sanayi (%14.48) ve Kimya Sanayi (%10.34).

Aylık sanayi üretim endeksi, yaklaşık 200 büyük işyerinden alınan ve yaklaşık 110 önemli sanayi malının üretim düzeyini tek değerde toplar. 2005 yılı üretim düzeyi 100 olarak alınmaktadır. 15 ayrı sanayi dalı için de ayrı ayrı hesaplanabilen bu endeksin, tek tek sanayi dalları için yayınlanamaması, yorumu zorlaştırmaktadır.



Grafik 83:Türkiye’nin İmalat Sanayi endeksi (2005-2012)

Kaynak: TÜİK

Not: 2005= 100 şeklinde hesaplanmıştır.

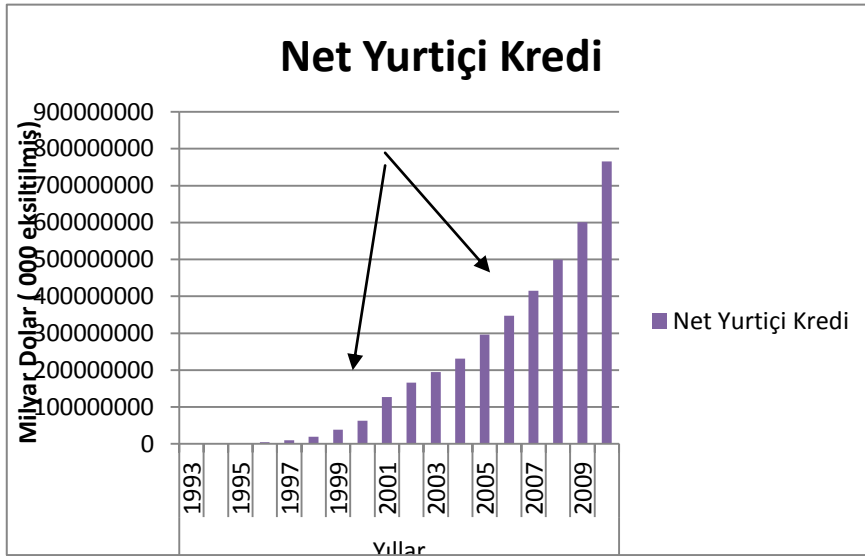
Türkiye'nin imalat sanayi endeksi ABD ile benzer bir görüntü vermektedir. Özellikle kriz dönemine kadar genelde artış trendin de olan endeks kriz döneminde keskin bir düşüş sergilemiştir.

Sanayi üretimi ve kapasite kullanımı arasında görülen paralellik son dönemde, 2012'nin başından bu yana bozulmuş durumda, iki grafik arasında belirgin bir ayrışma var. Kapasite kullanımı istikrarlı bir şekilde zayıflarken, sanayi üretiminde dalgalı ama yukarı yönlü seyir devam ediyor. Uzun süredir devam eden bu durumu net bir şekilde açıklamakta zorlanıyoruz. İç talepteki zayıflık ve daralma bir noktaya kadar sanayi üretimini olumsuz etkiliyor, ancak dış talep ve ihracattaki güçlü seyir sanayi sektöründe çarkların dönmesini sağlıyor. Bu ortamda kapasite kullanımında görülen zayıflık daha çok iç talebi yansıtıyor gibi. Çünkü kapasite kullanımı düşerken, sanayi üretim endeksinde pozitif trend devam etmekte. Önümüzdeki dönemde ihracattaki artış trendi devam ettiği sürece sanayi üretiminde de yüzde 3-4 arasında büyüme oranları görmeye devam edeceğiz. Fakat ihracatta önümüzdeki dönemde ek zayıflık bu tabloyu olumsuz etkiler.²⁵²

Özellikle ABD ekonomisinin resesyona girdiği dönemde gerçekleşen düşüş 2009 yılından sonra yerini keskin bir artışa bırakmıştır. Buradan şunu açıkça söyleyebiliriz ki kriz öncesi ABD de olduğu gibi ülkemizde de Sanayi endeksi bakımından bir erken uyarı sinyali söz konusu değildir.

²⁵² Deniz Gökçe, "Ekonomi Yorumcuları Futbol Konuşanlardan Bile Daha beter! ", **Akşam Gazetesi**, 13.Eylül 2012, (Çevirim içi) <http://www.aksam.com.tr/ekonomi-yorumculari-futbol-konusanlardan-bile-daha-beter-7751y.html>, Erişim Tarihi, 11.10.2012.

5.5.8. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Türkiye’de Yurtiçi Krediler



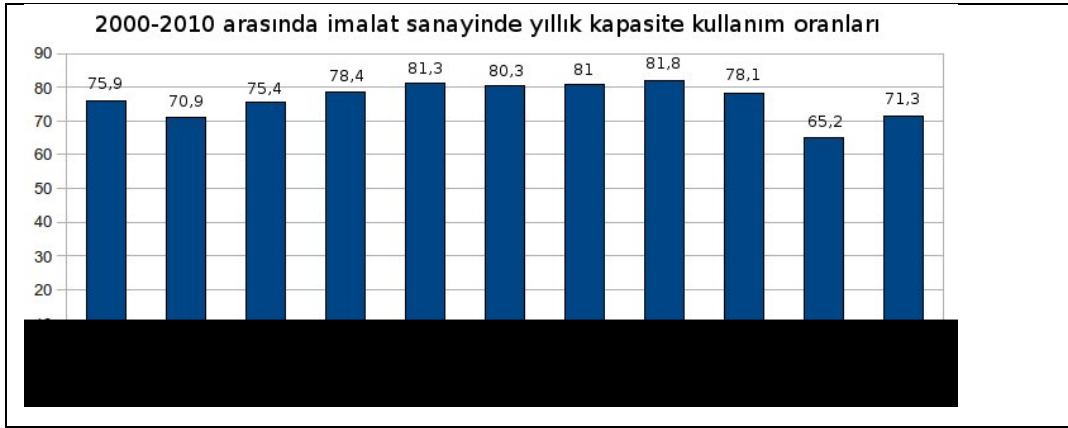
Grafik 84:Net yurtiçi Kredi (1993-2009)

Kaynak:Bankalar Birliği ve TÜİK verilerinden Derlenmiştir.

Not: Üç sıfır eksiltılmıştır. (Yüz Milyar Dolar)

Teoride kriz sinyali olarak ifade edilen % 19 oranındaki artışın Yurtiçi kredilerin GSYİH’ye oranını kredi hacminin kontrolsüz bir şekilde genişlemesi olarak ifade edildiğini ve bankacılık sektöründe kredi hacminin daraldığı ve ciddi bir tikanıklık yaşanacağı şeklinde de yorumlanabileceğini belirtmiştik. Türkiye’de 2000 yılında 63 milyar TL iken bir sonraki dönem kriz yılı öncesi % 100 artış sağlamıştır. 2004 yılında 231 milyar TL olan net yurtiçi kredi rakamı bir yıl sonra % 28 lik artışla 296 milyar TL ye yükselmiştir. 2006 yılında 347 milyar TL olan gerçekleşmenin bir sonraki yıl %19 luk artışla 415 milyar tl ye yükselmesi güçlü bir kriz sinyalidir.

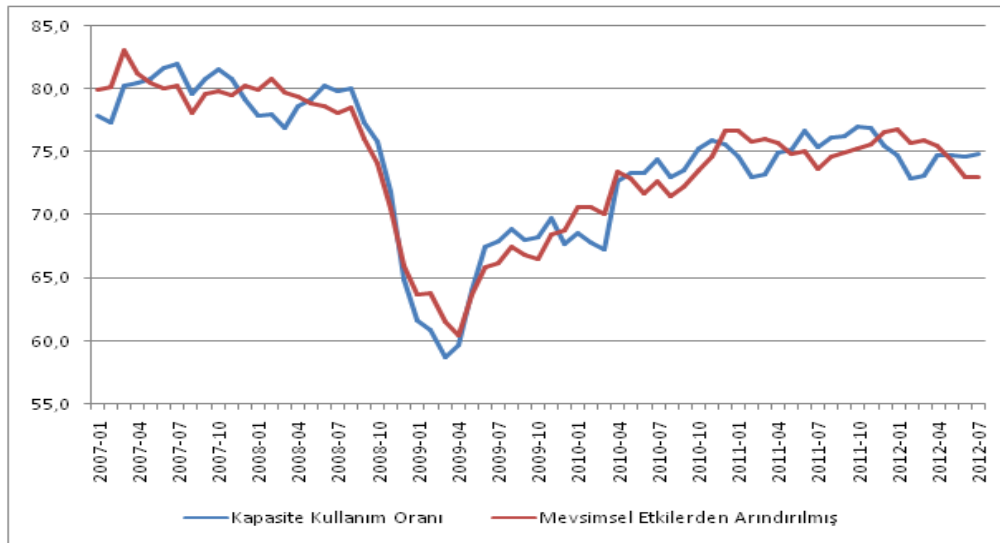
5.5.9. Küresel Kriz Öncesi ve Sonrasında Türkiye’de Kapasite Kullanım Oranı



Grafik 85:Türkiye’nin Kapasite Kullanım Oranı (2000-2010)

Kaynak:Stratejik Düşünce Enstitüsü

Grafik (85) de 2000-2010 performansına baktığımızda ABD’nin aksine ülkemizde kapasite kullanım oranında krizin baş gösterdiği tarih dışında ciddi bir iniş izlenmemektedir. Söz konusu oran, kriz öncesinde Türkiye için önemli bir sinyal vermemiştir.



Grafik 86:Türkiye’nin Kapasite Kullanım Oranı (2007-2012)

Kaynak:Stratejik Düşünce Enstitüsü

Grafik (86)de ciddi düşüş krizle birlikte olmuştur. %80-% 85 bandındaki kapasite kullanım oranı, 2008 yılın Temmuz ayında düşüş eğilimine geçmiş ve 2009 Nisan ayında % 60 a kadar gerilemiştir.

6. BÖLÜM

FİNANSAL KRİZLERİN TAHMİN EDİLEBİLİRLİĞİNİN ANALİZİ: TÜRKİYE’DE 2008 KRİZİ İÇİN PROBİT MODEL, LOGİT MODEL VE SİNYAL YAKLAŞIMI UYGULAMASI

6.1.Probit ve Logit Modellerle 2008 Krizi’nin Türkiye Analizi

6.1.1.Çalışmanın veri seti

Araştırma konusu olan değişkenler ülkelerin ekonomik yapısı ve koşullarına göre farklı derecede etkili olmaktadır. Gelişmiş ülke krizlerini araştıran bir çalışma ile gelişmekte olan ülke krizlerini araştıran çalışmanın seçilen göstergeleri birbirinden farklı olacaktır. Örneğin gelişmiş ülkelerin para birimi güçlü olduğundan yabancı para birimi cinsinden borçlanmalar oldukça azdır. Gelişmiş ülkelerde enflasyonun düşük olması ve oynak olmaması, bankaların portföylerinde uzun vadeli, sabit faizli senet bulundurmalarına yol açmaktadır. Bu nedenlerle gelişmiş ülkelerde döviz kuru ile bankacılık krizi arasında yakın bir ilişkiye rastlanmamıştır ²⁵³ Buna karşın gelişmekte olan ülkenin yapısal sorunları ile iç ve dış dinamikleri farklı koşullardan etkileneceğinden gösterge seçiminde bu durumun göz önünde bulundurulması gerekir.

Tuncer²⁵⁴ çalışmasında yedi finansal, on reel olmak üzere toplam on yedi değişken kullanılmıştır. Finansal değişkenler; IMKB 100 indeksi, kısa vadeli dış borçlar, reel döviz kurunda değerlendirme, bankaların açık pozisyonları, Merkez Bankası rezervleri, M2Y/Rezerv para, reel faiz oranıdır. Reel değişkenler; imalat sanayi reel ücret indeksi, kapasite kullanım oranı, sanayi üretim indeksi, GSYH, KKBG/GSMH, İmalat sanayi üretiminde kısmi verimlilik, imalat sanayi üretiminde çalışanlar indeksi, cari işlemler dengesi/GSYH, ihracat miktarı, ihracatın ithalatı karşılama oranıdır.

²⁵³ Değirmen, S., A,Şengönül Ve İ,Tuncer (2006). “Kriz Erken Uyarı Sinyalleri Olarak Reel Ekonomi Göstergeleri”, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri. Seyidoğlu, H., R.Yıldız (Drl), İstanbul:Arıkan Basım Yayım s.467.

²⁵⁴ Tuncer,A.g.e.

Yaman²⁵⁵ çalışmasında Seçilen değişkenlerden, Bankacılık Kesimi Verilen Krediler, Brüt Rezervler, Vadesiz Döviz Tevdiat Hesabı, Portföy Yatınımı, Net Hata Ve Noksanlar, İç Borç Stoku tutarsal bazda dikkate alınırken, Tüketici Fiyatları, İhracatı İthalatı Karşılama Oranı, Aylık Mevduat Faizi, Dolar Faizi yüzdesel olarak ifade edilmiştir. İMKB Kapanış endeksi ve Tüfe Bazlı Reel Kur Endeksi'nin ise adından anlaşılacağı üzere endeks değerleri dikkate alınmıştır. Otomotiv üretimi ise adet bazında değerlendirilmiştir.

Kaya ve Yılmaz²⁵⁶ çalışmalarında değişken olarak; Bütçe dengesinin GSMH içindeki payı, M2Y para arzı büyüklüğünün GSMH içindeki payı, Dış ticaret dengesinin GSMH içindeki payı, Kısa vadeli dış borç stokunun GSMH içindeki payı ve Reel döviz kuru değerlendirilme oranı değişkenlerini dikkate almışlardır.

Bu çalışmada veri setini oluşturan göstergeler, Para krizleri tahmini konusunda, literatürde genel kabul gören üç farklı deneye dayalı çalışma grubu vardır. Bunlar öncülüğünü Kaminsky, Lizondo ve Reinhart²⁵⁷ 'ın yaptığı ve “sinyal yaklaşımı” olarak bilinen istatistikî çalışmalar; Sachs, Tornell ve Velasco²⁵⁸ öncülüğünde krizin kökenleri ve yayılması üzerine yapılan çalışmalar ve ilk olarak Frankel ve Rose²⁵⁹ (1996) tarafından önerilen kriz çıkma olasılığını tahmin etmeye dönük logit-probit modeller yaklaşımı şeklinde gruplanabilir. KLR (1998)'nin önerisini takiben ekonominin farklı kesimlerini temsil eden değişkenler arasından seçilmiştir.

²⁵⁵ Yaman, Ö. (2010), Finansal Krizler Ve Erken Uyarı Sistemleri, T.C. Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans Ve Bankacılık Ana Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul

²⁵⁶ Kaya, V. Ve Ö. Yılmaz (2007). Para Krizleri Öngörüsünde Logit Model Ve Sinyal Yaklaşımının Değeri: Türkiye Tecrübesi, Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni No: 2007/1

²⁵⁷ Kaminsky, G./ Lizondo, S./ Reinhart, C. M. (1998), “Leading Indicators Of Currency Crises”, IMF Staff Papers, Vol: 45, No: 1, March

²⁵⁸ Sachs, J./Tornell, A./Velasco, A. (1996), Financial Crisis In Emerging Markets: The Lessons From 1995”, NBER Working Paper, WP/5576

²⁵⁹ Frankel, J./Rose, A. (1996), “Currency Crashes In Emerging Markets: An Empirical Treatment”, Journal Of International Economics, Vol: 41

1998-1999 krizi, 2001 krizi ve 2008 krizlerine yönelik ilişki çıkarabilmek için veri seti 1996 Ocak - 2010 Kasım dönemini kapsamaktadır. Veriler aylık alınmıştır.

Çalışmanın veri seti; Bankacılık Kesimi Verilen Krediler, TUFİ, İhracatın İthalatı Karşılama Oranı, Brüt Rezervler, Vadesiz Döviz Tevdiat Hesabı, İç Borç Stoku ve Otomotiv Üretimi, değişkenlerinden oluşmaktadır. Bu çerçevede parasal veriler için 1996 yılı sabit fiyatları kullanılmıştır. Bunun yanında değişkenlerin yüzdesel değişimleri alınarak gerekli analizler gerçekleştirilmiştir. Çalışmada kullanılan değişkenlerin kısaltmaları aşağıdaki gibidir;

Değişken kısaltmaları

BKVK	Bankacılık Kesimi Verilen Krediler
TUFİ	Tüketici Fiyat Endeksi
İİKO	İhracatın İthalatı Karşılama Oranı
VDTH	Vadesiz Döviz Tevdiat Hesabı
İBS	İç Borç Stoku
OU	Otomotiv Üretimi

6.1.2. Analiz

Logit modelini oluşturmadan önce verilerin sahte regresyona yol açıp açmayacağı incelenecektir. Bu nedenle serilere ADF ve KPSS birim kök testi uygulanmıştır

Zaman serilerinin durağan olması olarak ifade edilen şey, zaman içinde varyansın ve ortalamanın sabit olması ve gecikmeli iki zaman periyodunda ki değişkenlerin

kovaryansının değişkenler arasındaki gecikmeye bağlı olup zamana bağlı olmamasıdır.²⁶⁰

Zaman serilerinin durağan olmaması durumunda, zaman serileri deterministik veya stokastik trend içerecektir. Bu durumda zaman serilerinin kullanılacağı öngörümleme ve regresyon denklemlerinde sahte regresyon benzeri durumlar ortaya çıkacaktır. Ancak seri üzerinde uzun dönemde deterministik bir trendin varlığı ile düzensiz modellerde zaman içinde ortaya çıkan ve bir müddet sonra kayıp olan trendler birbirinden farklıdır.

ADF denklemi ;

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta t + \gamma Y_{t-1} + c \sum \Delta Y_{t-1} + u_t$$

$$H_0: \gamma = 0$$

$$H_1: \gamma \neq 0$$

H_0 hipotezi reddediliyorsa Y değişkeninin orijinal seviyesinde durağan olduğu, H_0 hipotezi reddedilemiyorsa Y değişkeninin durağan olmadığı sonucuna ulaşılır. Orijinal seviyesinde durağan olmayan bir değişkenin durağanlığı sağlanıncaya kadar devresel farkları alınır.

Tablo 56 Genişletilmiş Dickey Fuller test sonuçlarını göstermektedir. Genişletilmiş Dickey Fuller testi için değişkenlerin gecikmeli değerlerinin sırasının belirlenmesi için Schwartz Bilgi Kriteri kullanılmıştır.

²⁶⁰ Gujarati, D. N., (1999), **Essentials Of Econometrics**, Mcgraw-Hill International Editions, New York, 712-713.

DEĞİŞKEN ADI	SEVİYE DEĞERİ		
	SABİTSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ- TRENDLİ
BKVK	-3.1467*	-3.5464*	-3.6594**
İBS	-3.7588*	-3.4143**	-5.0687*
İİKO	-27.0073*	-27.1018*	-27.0613*
OU	-2.5186**	-3.6423*	-4.3693*
TUFE	-1.6021	-6.8670*	-11.1208*
VDTH	-17.3714*	-17.4443*	-17.5046*
Kritik Değerler			
%1	-2,57	-3,45	-3,98
%5	-1,94	-2,87	-3,42
%10	-1,61	-2,57	-3,13

Tablo 56: ADF birim kök testi sonuçları

- * Değişkenin %1 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu seviyedir.
- ** Değişkenin %5 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu seviyedir.
- *** Değişkenin %10 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu seviyedir.

ADF birim kök testi sonuçlarına göre; çalışmada kullanılan tüm değişkenler düzeyde durağan yani $I(0)$ 'dır. Birim kökün varlığına ilişkin kullanılan bir diğer test KPSS testidir. KPSS testinde diğer birim kök testlerinin aksine boş hipotezde serinin durağanlığı alınmaktadır.

KPSS testi için hipotezler:

H_0 : Seri (trend) durağandır

H_1 : Seri (trend) durağan değildir

KPSS testi ADF testinden farklı olarak hipotezler yer değiştirmişlerdir. Sıfır hipotezi serinin durağan olduğunu savunurken; alternatif hipotez serinin durağan olmadığını savunur.

Ayrıca KPSS testinin diğer bir farkı ise sabit terimli ve deterministik trendli model ile sabit terimli ve deterministik trendsiz olmak üzere 2 model kurulmasına elverişli olmasıdır.

DEĞİŞKEN	DÜZEY DEĞERLER	
	SABİTLİ	SABİTLİ VE TRENDLİ
BKVK	0.1292	0.0742
İBS	0.4314***	0.1167
İİKO	0.0528	0.0373
OU	0.6079**	0.0572
TUFE	0.4302***	0.0705
VDTH	0.2068	0.0378
Kritik Değerler		
%1	0.73	0.21
%5	0.46	0.14
%10	0.34	0.11

Tablo 57: KPSS Test Sonuçları

* Değişkenin %1 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu seviyedir.

** Değişkenin %5 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu seviyedir.

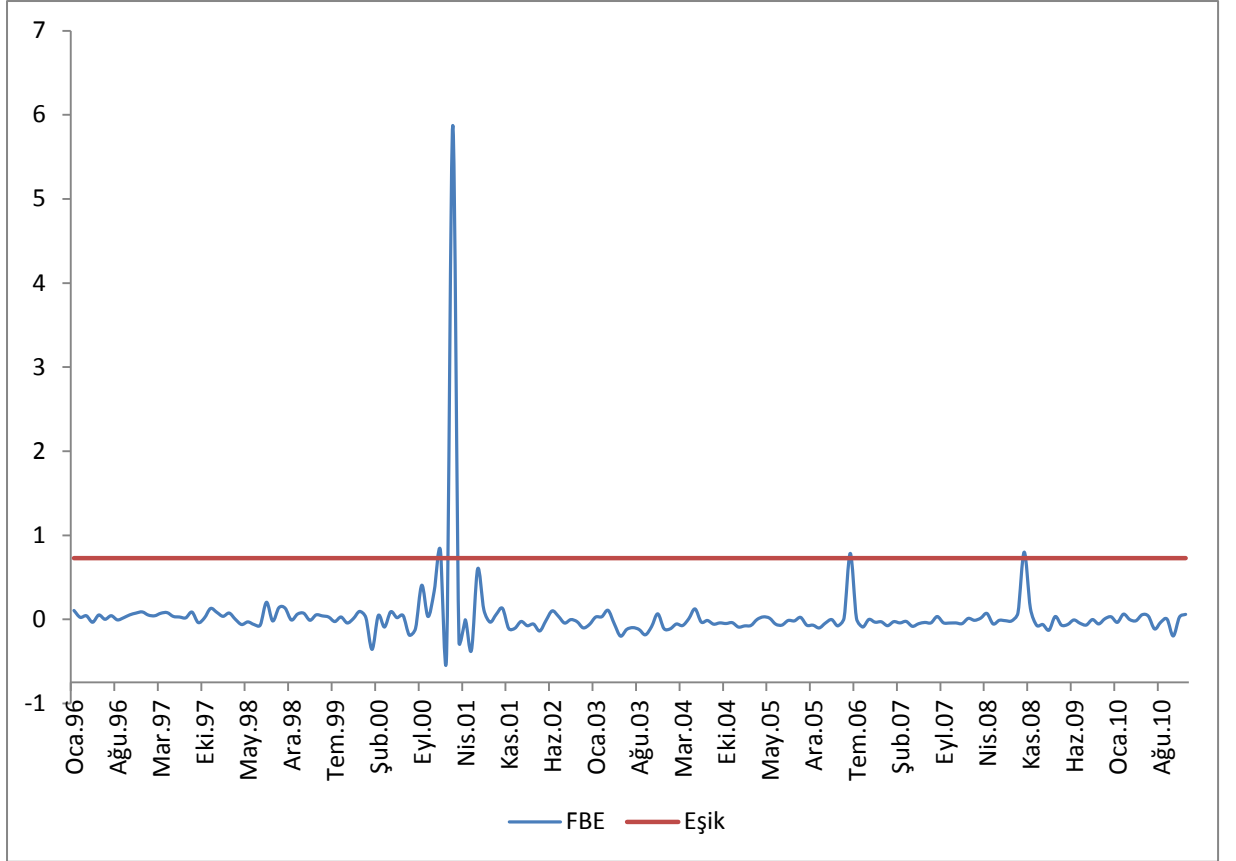
*** Değişkenin %10 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu seviyedir.

KPSS birim kök testi sonuçlarına göre ADF testine paralel bir şekilde çalışmada kullanılan tüm serilerin düzeyde durağan oldukları söylenebilir.

Para krizi basit olarak paranın önemli bir miktarda devalüasyonu veya piyasada değer yitirmesi olarak tanımlanabilir. Bununla birlikte, bu ölçüt, kurun otoriteler tarafından faiz oranları yükseltilerek ve döviz piyasasına müdahale edilerek şiddetle baskılandığı koşulları dikkate almamaktadır. Alternatif bir yaklaşım, sadece döviz

kuru değişimlerini değil, uluslararası rezerv ve faiz oranları hareketlerini de dikkate alan bir Finansal Baskı Endeksi (FBE) oluşturmaadır.

Çalışmada öncelikle değişkenlere ait FPE grafiği çıkarılmıştır. Öncelikle grafiğin oluşturulması ve yorumlanmasında ki amaç, hangi finansal krizin öncü göstergesi olabileceğini saptayabilmektir. Bu amaçla FPE grafiği aşağıdaki gibidir;



Grafik 87: Probit – Logit model İçin Finansal Baskı Endeksi

Not: FBE, Finansal Baskı Endeksini, E ise Eşik değeri göstermektedir.

Yukarıdaki grafik finansal baskı endeksini ifade etmektedir. E ise eşik değeri göstermektedir. Kriz tanımı olarak Endeksin, eşik değeri standart sapmasının 1.5 katını aşması hali Kriz (1) olarak tanımlanırken, tersi durum ise krizin olmaması kriz yok (0) olarak tanımlanmıştır. **Endeksin ortalaması 0.036351, standart sapması yaklaşık olarak 0.461906 ve bu çerçevede eşik değer 0.72921 olarak**

hesaplanmıştır. Bunun sonucunda eşik değer 0.72921'i aşan aşağıdaki dönemler Kriz (1), aşmayan dönemler ise Kriz yok(0) olarak tanımlanabilir.

$FBE \geq \mu + 1.5\sigma \rightarrow$ Para krizi var, D=1

$FBE < \mu + 1.5\sigma \rightarrow$ Para krizi yok, D=0

İLGİLİ KRİZ	DÖNEM	FBE DEĞERİ
2000	Aralık 00	0.82
2001	Şubat 01	5.87
2006	Haziran 06	0.78
2008	Ekim 08	0.79
EŞİK DEĞER=0.72921		

Tablo 58: FBE'nin Bir Finansal Krize İşaret Ettiği Dönem ve Değerler

Yukarıdaki tabloda eşik değer olarak hesapladığımız 0.72921 değerini aşan dönemler gösterilmektedir. Aralık 2000 dönemindeki değer eşik değeri aştığı ve gelmekte olan 2001 krizi konusunda sinyal verdiğini söyleyebiliriz. Bunun yanında Şubat ayında ise krizin varlığına ilişkin güçlü bir uyarı verildiği söylenebilir. Ekim ayında ise, tüm dünyayı etkisi altına alan 2008 krizin meydana getirdiği türbülansın Türkiye'de de yaşandığını göstermektedir.

Belirtmemiz gereken önemli bir nokta Kasım 2000 döneminin herhangi bir krize işaret etmemesidir. Fakat bu durum birinci ve ikinci tip hata riski kapsamında değerlendirilmesi gerekmektedir.

Regresyon analizi herhangi bir değişkenin (bağımlı değişken), bir veya daha fazla değişkenle (bağımsız-açıklayıcı değişken) ilişkisinin matematik bir fonksiyon şeklinde yazılmasıdır ve bu fonksiyona regresyon denklemi adı verilmektedir. Regresyon analizinde değişkenler, nicel (kantitatif-nümerik) olabileceği gibi, nitel

(kalitatif) de olabilmektedir. Regresyon analizine konu olan bağımlı değişkenlerin nitel olması durumunda yaygın olarak kullanılan iki regresyon modeli logit model ve probit modeldir.

6.1.3. Logit Model ile Analiz

İki veya daha fazla değer alan kukla değişkenler bağımlı değişken olarak da regresyon modellerinde yer alabilirler. Bu tür modellerde, bağımlı değişkenler tercih veya karar belirtmektedir. Bağımlı değişkenin iki veya daha fazla değer alan tercih modellerinde amaç, seçimin olasılığının belirlenmesidir ²⁶¹

Logit regresyon modellerinde, bağımlı değişken iki değerli olarak ifade ediliyorsa İkili Lojistik Regresyon Modeli, ikiden fazla değerli olarak ifade ediliyor ise Çoklu Lojistik Regresyon Modeli olarak adlandırılmaktadır. Çalışmamızda da, bağımlı değişkenlerimiz iki değer aldığından dolayı İkili Logit modelleri kullanılacaktır. Logit modele ilişkin tahminler tablo 57’de gösterilmiştir.

6.1.4. Probit Model ile Analiz

Doğrusal olasılık modelindeki en belirgin sorun olan “tahmin edilen olasılık değerlerinin 0 – 1 aralığı dışına çıkması” sorunundan kurtulmak için geliştirilen modellerden birisi de probit modelidir. Logit modelde birikimli lojistik dağılım fonksiyonu kullanılırken probit modelde birikimli normal dağılım fonksiyonu kullanılmaktadır.

Logit ve probit modeller nitel olarak benzer sonuçlar verse de, iki modelin tahmin edilen parametre değerleri doğrudan karşılaştırılamaz. Çünkü probit modelin temeli

²⁶¹ Aldrich, John H. Ve Nelson, Forrest D.(1984), Linear Probability, Logit And Probit Models, California: Sage Publications, Inc.pp.9

olan standart normal değişkenin varyansı 1 iken, logit modelin çıkış noktası olan lojistik dağılımın varyansı $\pi^2/3$ ' tür .²⁶²

Logit modellerde olduğu gibi probitt regresyon modellerinde de, bağımlı değişken iki değerli olarak ifade ediliyorsa İkili Probit Regresyon Modeli, ikiden fazla değerli olarak ifade ediliyor ise Çoklu Probit Regresyon Modeli olarak adlandırılmaktadır. Çalışmamızda da, bağımlı değişkenlerimiz iki değer aldığından dolayı İkili Probit modelleri kullanılacaktır. Probit modele ilişkin tahminler tablo 56'da gösterilmiştir

Bağımlı Değişken: Finansal Baskı Endeksi		
	Logit Model	Probit Model
BKVK	5.6988 (27.9847)	-2.4223 (10.5939)
IBS	1.1990*** (0.7200)	0.5728 (0.3679)
IIKO	0.0895*** (0.0502)	0.0309 (0.0190)
OU	-0.0110 (0.0175)	-0.0052 (0.0075)
TUFE	-0.3911 (0.4569)	-0.1660 (0.1848)
VDTH	0.0527** (0.0219)	0.0201*** (0.0107)
Sabit	-4.5518* (1.1936)	-2.1066* (0.4077)
McFadden R-squared	0.3343	0.2903
Log Likelihood	-12.7535	-13.5981

Tablo 59: Probit ve Logit Modele İlişkin Tahminler Tablosu

Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir.

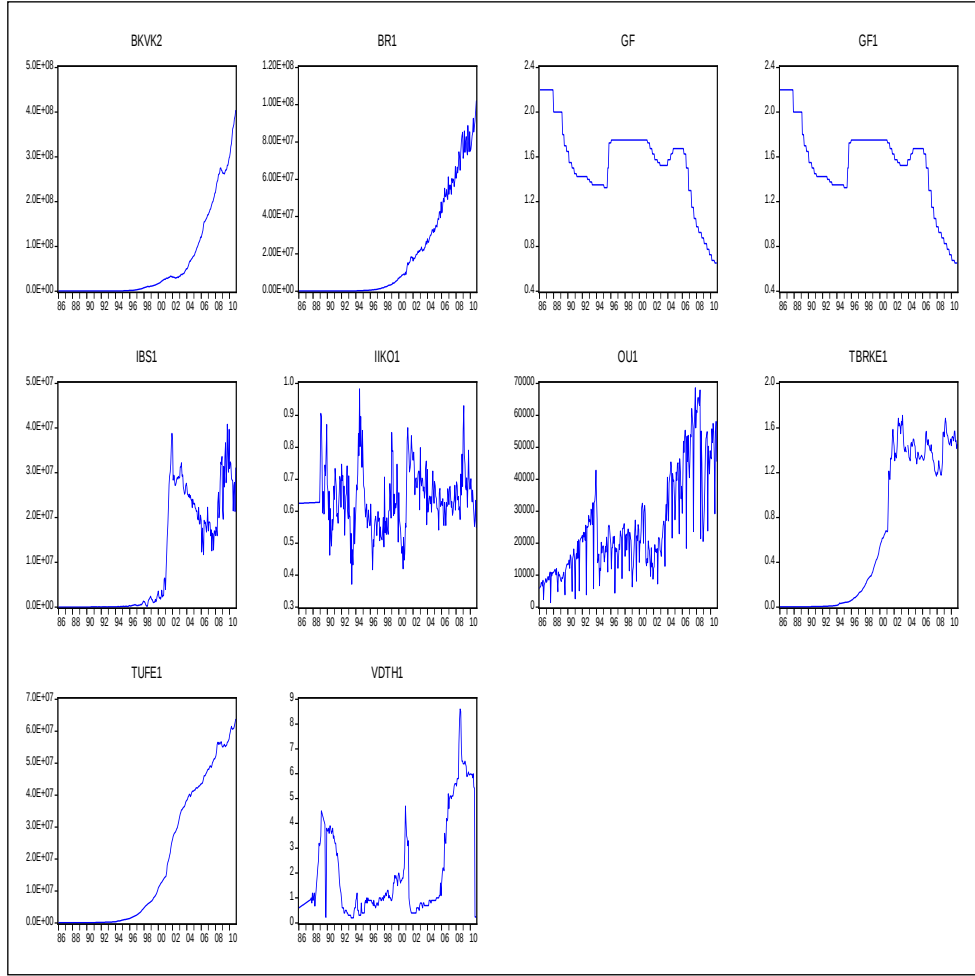
* Değişkenin %1 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu seviyedir.

** Değişkenin %5 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu seviyedir.

*** Değişkenin %10 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu seviyedir.

²⁶² Griffiths, W. E., Hill, R. C. Ve Judge, G. G., (1997), Undergraduate Econometrics, John Wiley & Sons Ltd., New York.pp.34.

Tablo 59’da parasal kriz olasılığını etkilemesi muhtemel değişkenlere ilişkin logit ve probit regresyon sonuçları gösterilmektedir. Öncelikle logit ve probit modeller aynı amaç doğrultusunda kullanılmasına rağmen kullanılan dağılım fonksiyonlarının farklı olmasından kaynaklı olasılığı etkileyen faktörlerin anlamlılık düzeyleri farklılaşabilmektedir. Bu çerçevede çalışmada ele alınan IBS değişkeni ile IIKO değişkeni logit modelde istatistiksel olarak anlamlıyken, probit modelde bu değişkenler istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Bunun yanında VDTH değişkeni her iki modelde de anlamlı bulunmuştur fakat anlamlılık düzeyleri farklılaşmıştır. Logit modele göre diğer değişkenler sabitken **iç borç stoklarındaki artışın** krize ilişkin verilen sinyal olasılığını artırdığı, benzer şekilde diğer değişkenler sabitken **ihracatın ithalatı karşılama oranındaki** artışın krize ilişkin verilen sinyal olasılığını artırdığı ve son olarak diğer değişkenler sabitken vadesiz **döviz tevdiat hesabındaki artışın** krize ilişkin verilen sinyal olasılığını artırdığı söylenebilir. Probit modele göre ise yalnızca **vadesiz döviz tevdiat hesabındaki artışın**, diğer değişkenler sabitken, krize ilişkin verilen sinyal olasılığını artırdığı söylenebilir. Son olarak logit-probit modellerde standart belirlenme katsayısı yerine kullanılan McFadden R^2 değerlerine göre modellerin yeterli olduğu söylenebilir.



Grafik 88 Serilerin düzey değerlerindeki grafikleri

6.6.Sinyal Yaklaşım İle 2008 Krizi'nin Türkiye Analizi

Çalışmamızın bu bölümünde 2008 Küresel krizinin ülkemiz için sinyal verip vermediği KLR'nin sinyal yaklaşımı ile teset edilecektir.

İktisat literatüründe genel geçer bir kriz erken uyarı göstergeleri dizisi bulunmamaktadır. Bununla birlikte öne çıkan bazı göstergeler sözkonusudur. Bundan dolayı çalışmamızın bu bölümünde 2008 krizin Türkiye açısından sinyal yaklaşımı ile ekonominin olabildiğince çok kesiminden ipuçları elde etmek amacıyla toplam 10 gösterge çerçevesinde sınanacaktır. Sınamada KLR (1998) referans alınacak ve 2002:01 -2009:12 dönemi Türkiye ekonomisi dönemleri çalışmaya konu olacaktır. Erken uyarı endeksi veri seti için hem KLR (1998) çalışmasında incelenen göstergelerden ortak bir gösterge listesi oluşturulmuştur. Veriler TCMB elektronik veri dağıtım sisteminden (EVDS) temin edilmiştir. Analizde kullanılan değişkenler, 1987=100 TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru, ihracat, ithalat dış ticaret dengesi, cari işlemler dengesi, 1997=100 sanayi üretim endeksi, yurt içi kredi hacmi, rezerv yeterliliği göstergesi olan M2 / Uluslararası Rezervler rasyosu, cari ve sabit 1998 fiyatları ile üçer aylık reel GSYİH artış oranı, mevduat faizi (brüt) reel (TÜFE Bazlı) getiri oranlarıdır. M2 / Uluslararası Rezervler rasyosu dışında aylık olan göstergeler bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde değişme olarak tanımlanmıştır. Uluslar arası rezerv değişkenleri ve cari işlemler dengesi dolar cinsinden verildiği için TL ye dönüştürülmüştür.

6.6.1. Sinyal yaklaşımı İçin Finansal Baskı endeksinin Hesaplanışı

$$FBE = [TL/\$ \text{ Nominal Döviz Kuru değişimi (\%)}] + [TL \text{ Faiz oranı değişimi (\%)}] - [\text{ Brüt Rezervlerdeki değişim (\%)}]$$

$$FBE \geq \mu + 1,5 \text{ Para krizi var, } D=1$$

$$FBE \leq \mu + 1,5 \text{ Para krizi yok, } D=0$$

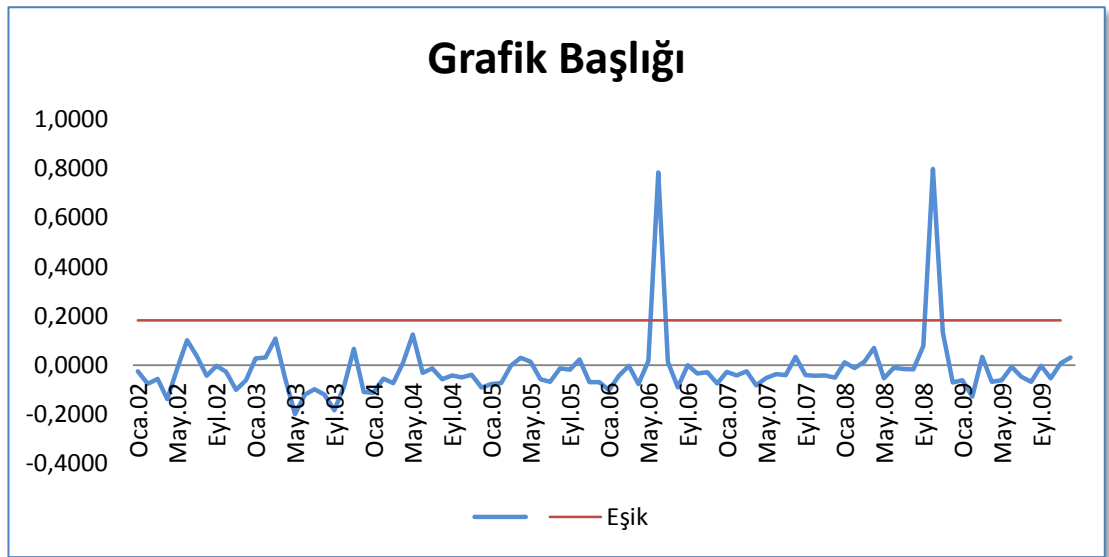
FBE eşitliğine göre ve 2002:01 - 2009:12 dönemi için hesaplanan Finansal Baskı Endeksi'nin standart sapması 0,13 dür. Bu değerın yaklaşık 1.5 katı olan 0,18 değeri

eşik değeri olarak belirlenmiştir. Grafik 86'daki probit-logit modelde ait eşik değerin farklı hesaplanmasının sebebi serilerin farklı dönemleri kapsamastandır. İncelenen dönem için hesaplanan FBE, iki dönemde bu eşik değeri aşmış ve finansal krize işaret etmiştir. Bu dönemler ve FBE nin aldığı değerleri tablo 60, verilmiştir.

FBE Değeri	Dönem
0,7848	2006:06:00
0,7993	2008:10:00
Eşik Değer:0,1822	

Tablo 60:FBE'nin Bir Finansal Krize İşaret Ettiği Dönem ve Değerler

FBE'nin tablo 60'da gösterilen dönemlerde eşik değeri aşmak suretiyle krizler için tanımlanan temel FBE eşitliğinin Türkiye ekonomisi 2002 – 2009 dönemi tecrübesi ile tutarlı olduğunu ortaya koymaktadır. Grafik 88 de finansal baskı endeksi görünmektedir.



Grafik 89: Sinyal Yaklaşımı İçin Finansal baskı Endeksi

Not: FBE, Finansal Baskı Endeksini, E ise Eşik değeri göstermektedir.

2002 yılında finansal piyasalarda meydana gelen daralma, 2005 yılında Türkiye ekonomisinde büyüme hızında meydana gelen yavaşlama, 2006 yılının ikinci yarısından itibaren belirginleşmiştir. Bu gelişmelerin ülkemizdeki piyasalara yansması ile 2008 yılının üçüncü çeyreğinde kriz dinamiklerinin daha da belirginleşmesi finansal baskı endeksi tarafından doğrulanmaktadır.

Analizimizde belirlediğimiz her bir göstergenin sinyale konu olup olmadığını, olası sinyaller içinde doğru sinyallerin oranı, olası sinyallerin içinde hatalı sinyallerin oranı, hatalı sinyallerin doğru sinyallere oranı (HDSO), göstergenin kriz öngörme olasılığı ve gösterge sinyallerinin sürekliliği açısından incelenmiştir. Analizde % 10 ve %20’lik dilimler arasında %1 lik artışlarla 11 farklı % düzeyine ait eşik değer belirlenmiş ve bunlara göre her bir değişkene ait gürültü sinyal oranları (Hatalı sinyallerin doğru sinyallere oranı –HDSO) bulunmuştur. Çalışmamızda her değişken için eşik değer, gürültü sinyal oranını minimum yapan yüzdelik dilim olarak kabul edilmiştir. Analizimize konu olan değişkenlerin eşik değerlerinin yüzdelik düzeyleri ve performanslarına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Değişkenler	Eşik değer Optimum % Düzeyi	Doğru Sinyal Sayısı A/(A+C)	Hatalı Sinyal sayısı B/(B+D)	Hatalı/Doğru Sinyal oranı (HDSO)	Koşullu Kriz Olasılığı A/(A+B)
Reel efektif Döviz Kuru	0,15	0,4166	0,3750	0,9001	0,5263
İhracat	0,10	0,6200	0,5208	0,8400	0,5455
İthalat	0,10	0,5419	0,5417	0,9996	0,5000
Dış Ticaret Dengesi	0,10	0,3750	0,4790	1,2773	0,4000
Cari İşlemler Dengesi	0,10	0,2290	0,6450	2,8166	0,2500
Sanayi Üretimi	0,20	0,8750	0,7500	0,8571	0,7172
Yurtiçi Krediler	0,10	0,6877	0,2708	0,3938	0,6100
Rezerv Yeterliliği	0,10	0,4583	0,2910	0,6350	0,6312
Büyüme Oranı	0,10	0,6667	0,5833	0,8749	0,6314
Reel Faiz Oranı	0,10	0,2292	0,4375	1,9088	0,3438

Tablo 61:değişkenlerin Önem Sıralarının Hata-Sinyal Oranları ile Belirlenmesi

Tablo 56 de **doğru sinyal sayısı** sütunu, olması muhtemel doğru sinyaller içinde doğru sinyallerin yüzdesini göstermektedir. Bu oranın yüksek çıkması iyi bir değişkenden beklenendir. Söz konusu sütunda **sanayi üretimi** %0,8750 ile en iyi performansı vermektedir. **Yurt içi kredileri** %0,6877 ile ikinci en iyi performansı vermektedir. Üçüncü en iyi performans ise %6667 ile **büyüme oranına** aittir. Değişkenler performans sırasına göre ihracatı ithalat, rezerv yeterliliği, reel efektif döviz kuru ve dış ticaret dengesi şeklinde sıralanmaktadır. En kötü performanslar ise % 22 ile **reel faiz oranı** ve **cari işlemler dengesine** aittir. Hatalı sinyal sayısı sütunu olması muhtemel hatalı sinyaller içinde hatalı sinyallerin yüzdesini göstermektedir. Bu oranın düşük çıkması değişkenin iyi bir değişken olduğunun ifadesidir. Tablo 56 da en iyi performans sırasıyla **yurtiçi krediler, rezerv yeterliliği, reel efektif döviz kuru, reel faiz oranı, dış ticaret dengesi, ihracat, ithalat, büyüme oranı, cari işlemler dengesi ve sanayi üretim endeksine aittir**. Beşinci sütun ise hatalı sinyallerin doğru sinyallere oranını göstermektedir. Bu oranı ne kadar düşük çıkarsa

değişkenin performansı o kadar iyidir. Elde ettiğimiz sonuçlara göre iyi performans gösteren değişkenler sırasıyla **yurtiçi krediler, rezerv yeterliliği, dış ticaret dengesi, ihracat, sanayi üretim endeksi, büyüme oranı, reel efektif döviz kuru, ithalat, reel faiz oranı ve cari işlemler dengesidir**. Son sütunda ise her bir değişkenin krizi öngörme olasılığı ifade edilmekte olup oranlar ne kadar yüksek ise değişkenlerin performansı o paralelde yüksek olmaktadır.

Elde edilen sonuçlara göre çalışmamızda kullandığımız değişkenlerden krizlere en öncülük etme olasılığı en yüksek değişkenler sırası ile;

- ✓ Yurtiçi krediler
- ✓ Büyüme oranı
- ✓ Rezerv yeterliliği
- ✓ İhracat
- ✓ Sanayi üretim endeksi
- ✓ Reel efektif döviz kuru
- ✓ İthalat
- ✓ Dış ticaret dengesi
- ✓ Reel faiz oranı
- ✓ Cari işlemler dengesi

6.6.2. Öncü Göstergelerin Ne Derecede Öncü Olduğu Sorunsalı

Bir önceki bölümde göstergeler daha az yanlış sinyal verme yönleriyle krizleri öngörme yeteneklerine göre test edilmişlerdir. Oysa ki bu tür bir yaklaşım, sinyallerin öncü zamanını dikkate almamaktadır. Bu durumda tedbiri erken almak isteyen politika yapıcılar, krizin meydana geldiği anda iyi sinyal veren bir gösterge ile kriz meydana gelmeden önceki bir zamanda iyi sinyal veren bir gösterge arasında kayıtsız kalabilecektir. Tablo 60'ta, kriz gerçekleşmeden önceki iki yıllık pencere dikkate alındığında krizden 12 ay önce sinyal veren bir gösterge ile krizden 3 ay önce sinyal veren bir göstergeyi birbirinden ayıramayacaktır. Çalışmamızda incelenen değişkenlerin FBE tarafından belirlenen kriz dönemlerinin 24 ay öncesinde öncü sinyal verme zamanları ve normal zamanlara göre kriz sırasındaki sinyallerinin sürekliliği tablo 60'da gösterilmiştir.

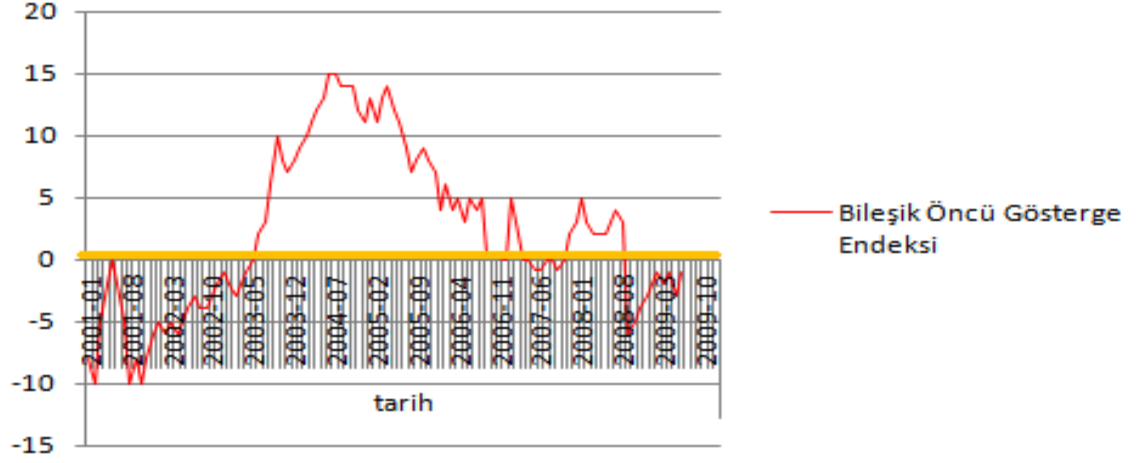
Değişkenler	Öncü Sinyal Verme Zamanı	Normal Zamanlara Göre Kriz Sırasındaki Süreklilik
	2008:10	
Reel Efektif Döviz Kuru	12	1,1112
İhracat	19	1,2000
İthalat	15	1,0000
Dış ticaret Dengesi	6	1,2779
Cari İşlemler Dengesi	1	0,3549
Sanayi üretimi	17	1,1667
Yurtiçi Krediler	9	2,5387
Rezerv yeterliliği	22	1,5713
Büyüme Oranı	3	1,1429
Reel Faiz Oranı	5	0,5239

Tablo 62:Değişkenlerin öncü Sinyal Verme Zamanı ve sinyallerin Sürekliliği

Tablo 62 incelendiğinde rezerv yeterliliği ve ihracatın en iyi performansa sahip göstergeler olduğunu görebilmekteyiz. En kötü performansa sahip değişkenler ise cari işlemler dengesi, büyüme oranı ve reel faiz oranıdır. Tablo 57 de son sütun her bir değişkenin kriz öncesi 24 aylık dönem ve diğer dönemlerde verdiği sinyallerin sürekliliğini göstermektedir. Elde edilen sonuçlara göre yurt içi kredilerin sinyallerinin kriz öncesinde normal zamanlardan 2.5 kat; rezerv yeterliliği sinyallerinin ise yaklaşık 1.5 kat daha sürekli olduğu görülmüştür.

Göstergelerin Ocak 2002 ‘den bu yana seyri incelendiğinde gürültü-sinyal oranlarının (krizleri öngörme performansları) farklı olduğu görülmektedir. Sinyal yaklaşımı konusunda yapılan çalışmalarda bileşik endeks oluşturulurken HDSO 1 den küçük olan göstergeler krizi açıklamakta başarılı kabul edilip öncü gösterge olarak bileşik endekse dahil edilmiştir. Çalışmamızda reel faiz oranı ve cari işlemler dengesi değişkenlerinin HDSO 1 ‘den büyük olduğundan ve reel GSYİH değişkeninin ise üçer aylık verileri kullanıldığından bileşik endeksin oluşumu sırasında çalışmaya dahil edilmemiş ve geri kalan diğer değişkenler ile bileşik öncü göstergeler endeksi oluşturulmuştur. Endeksin eşik değerini belirlerken her bir göstergenin eşik değerini hesaplanmasında kullanılan yöntem benimsenmiştir. Eşik değer HDSO yu minimum yapan değer olan 0,4790 olarak hesaplanmıştır.

Bileşik Öncü Gösterge Endeksi



Grafik 90: Bileşik Öncü Göstergeler (Finansal Kırılganlık)Endeksi

Grafik 90 de ağırlıklı bir bileşik endeksin performansı gösterilmektedir. Turuncu kalın çizgi eşik değeri ifade etmektedir. Endeksin yükselme eğilimi taşıması Türkiye Ekonomisinde dengelerin bozulduğunu ve ekonominin kırılgan bir yapıda olduğunu ifade etmektedir.

Endeks 2003 yılının 6. Ayına kadar eşik değerinin altında daha sonra 2006 yılının 11.ayına kadar ise eşik değerinin üzerinde ve artış trendinde seyretmiştir. 2007 yılından itibaren endeks arada eşik değerinin altına düşerek dalgalı trend izlemesine rağmen artış yönlü bir trend izlemesi diddik çekicidir. 2008 Ocak ayından itibaren ekim ayına kadar sürekli sinyal göndermiştir. Bu durum bileşik öncü gösterge endeksinin 2008 krizini öngörmeye başarılı olduğunu ve seçilen öncü göstergelerin bütün olarak krizi öngörmeye iyi performans sergilediğini göstermektedir.

DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Kapitalizm, namı diğer piyasa ekonomisi olarak bilinen günümüz ekonomik sistemi ücretli emekle üretim yapılan bir sistemdir. Burada önemli konu kapitalistin elde ettiği karı yeniden sisteme sokarak yatırıma dönüştürmek ve sermayesini büyütürken karını maksimize etme isteğidir. Kısacası kapitalizmin temel dinamiği sermaye birikimidir. Bunun anlamı bir kapitalist ekonominin daima büyüme içinde olmasıdır. Malı diğerlerinden daha ucuza mal edip satabilen kapitalist piyasanın daha büyük bir bölümünü ele geçirebilecek belki de rakiplerini sistem dışına itebilecektir. Bu da kapitalizmin rekabetçi ve teknolojiye dayalı özelliğini de içinde barındırmaktadır. Modern sanayi kapitalizmi, sermaye birikiminin kesinti olmaksızın sürmesini, bu da üretimin sürekli büyümesini gerekli kılmaktadır. Eğer bu süreçler kesintiye uğrarsa sistem uzun süre ayakta duramaz. Kapitalist sistemde biriken sermaye ile yeni yatırımlar yapıp ve yeni istihdamlar yaratıldıkça sistem kendi talebini de yaratmış olur. Kapitalizmin her daim teşvik ettiği teknolojik yeni buluşlarla yeni tüketim malları yaratması diğer bir talep kaynağıdır. Tüm bu mekanizmalara rağmen kapitalizm periyodik olarak krize sürüklenmekten kurtulamaz. Çünkü kapitalizmin büyüme mekanizması krizleri de bünyesinde barındırır.

Kapitalist ekonomide tasarruf-yatırım ilişkisi hem sistemin büyüyerek varlığını idame ettirmesi için imkân, hem de sistemi darboğazlara sokan bir kısıtlamadır. Kapitalizmin mantığı biriken tasarrufların değerlendirilmesini gerektirir. Sistemsel olarak bunun tek yolu tasarrufların yatırıma dönüştürülmesidir. Yeni yatırımlar ise ekonomide üretilen mal ve hizmet artışını beraberinde getirir. Bu ilave mal ve hizmetlerin satılabilmesi için ilave bir talebe ihtiyaç vardır ki bu da yeni ücretlilerin istihdam edilmesi ile doğru orantılıdır. Burada çok önemli bir nokta, sistemde biriken tasarrufun yatırıma dönüşmesi durumunda ortaya çıkan üretim artışı, yeni yatırımın yaratacağı ilave istihdamın kazanacağı gelire hemen hemen eşit olmalıdır. Bu durumun gerçekleşmemesi durumunda üretilen malların bir bölümü satılamaz ve sistemin çarkı tıkanmaya başlar.

Tablo (son) kapitalist ülkelerin ortalama büyüme hızlarını göstermektedir. ^

Dönem	Süre (Yıl)	Yıllık Ortalama Büyüme Hızı
1852-1872	20	5,1
1872-1985	23	1,1
1895-1914	19	4,1
1914-1948	34	1,9
1948-1965	17	4,9
1965-1982	17	1,5
1982-2005	23	3,9

Tablo, kapitalizmin dönemsel daralma ve genişleme dalgalanmalarının sistemin yapısal özelliğinden geldiğini açıkça göstermektedir. 15-20 yıl süren büyüme dönemlerinden sonra talep yetersizliği meydana gelmekte, kullanılan sermayeye denk gelen kar oranı düşmekte, iş yerleri kapanmakta, istihdam azalmakta ve ekonomi bir bunalım sürecine girerek daralmaktadır. Bunalım sürecinden çıkma sürecinde biriken sermayenin çoğu iflas ve krizlerin olumsuz etkileri ile yok olmaktadır. Krizden çıkış süreci, sermaye stokunun mevcut talep seviyesi karşısında yeterli kar oranıyla dönebilecek boyuta gerilemesiyle karlılık artmakta, yatırımların artmasıyla da durgunluktan çıkılabilmektedir. Fakat bu çıkış süreci oldukça sancılı bir süreçtir. 1929 büyük buhranında görüldüğü gibi sürecin insani faturası çok ağırdır. Kriz derinleştikçe artan ekonomik ve sosyolojik yıkım farklı sosyal çatışmalara hatta savaşımlara zemin hazırlayabilmektedir.

Kapitalist sistem 1965 yılından itibaren yeni bir durgunluk sürecine girmiştir. 1974 petrol krizi ile perçinleşen darboğaz, ülkelerde yüksek işsizlik ve enflasyonu beraberinde getirmiştir. Tıpkı 2008 krizinde olduğu gibi kapitalist dünya ekonomileri, büyük darboğazdan çıkmak adına ciddi politikalar geliştirmişlerdir. Özellikle ABD ve İngiltere tarafından ortaya çıkarılan günümüz neoliberal politikaları bu dönemin eseridir. Özellikle 19. YY da çürütülen bu ideolojiler kapsamında sosyal devlet, sosyal hak ve güvenceler tasfiye edilmiş, buradan elde edilen bütçe fazlaları kadar vergi indirimlerine gidilerek sermaye kesimine fon aktarımı sağlanmıştır. Sendikal mücadeleler güçsüzleştirilmiş ve özelleştirmelerle güçlü devlet kurumları özel sektöre devredilmiştir.

Bu çalışma 7 bölümden oluşmakta olup 2008 Krizi ile ilgili birkaç önemli sonuca ulaşılmıştır. İlk bölümde çalışmanın daha iyi anlaşılabilmesi için bilinmesi gereken kavramlar ile 2008 Krizi'nin önemli aktörleri olan ABD Finans Sisteminin Denetim Mekanizması, Sistemi Küresel Krize Sürükleyen Finansal Enstrümanlar ve FED'in Yeni Politika Araçları açıklanmıştır.

Çalışmamızda öncelikle finansal krizlerin teorik alt yapısı analiz edilmiştir. 2008 Krizi'nin oluşumuna aşırı biriken para ve sermayenin değersizleşmesinin engellenmesi için hayata geçirilen uygulamalar zemin hazırlamıştır. Buna paralel olarak neo liberalizmin karakteristik özelliği olarak görülen finansallaşma olgusu güçlenmiş ve karlılığın üretken alanın üzerine çıkmasını sağlamıştır. Bu süreçte uluslararası borçlanma ve kredilerin aşırı genişlemesi temel alınmıştır. Bütün bunlardan yola çıkılarak, 2008 krizinin, konut kredisi veya finans krizi olmadığı, sermayenin aşırı birikmesi ile realize olan değersizleşme sürecinin ertelenmesine rağmen açığa çıktığı bir sistemik kriz olduğu iddia edilebilir. 2008 krizinin ortaya çıkışını kriz kuramları olarak ele aldığımızda, krizin kapitalizmin kendi iç dinamiklerinden kaynaklandığını, piyasa mekanizmasının doğası itibarıyla krizlere olanak verdiğini öngören Marksist açıklama ile uyushuğunu görebilmekteyiz. Çalışmamızın 2. Bölümünde anlatıldığı gibi Marksist sistemde kapitalizmin doğal sürecinde işleminde dahi kapitalizmin doğası gereği krizler kaçınılmazdır. Marks krizin çıkış nedenlerini karların düşme eğiliminin yanında aşırı üretim ve eksik tüketim olarak belirlemiştir. Aşırı üretim ve düşük tüketim kavramları 2008 Krizi açıklaması açısından oldukça önemlidir. Çünkü aşırı üretim de düşük tüketim de piyasa mekanizması içinde çözüm bulacak konulardır. Fakat parasal düşüklük ya da aşırılık gibi konular sistem içerisinde her zaman çözüm bulamamaktadır. Bu bağlamda Küresel Kriz'in ortaya çıkışında önemli olan faktör kapitalizmin doğasında bulunan bir özellik olup, reel sektör kâr oranlarının parasal sektörle karşılaştırıldığında düşüşe geçmesi ve parasal sektörün, konut kredilerinde oluşan balon neticesinde ciddi kârlara ulaşmasıdır. Yine 2008 Krizi' ne bakıldığında Mises'in "Kredi kullanımındaki artış, sermaye mallarındaki arzı arttırırken tüketim malları arzını arttırmayacaktır. Böylelikle fiyatlarda dengesizlik meydana gelecek, sermaye malları fiyatı düşerken, tüketim malları fiyatı yükselir ve ekonomide çevrimler meydana gelir" açıklaması ve Hayek'in kriz sürecinin oluşumunda

bankacılık ve kredi sistemine dikkat çekerek fiyatların yanlış yönlendirici değişkenler haline gelebileceğini öngörmesi, Avusturya Okulu'nun da değerlendirmemiz kapsamında krizleri açıklayıcı niteliğini öne çıkarmaktadır. 2008 Krizinin yapısal nedenlerine baktığımızda asimetrik bilgi sorununun ters seçim ve ahlaki risk boyutunda önemli bir rol oynadığını açıkça söyleyebiliriz. Gerek konut kredisi talebinde bulunanlar, gerekse konut kredisi vermek isteyen finans kuruluşlarının davranışları önem kazanmaktadır. Özellikle kredi arz den kuruluşlar, fiyatların yükseleceği beklentisi ile gerekli denetimleri göz ardı etmişler ve geri ödeme konusunda risk arz eden müşterilerin bile kredi taleplerini geri çevirmemişlerdir. Bu durumda meydana gelen asimetrik bilgi, kredi arz edenleri menkul kıymetleştirme (securitization) silahına güvenmeleri şeklinde ortaya çıkmıştır. Finansal işlemlerin devlet garantisi altında olması ve menkul kıymetleştirme şeklinde riskin diğer kurumlara atılacağı düşüncesi, ters seçim ve ahlaki tehlike davranışları şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Bu şekliyle karşımıza çıkan asimetrik bilgi Yeni Keynesyen kriz kuramları ile birebir örtüşmektedir. Hyman Minsky'nin finansal kırılganlık ve balonlar yaklaşımı da 2008 krizi ile doğrudan örtüşmektedir. Buradan çıkan sonuç şudur ki küresel krizi tek bir kriz kuramı ile açıklamak mümkün değildir. Küresel kriz ve belki ileride yaşanacak krizler, gerek ekonomik aktörlerin rasyonelitetlerini yitirmeleri, gerekse finansal yapının karmaşılaşması nedeni ile birçok kriz kuramının karması olan yeni kriz kuramlarını da beraberinde getirecektir.

2008 Krizi'nin hangi kriz modelleri ile açıklanabileceği sorusuna da yanıt aranmıştır. Birinci nesil modeller 1980 lerin başındaki Latin Amerika Krizlerini açıklayabilmektedirler. Söz konusu krizlerin ortaya çıkışı hükümet politikalarından kaynaklanmıştır. Fakat bu modeller daha sonraki Meksika Krizi'ni açıklayamamıştır. Meksika Krizi'nin hükümet politikalarından kaynaklanmaması bu durumda önemli rol oynamıştır. Üçüncü bölümde irdelendiği gibi ikinci nesil kriz modelleri, krizlerin oluşumuna beklentileri de dahil etmektedir. Böylece bazen hiçbir sebep yokken bile beklentiler spekülasyon saldırılara sebep olarak kriz çıkarabilmektedir. 2008 krizinin yapısal özelliklerine baktığımızda birinci ve ikinci nesil kriz modelleri ile açıklanamayacağı sonucuna varılmaktadır. Üçüncü nesil kriz modellerinde ise bankacılık ve finans sektöründe olan kırılganlık, firmalara ayrılan kredi miktarını

azaltmakta ve kriz olma ihtimalini arttırmaktadır. Kredi miktarının faiz oranlarına aşırı duyarlı olduğu durumlarda, nominal faiz oranlarında bir artış, kredi miktarını etkilemektedir. Krizlerin bulaşıcılık etkisi de bu kriz modelinin üzerinde durduğu önemli konulardan biridir. Krugman'a göre, finansal aracılardan yaratmış olduğu yükümlülüklerin açık ya da zımni olarak hükümet garantisine alınmış olması ahlâki tehlike sorununa yol açmaktadır. Bankaların riskli projeleri kredilendirme davranışının yaygınlaşması ve kredi hacminin bu şekilde genişlemesi finansal aktif fiyatlarını yükselterek finansal sistemi nominal olarak aşırı derecede büyötmüştür. Oluşan finansal balonların patlaması bu süreci tersine çevirmiş ve ekonomide genel olarak finansal aktiflerin fiyatları düşerken, bankaların toplam kredi içindeki aktiflerinin payı önemli ölçüde artmıştır. Bu durum, ulusal düzeyde ödeme sistemlerinin kilitlenmesine ve bankacılık krizlerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bankacılık krizleri ise para krizlerine neden olmuştur. Krugman'ın bu açıklaması akıllara 2008 Krizi'nin oluşum sürecini getirmektedir. Faizlerin düşük olması ve kredibilitesi düşük olan kişilerin fiyatların yükseleceği beklentisi ile kredi kullanmaları krizin önemli nedenlerinden biridir. Yine devlet güvencesine dayanan banka ve kredi kuruluşlarının özensiz şekilde kredi kullanmaları ve oluşan asimetrik bilgi durumu da 2008 krizi'nin oluşum nedenlerinden biridir. 2008 Krizi'nin sistematik bir kriz olduğunu daha önce belirtmiştik. Asimetrik bilgi, iyi kredilerin piyasadan sistem dışına itilmeleri, kredilerin geri ödenmemeleri, oluşan panik ve şişen balonun patlaması, krizin tüm dünyaya bulaşması gibi tipik özellikler, 2008 Krizi'nin üçüncü modellere daha yakın bir kriz olduğu sonucunu göstermektedir.

2008 Krizi'nin daha etkin bir şekilde anlaşılabilmesi için bankacılık krizleri teori ve gerçekleştirmeler ışığında incelenmiş ve 2008 Krizi ile bankacılık krizi arasındaki ilişki anlaşılmaya çalışılmıştır. McKinnon ve Shaw' a göre yeni kurumların finansal sisteme girişini engelleyen düzenlemelerin ortadan kaldırılması ve finansal kurumların gelişebilmesi, finansal serbestleşmenin önemli bir ayağını oluşturmaktadır. Dünya da, ABD mortgage piyasalarında 2006 yılında başlayan ve adına önceleri dalgalanma denilen, 2007 sonu ve 2008 başından itibaren, önce kredi

krizine ve ardından likidite krizine dönüşen küresel kriz, küresel finansal sistemi etkisi altına almıştır. Özellikle 2009 yılının başından itibaren küresel krizin olumsuz etkileri başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere, tüm dünyada hissedilmeye başlanmıştır. Bu süreçte alınan bütün önlemlere rağmen 2009 ve 2010 yıllarında küresel bazda bir iyileşmenin gerçekleşebilmesi sağlanamamıştır. Ekonomik faaliyetin küresel bazda hızlı bir şekilde yavaşlaması, büyüme oranlarını da belirgin olarak geriletmiştir. Ekonomik faaliyetlerdeki yavaşlama ve ortaya çıkan hızlı işsizlik artışı, finansal sistemler üzerinde oldukça ciddi baskılar yaratmıştır. Krizin ortaya çıkmasındaki banka ve finans kuruluşlarının etkisi düşünüldüğünde bankacılık krizleri ile 2008 krizinin güçlü bir ilişki içinde olduğunu iddia edebiliriz. Anlı-şanlı uluslararası tanınmışlığı olan dev bankalar, aracı kuruluşlar, yatırım bankaları ardı ardına rekor zararlar ve batık bilançolar açıklamaya başladılar. ABD'de irili ufaklı yaklaşık 8.500 bankadan küçük ve orta ölçekli olanlarının toplam aktiflerinin yaklaşık % 67'si konut kredileriyle alakalıydı. ABD'de mortgage krizi ile başlayan çalkantıda emlak değerleri ortalama %30 oranında düştü. ABD' 1970'li yıllarda yaşadığı stagflasyondan sonraki en kötü resesyon sürecine girdi. Türkiye' de, finansal sektörün temelini bankacılık oluşturmaktadır. Bunun da nedeni; finansal kaynakların çok büyük bir bölümünün bankalar tarafından toplanması ve onlar tarafından kullanılmasıdır. Gelişmiş ülkelerdeki birçok büyük ve küçük bankanın milyarlarca dolar zararlar ve iflaslarla ekilenlidi 2008 krizinden, Türk bankacılığı etkilenmemiştir. 2000 - 2001 krizinde çok büyük olumsuzluklar yaşayan ve buna bağlı olarak da yapısal reformlarını tamamlayan Türkiye bankacılık sektörü, güçlü altyapısı ile küresel ekonomik krize karşı sağlam kalarak özgüvenini tazelemiştir. Global krizin temelini oluşturan "subprime" mortgage olarak da adlandırılan kredi türev ürünlerine yatırım yapılmaması, ayrıca güçlü aktif kalitesi, likidite yapısı, sermaye yeterliliği, risk yönetimi ve iç kontrol sistemlerine sahip olmaları, Türk bankacılık sisteminde krizden etkilenmeyi önlemiştir. Türkiye'nin benzer krizleri 1999 ve 2001 yıllarında çok daha şiddetli bir şekilde yaşaması ve yaşanan bu krizlerden ders alması ve nispeten daha güçlü bir finansal sisteme sahip olması nedeniyle halen yaşanmakta olan finans krizlerinden ciddi yara almadan çıkmayı başaramamıştır.

Daha önce finansal krizler için yapılan çalışmalarda, teknik olarak eşik değeri bulunmuş ve kriz dönemi öncesinde bu eşik değeri aşıldığında kriz öncü gösterge olarak kabul edilmiştir. Ancak yapılan çalışmaların çoğunda, eşik değerlerinin farklı olması eleştiri konusu olmuştur. Bu nedenle, , kriz öncesinde aşırı sapmalarının ele alındığı çalışmamızda bu aşırı sapmalar ile kriz sinyal ilişkileri incelenmiş ve öncü gösterge olarak kabul edilen değişkenlerin çoğunun grafiksel sapma gösterdiği izlenmiştir. Grafiksel hareketlerde ABD'nin kriz sinyallerinin Türkiye'den daha güçlü olması, krizin ABD'de Türkiye'den daha derin yaşandığı gerçeğini göstermektedir. Grafiksel sapma analizinin ardından finansal krizlerin önceden tahmininde kullanılan ekonomik modeller, yapılan örnekler ışığında irdelenmiş ve 2008 Krizinin bu çerçevede değerlendirilebilmesi için altyapı oluşturulmuştur. Teorik kriz modelleri, yaşanmış krizlerin oluşumunu açıklamaya çalışırken, öncü göstergeler literatürü teorik modellerin yaşanabilecek krizleri öngörmede ne kadar yeterli olduğu ve bu öngörünün kuvvetlendirilmesi için başka hangi olguların üzerinde durulması gerektiğini incelemektedir. İktisat literatürüne baktığımız zaman bu konuda iki temel yaklaşımın ön plana çıktığı görülmektedir. Bunlardan birincisi, nispeten daha popüler bir yaklaşım olan probit veya logit modellerin kullanılmasıdır. Bu modellerde krizin öngörülmesi amacıyla farklı zaman dilimleri kriz ve normal dönem olmak üzere kesitlere ayrılır. Bir grup öncü gösterge kullanılarak bu dönemlerin olabilirliğine ilişkin olasılık dağılım fonksiyonu elde edilir. İkinci yaklaşım ise çeşitli göstergelerin belirlenen eşik değerlerine göre sergiledikleri değişimlerin kontrolüne dayanan sinyal yaklaşımıdır. Bu yaklaşım temel olarak reel efektif döviz kuru veya kısa vadeli borç miktarı gibi değişik değişkenlerin belirlenen bir eşik değeri karşısında sergilediği hareketliliklerin gözlemlenmesine dayanır. Göstergelerden birisinin eşik değerinin üzerinde değeri alması durumunda, olası bir krizin oluşmak üzere olduğuna ilişkin sinyal vermiş kabul edilir. Bu çalışmaların çıkış noktası IMF'in üç farklı ekonomisti tarafından yapılan ve literatüre KLR Sinyal Yaklaşımı olarak geçen çalışmadır. KLR tarafından dünyanın farklı ülkeleri için yapılan ve her çalışmada daha da geliştirilerek popüler hale gelen Sinyal Yaklaşımı modeli, ülkemizde de olmak üzere birçok ekonomist tarafından bilimsel çalışmalarda kullanılmıştır. Finansal krizlerin öngörülmesi konusunda genel olarak kullanılan bu yaklaşımlar, finansal kriz literatüründeki

popüleritesine rağmen serisel korelasyonların kriz dinamikleri üzerindeki etkisine yeterince önem verilmemesi, eşik değerlerinin belirlenmesinde standart bir yaklaşımın bulunmaması, kriz dışı dönemlerde elde edilen bilgiden faydalanılmaması, değişkenlerin, özellikle sinyal yaklaşımında, istatistiksel olarak sınıanamaması gibi bazı eksiklikleri bünyelerinde barındırmaktadır.

Bu çalışmada literatürde krizlerin tahminine yönelik olarak kullanılan Sinyal Yaklaşımı ile Gölge bağımlı değişken yaklaşımı adı verilen Probit, Logit ve doğrusal olasılık modellerine ilişkin teorik çerçeve sunulmuş, seçilen göstergelerden oluşturulan modellerin probit ve logit sonuçları açıklanmaya çalışılmıştır. Bankacılık Kesimi Verilen Krediler, TUFİ, İhracatın İthalatı Karşılama Oranı, Brüt Rezervler, Vadesiz Döviz Tevdiat Hesabı, İç Borç Stoku ve Otomotiv Üretimi, değişkenlerinden oluşmaktadır. Bu çerçevede parasal veriler için 1996 yılı sabit fiyatları kullanılmıştır. Bunun yanında değişkenlerin yüzdesel değişimleri alınarak gerekli analizler gerçekleştirilmiştir. Logit modele göre diğer değişkenler sabitken **iç borç stoklarındaki** artışın, **ihracatın ithalatı karşılama oranındaki** artışın ve vadesiz **döviz tevdiat hesabındaki** artışın diğer değişkenler sabitken krize ilişkin verilen sinyal olasılığını artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Probit modelde ise yalnızca **vadesiz döviz tevdiat hesabındaki artışının**, diğer değişkenler sabitken, krize ilişkin verilen sinyal olasılığını artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca logit-probit modellerde standart belirlenme katsayısı yerine kullanılan McFadden R^2 değerlerine göre modellerin yeterli olduğu söylenebilmektedir.

Yapılan sinyal yaklaşımında kullanılan Yurtiçi krediler, Büyüme oranı, Rezerv yeterliliği, İhracat, Sanayi üretim endeksi, Reel efektif döviz kuru, İthalat, Dış ticaret dengesi, Reel faiz oranı ve Cari işlemler dengesi olarak belirlenen tüm değişkenler 2008 krizini öngörmede iyi performans sergilemiştir. Bu çalışma bize gösterdi ki Literatüre bakıldığında logit ve probit modelleri için çok sayıda uyum iyiliği ölçüsü önerildiği görülse de bu formüller kullanıldığında benzer modeller ve benzer veriler için farklı değerler hesaplandığı, hatta bu değerlerin birbirlerinden çok farklı olduğu görülmektedir. Başka bir ifadeyle Logit ve Probit modeller nitel olarak benzer sonuçlar verse de iki modelin tahmin edilen parametre değerleri doğrudan karşılaştırılmaz. Çünkü probit modelin temeli olan standart normal değişkenin

varyansı $\pi^2/3$ tür. Logit eğrinin probit eğriye göre daha kalın kuyruklu olması, yani eksenlere probit eğriden daha daha geç yaklaşması iki model arasındaki fark olarak gösterilir. O halde finansal krizlerin öngörülmesi için oluşturulan probit ve logit modeller, aynı değişkenlerle farklı sonuçlar vererek erken uyarının doğruluğu konusunda kafa karışıklıklarına yol açabilecek ve krizlerin sağlıklı analizine engel olabilecektir. Çalışmamızda aynı değişkenlerle yapılan modelde logit ve probit sonuçların tek ortak değişken olan **vadesiz döviz tevdiat hesabındaki artışının** sinyal olasılığını arttırması tutarsızlık olarak düşünülebilmektedir. KLR ile birlikte iktisat literatürüne giren ve birçok çalışmaya konu olan sinyal yaklaşımı ise genel geçer değişkenler ışığında ve bu zamana kadar gerçekleşmiş tüm krizlere uygulanmak suretiyle daha kalıp bir yaklaşım haline gelebilecek ve kesinliği daha güçlü sınanabilecektir. Ayrıca öncü gösterge olarak standardize edilecek değişkenlerin, grafiksel eğilim analizinin yapılması krizlerin erken uyarı verip vermediği konusunda bizlere daha somut kanıtlar sunacak ve kriz- uyarı sinyali çalışmalarında ekonometrik modellere güçlü bir alternatif olabilecektir.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Agénor ,Pierre-Richard: **The Economics of Adjustment and Growth**,USA, Harvard University Press, Second Edition, 2004.
- Akdiş,Muhammed: **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye** 1.bs., İstanbul Betaş Yayınevi,2000.
- Aldrich, John H. Ve Nelson, Forrest D.(1984), Linear Probability, Logit And Probit Models, California: Sage Publications, Inc..
- Alkin, Erdoğan: **İktisat**, İstanbul, Filiz Kitabevi,1992.
- Alpar,Cem ve Ongun,Tuba,“ **Dünya Ekonomisi ve Uluslararası Ekonomik Kuruluşlar: AGÜ.ler Yönünden Değerlendirme**”, Ankara: Türkiye Ekonomi Kurumu Yayın No: 1985/3, 1985.
- Andre Fourçans and Raphael Franck,**Currency Crisis, A Theoretical and Empirical Perspeptive**,Edward Elgar Publishing.Inc.,USA,2003 pp.68.
- Fourçans,Andre and Franck Raphael, **Currency Crisisis, A Theoretical and Empirical Perspective** 2003,USA, Edward Elgar Publisshing Ltd.2003, ,pp.82.
- Apak,Sudi ve Aytaç,Ayhan:**Küresel Krizler,Kronolojik Değerlendirme ve Analiz**, İstanbul, Avcıol Basım Yayın,2009.
- Baltagi,Badi: **Econometric Analysis of Panel Data**, 2nd Ed., UK: John Wiley & Sons Ltd.,2001.

- Bayraktutan, Yusuf: “Küresel Finansal Krizler ve IMF”, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri” Makale Derlemesi, Edt. Halil Seyidoğlu., Rıfat Yıldız, İstanbul, Arıkan Basım Yayım, 2006.
- Beggand, David, Fischer, Stanley and Dornbusch, Rudiger : **Mikroiktisat**, Biggs, Barton: **Hedge Hogging**, Wiley Publishment, 2006.
- Çağlar, Ünal: **Döviz Kurları Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, Alfa Yayınları, İstanbul, 2003.
- Çeviş, İsmail: **Para Krizlerine Ampirik Bir Yaklaşım**, Ankara, Sermaye Piyasası
- Değirmen, S., A, Şengönül Ve İ, Tuncer (2006). “Kriz Erken Uyarı Sinyalleri Olarak Reel Ekonomi Göstergeleri”, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri. Seyidoğlu, H., R. Yıldız (Drl), İstanbul: Arıkan Basım Yayım s.467.
- Demir, Gülten: **Asya Krizi ve IMF**, İstanbul, D&R Yayınları, 1999, s.149.
- Eğilmez, Mahfi. ve Kumcu, Ercan: **Ekonomi Politikası**. 7. bs. İstanbul, Remzi Kitabevi, 7. Baskı, 2004.
- Eğilmez, Mahfi: **Küresel Finans Krizi, Piyasa Sistemini Eleştirisi**, Remzi Kitabevi, 3. Baskı, İstanbul, 2008.
- Eğilmez, Mahfi: **Küresel Finans Krizi, Piyasa Sisteminin Eleştirisi** , İstanbul, Remzi Kitabevi, 2008.
- Erolgaç, Yılmaz: **Küresel Krizi Yaratanlar, Amerikan Rüyasının ve Doların Sonu Geldi mi?** , İstanbul, İnkılap Kitabevi, 2009.
- Fausett, Laurene: **Fundamentals of Neural Networks**, USA, Prentice Hall, 1994.
- Griffiths, William, Hill, Carter, Judge, George:, **Learning and Practicing Econometrics**, New York, John Wiley & Sons Inc., 1993.
- Griffiths, Hill, R. C. and Judge, George (1997), Undergraduate Econometrics, John Wiley & Sons Ltd., New York..
- Gujarati, D. N., (1999), **Essentials Of Econometrics**, Mcgraw-Hill International Editions, New York,.

- Güriş, Selahattin Güris ve Çağlayan,Ebru: **Ekonometri ve Temel Kavramlar**, İstanbul, Der Yayınları,2005.
- Hamilton D.,James:**Time Series Analysis**, Princeton Universities Press, New Jersey,1994.
- Hepşen,Ali : **Finansal krizlerde Gayrimenkul Finansman Piyasalarının Rolü ve Gayrimenkul Fiyat Endekslerinin önemi**, İstanbul, Literatür Yayınları, Mayıs 2011.
- Hiç, Mükerrrem: **Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye**, Beykent Üniversitesi Yayınları, 1. Baskı, İstanbul 2009.İstanbul, Beta Yayınevi,2000.
- John, Finney,David: **Probit Analysis**, Cambridge University Pres, Cambridge,1971.
- Kansan, Dave:**Wall Street’in Sonu**, İstanbul, İşbankası Yayınları, 2009, Çeviren Ümit Şensoy.
- Kansu, Aydan: **Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri, Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**, Güncel Akademi yayınları,2006.
- Karabulut, Gökhan, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, İstanbul,Der Yayınları,2006.
- Karacan, Ali, İhsan: **Bankacılık ve Kriz**, İstanbul, Creative Yayıncılık, 2000.
- Kaya,Türker,Yasemin: “**Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi:Türkiye Örneği**, Ankara, Devlet Planlama Teşkilatı Yayınlar, No:2487,s.8-9.
- Kazgan,Gülten: **İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi**, İstanbul, Remzi Kitabevi, 11. Basım.
- Kazgan, Gülten : **Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929 – 2001) & Ekonomi Politik Açısından Bir İnceleme**, İstanbul, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2005.

- Keynes, John Maynard: **Alternative Theories of the Rate of Interest in The Collected Writings of John Maynard Keynes**. Macmillan, Londres, Vol. XIV, 1937b.
- Kindleberger, Charles: **Manias Panics and Crashes: A History of Financial Crises**, Basic Books, USA, John Wiley & Sons, Inc, 1978.
- Küçükkalay, Mesud: **İktisadi Düşünce Tarihi**, İstanbul, Beta Yayınları, 2. Baskı, 2010.
- Madura, Jeff: **“Financial Market and Institutions”**, 7th Edition, Thomson South Western, 2006..
- Magdoff, Fred and Yates, Michael: **Ekonomik Krizin ABC’si, Emeğiyle Geçinenlerin Bilmesi Gerekenler**, Ankara, Epos Yayınları, Çev. Ahmet Kırmızıgül.
- Marshall, Alfred: **Money, Credit and Commerce, London**, Macmillan & Co. Limited, 1923.
- Philip McMichael, Philip: **Development and Social Change: A Global Perspective**, Pine Forge Press, California, 1996.
- Mesutoğlu, Berk :**Dünyada Mevduat Sigortası Uygulamaları Ve Türkiye İçin Öneriler**, Ankara, DPT, 1997.
- Minsky, Hyman :**The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Process and the Behavior of the Economy**, Financial Crises: Theory, History and Policy, (Ed.: Charles Kindleberger, Jean Pierre Laffargue, Cambridge, **Cambridge University Press**, 1982.
- _____: **Stabilizing and Unstable Economy**, USA, New Haven, Yale University Press, 1986.
- Özatay, Fatih: **Finansal Krizler ve Türkiye**, İstanbul, Doğan Kitap, Aralık 2009.

- Özbek, Dilek: **Uluslararası Para Sistemi Teori ve Politika**, Ankara, İmaj Yayıncılık, 1999.
- Özdamar, Kazım: **Paket Programlarla İstatistiksel Veri Analizi**, Eskişehir, Kaan Kitabevi, c. 1, 2. Basım, 1999.
- Özsoylu, Ahmet, Fazıl, Ünlükaplan, İlter ve Gedik, Melek : **Küresel Kriz ve Türkiye**, Adana, Karahan Kitabevi ,2010.
- Parasız, İlker: **Kriz Ekonomisi**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 1995.
- Parasız, İlker: **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Bursa, Ezgi Kitabevi Yayınları. 7. Baskı. Ocak 2000.
- Paya, Merih: **Para Teorisi ve Para Politikası**, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2. Baskı. 2002.
- Pindyck, Robert and Daniel, Rubinfeld: **Microeconomics**, Sixth Edition ,United States of America, Pearson Prentice Hall ,2005.
- Robert, Pindyck and Rubinfeld Daniel: **Econometric Models and Econometric Forecasts**, Third Edition, McGraw-Hill, Inc., 1991.
- Rpubini, Nourel and Mihm, Stephen: **Kriz Ekonomisi, Finansın Geleceğine Dair Hızlandırılmış Bir Kurs**, İstanbullu pegasus yayınları, Çev. Işıl Tezcan, 2012.
- Samuelson, Paul: **Economics**, New York: Mc Graw Hill, 1976.
- Savaş, Vural: **İktisadın Tarihi**, 3.baskı, Siyasal Kitabevi, Ankara, 1999.
- _____: **İktisadın Tarihi** , İstanbul, Avcıol Basın-Yayın, 2. Baskı.
- Say, Jean Babtiste: **A Treatise on Political Economy or The Production, Distribution and Consumption of Wealth**, 1803, Çev. C. R. Prinsep, Batoche Boks, Kitchener, Ontario, Canada, 2001.
- Shaw, Edward: **Financial Deeping in Economic Development**. Oxford University Pres, London 1973.
- Singer, Daniel: **Market Innovation in Securization and Structured Finance. Accessing Capital Markets Through Securitization**, Frank J. Fbozzi (Ed.), John Wiley & Sons, New Jersey, USA, 2000.

- Somçağ,Selim:**Türkiye’nin Ekonomik Krizi**, İstanbul, 2006 Yayınevi, 3. Basım, 2007.
- Tekelioğlu,Muammer: **İktisadi Düşünceler Tarihi**, , Adana, Çukurova Matbaası, 1993.
- Terzi,Nuray: **Hedge Fonlar, Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları**, Beta Yayınları, İstanbul, 2009.
- Turan, Gül: **Uluslararası Para Sistemi Dünyü ve Bugünü**.Ankara,Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları,1.bs,1980.
- Uzun,Meral: “Latin Amerika’da Yaşanan Finansal Krizlerin Kriz Erken Uyarı Göstergeleri Açısından Değerlendirilmesi” **Ekonomik Kriz Öncesi erken uyarı sistemleri**,makale Derlemesi, Edt. Halil Seyidoğlu,Rıfat Yıldız, İstanbul, Arıkan Basım,2006.
- William, Greenee: *Econometric Analysis*, 5th Ed., New York: Prentice Hall, 2003.
- Yeldan, Erinç:**Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, İstanbul, İletişim Yayınları, 2001.
- Yıldırım, Oğuz: “Kriz Deneyimlerinin Kavramsal Olarak Farklılaştırılması: Latin Tipi Kriz ve Asya Tipi Kriz Modelleri” **Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, Makale Derlemesi, Edt. Halil Seyidoğlu,Rıfat Yıldız, İstanbul, Arıkan Basım,2006.
- Yıldıztan, Çakmur,Z. Dina: **Finansal Krizler Erken Uyarı Sistemleri**, Ankara, Nobel Kitap Dağıtım, 2006.

Makaleler ve Yayınlanmamış Tezler

- *Agénor*, ,Pierre-Richard, McDermott ,John,Ucer, Murat : “ Fiscal Imbalances, Capital Inflows And the Real Exchange Rate: The Cost of Turkey” , **IMF Working Papers**, 1996, pp.1-31.
- Aizenman, Joshuan:, “Predicting Financial Crises : Early Warning Systems”,**NBER**,2003,s.1-50.

- Akel, Veli ve Bayramoğlu, Fatih, Mehmet , “Kriz Dönemlerinde Yapay Sınır Ağları ile Finansal Öngöründe Bulunma: İmkb 100 Endeksi Örneği”, **Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar Uluslar Arası Sempozyumu**, Balıkesir Üniversitesi Bandırma İ.İ.B.F. & University of Finance and Management of Bialystok, Nisan 2008,s.1-17.
- Akman, Cüneyt, “ 2008 Küresel Ekonomik Krizine Tarihsel ve Teorik Açından Bir Yaklaşım”, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, İstanbul.2010.
- Aktan, Coşkun, Can ve Şen, Hüseyin :“Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm önerileri ”, **Yeni Türkiye Dergisi**, Kriz Özel sayısı, Yıl: 7, Sayı 42, Kasım-Aralık, 2002 s. 1225-1230.
- Altıntaş, Halil ve Öz, Bülent: “Para Krizlerinin Sinyal Yaklaşımı ile Öngörülebilirliği: Türkiye Uygulaması”, **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 2007, Cilt:7-Sayı 2, s.19-44.
- Altunöz,Utku:“Bankacılık ve Finans Kesiminde Asimetrik Bilgi Sorunu”, **Sermaye Piyasası**, Sayı 7, Temmuz-Eylül 2011,s.99-115.
- Arın,Tülay:“Asya krizi ve kriz yönetiminde hegemonya”, **İktisat Dergisi**, Ocak 1998,s1-14.
- Ataman, Erdönmez,Pelin : “Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi”, **Bankacılar Dergisi**, 2009,Sayı 68, s.85-101.
- Aydın,Üzeyir Aydın ve Kara, Oğuz:“Krizlerin Türkiye Ekonomisine Etkisi:Geleceğin Öngörüsüne Yönelik Bir Deneme, **2.Ulusal İktisat Kongresi**, Şubat 2008.
- Aydın,Üzeyir ve Kara, Oğuz: “Krizlerin Türkiye Ekonomisine Etkisi: Geleceğin Öngörüsüne Yönelik Bir Deneme”, **İzmir 2.Ulusal İktisat Kongresi**, 20-22 Şubat 2008,Dokuz Eylül Üniversitesi.s.2-19.
- Bayraktutan,Yusuf: “Küreselleşme,Kriz ve IMF ” , **Liberal Düşünce** , sayı:19, 2000, s.14-18.
- Berberoğlu Bahar: “2008 Global Krizinin Türkiye ve Avrupa Birliği’ndeki Etkilerinin Kümeleme Analizi ile İncelenmesi”,**Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:11,sayı 1:2011, s.105-130
- Berg, Andrew , Pattillo,Catherine :“Are Currency Crisis Predictable? A Test, **IMF Staff Papers**, Vol 46, No.2 ,1999,s.2-38.
- Berksoy, Taner:"Kur-faiz Kısılacı" **Görüş**, Sayı:8, TUSİAD, Nisan-Mayıs 2001, s.40-64.

- Bilir,Burcu: “Finansal Serbestleşmenin Para Politikaları Üzerine Etkileri”, **Yayımlanmamış Yüksek lisans Tezi**, Dokuz Eylül Üniversitesi İzmir 2006.
- Bocutoğlu, Ersan: “Hyman P. Minsky’ nin Konjonktür Teorisi 2007-2010 Küresel Krizini Açıklamaya Uygun mu? Heteredoks bir Değerlendirme”, **Bankacılar Dergisi** ,Sayı 75,Aralık 2010, s. 3-33.
- Boran, Arda, Gülhan:,”Gelişmekte Olan Ülkelerde Bankacılık Krizleri ve Türkiye”,**Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Adana, 2006.
- Bordo, Michael:“ Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective ”, **IMF Working Paper**, WP/03/160, August 2003, pp2-38.
- Bozkurt, Halil ve Dursun, Gülten “Türkiye’de Para Krizinin Öncü Göstergeleri: Erken Uyarı Sistemi”, **Avrupa Arastırmaları Dergisi**, 14(1), 2006,s.259-284.
- Burkart, Oliver, Coudert, Virginie “Leading Indicators of Currency Crisesfor Emerging Countries”,**Emerging Markets Review** 3, 2002,s. 102-133)
- Erdoğan, Bülent:“Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizle ve Finansal Kriz Modelleri”, **Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Kahramanmaraş,2006.
- Cecchetti,Stephen: “Crisis and Responses: The FederalReserve and the Financial Crisis of 2007-2008”, **NBER Working Paper Series**,June, 2008,p.51-75.
- Chang, Roberto and Velasco Andres : , “Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model”, **NBER**, WP 6606,1998, ss.98.113.
- Chang,Roberto ve Velasco, Andres:“Financial Crisis in Emerging Markets: A Canonical Model”,**Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper**,No:98-10,1998.ss.125.135.
- Chowdhry ,Bhagwan and Goyal ,Amit “Understanding the Financial Crisis in Asia”, **Pacific-Basin Finance Journal**, 8,2000, pp.135-152.
- Cicioğlu,Şükrü “Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisinde Finansal Derinlik ve Baskınlık Analizi”, Yayımlanmamış Doktora Tezi, İstanbul,2009.

- Cole, Harold and Kehoe Timothy :“A Self Fullfilling Model of Mexico’s 1994-1995 Dept Crisis”,**Journal of International Economies**,vol:41(3-4),1996,pp.309-330.
- Cole-----,"Self-fulfilling dept crisis", **Review of Economic Studies**,Vol:67 (1) ,2000,s.91-116.
- Corsetti ,Giancarlo, Pesenti ,Paolo and Roubini Nouriel: “What Caused The Asian Currency and Financial Crisis”,**NBER Working Paper Series**, No: 6833, December 1998, pp. 44-60.
- Coşkun, M.Necat :“Gelişmekte Olan Ekonomilerde Bankacılık Krizleri”, **Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi**,3 (2),s.39-50.
- Çelik, Faik:“ Türk Bankacılığında Risk Yönetimi Yönetmeliği Dönemi ve Piyasa Riski Ölçüm Metodları”, İktisat Dergisi, Eylül 2001.s. 57-69.
- Çolak,Ömer,Faruk:“ Kur Savaşları ya da Talep Savaşı”, **İşveren Dergisi**, Kasım-Aralık 2010, Ankara,s.21.
- Demirgüç, Kunt, Aslı and Detragiache, Enrica: “The Determinants of Banking Crisis in Developing and Developed Countries”, **IMF Staff Paper**, 45 (1),1998, s. 85-91
- Doğan, Burhan:" Türkiye Ekonomisi'nde Krizin öncü Göstergeleri ve İkiz Açık",journal of Azerbaijani studies,Anadolu Üniversitesi,Eskişehir,s.504-515.
- Doğan, Seçkin:“Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Ekonomik İstikrar Programlarının Bankacılık Sektörü Üzerindeki Etkileri ve Finansal Krizler” , **Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Eskişehir, Haziran 2005.
- Dymski, Gary : “Deciphering Minsky’s Wall Street Paradigm”,**Journal of Economic Issues**, Vol.31, Issue 2,1997,pp. 501-508.
- Edison,Hali :“ Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation Of An Early Warning System”, **Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers**, No 675, July 2000,s.2-74.
- Eichengreen, Barry, K.Rose ,Andrew ve Wyplosz ,Charles:“Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks”,**Berkeley Universty Research Papers**, 1995.

- Ekinci,Aykut, “İktisadi Dalgalanmaların Kavramsal ve Teorik Analizi”, **Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Ağustos, Trabzon.2006.
- Erdoğan, Meltem:“ Bankacılık sektöründe asimetrik Bilgi:Sorunlar ve Çözüm Önerileri”,**Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı 20, Nisan 2008, s.2-20.

Eren, Aslan ve Süslü, Bora: “Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiyede Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi”, Yeni Türkiye, Sayı:41, Yıl:7, Eylül-Ekim 2001, s. 662-674.

- Erkeklioğlu,Hatice ve Bilgili, Emine:“Parasal Krizlerin Tahmin Edilmesinde Teori ve Uygulama”,**Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı 24, 2005,s.15-36.
- Frankel, Jeffrey and Rose, Andrew :“Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment”, **Journal of International Economics**, 41(2-3),1996,pp. 351-366.
- Friedman Milton and Schwartz Anna: “Money and business cycle,**The Review of Economics and Statistics**”, Vol: 45, No: 1, Part 2, Supplement,1963,pp.32-64.
- Gerni,Cevat , Emsen, Selçuk ve Değer, Kemal: “Erken Uyarı sistemleri yoluyla Türkiye’de ki Ekonomik Krizlerin Analizi”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, Ekonometri ve İstatistik Dergisi, Sayı 2005,s.11-29
- Gerni,Cevat, Emen,Ö.Selçuk ve Değer, M.Kemal:“ Uyarı Sistemleri Yoluyla Türkiye’deki Krizlerin Analizi”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, sayı:2, 2005,s.11-29.
- Goldfajn, Ilan ve Valdes, Rodrig: ,“Are Currency Crises Predictable?”, **IMF**, WP/97/159,1997,pp.120.142.
- Goldstein, Morris, Kaminsky, Graciela and Reinhart,Carmen: “Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets”, **Institute for International Economics**,2000,ss.32-45.
- Gould David, “Mexico’s Crisis: Looking Back To Assess The Future”, **Federal Reserve Bank of Dallas**, 1995,s.2-12.
- Güloğlu, Bülent ve Altunoğlu, Ender:“Finansal Serbestleşme Politikaları Ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya Türkiye Krizleri”, **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilimler Fakültesi Dergisi**, İstanbul, Ekim 2007, N0:27, s107-134.

- Güneli, Mehmet:, “Kasım 2000 Krizine Teorik Yaklaşım: Para Arzının İçselliği Ve Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi”, **İşletme Ve Finans Dergisi**, Sayı: 180, Mart 2001,s.31-51.
- Tunalı, Halil , “Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri Sonrasında Türk Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması”,yayımlanmamış Doktora Tezi, İstanbul 2007.
- İmre, Gülçin:“Avusturya Okulu İçinde Ludwig Von Mises ve İktisadi Düşünceye Katkısı”, **Yayımlanmamış Doktora Tezi**, İstanbul,2006.
- Jose, Alves, Antonio, Ferrari, Filho ,Fernando ve Fernando ,R. De Paula, Luiz.:, “The Post Keynesian Critique of Conventional Currency Crisis Models and Davidson’s Proposal to Reform the International Monetary System”, **Journal of Post Keynesian Economics**, 22, 2, 1999-2000,pp. 207-225.
- Kahraman,Serpil: “Finansal Krizler ve Krizlerin Öngörülebilirliği”, **Yayımlanmamış Doktora Tezi**,İstanbul, 2009.
- Kaminsky, Graciela, Lizondo, Saul, Reinhart, Carmen:, “Leading indicators of Currency Crises”, **International Monetary Fund**,Staff Paper 45 ,no:1 March 1997,pp 1-48.
- -----: “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of Payments Problems, Board of Governors of the Federal Reserve System” **International Finance Discussion Papers** No 544, March1996.ss.123-142.
- Kaminsky,Graciela: “Currency and Banking Crises: The Early Warning of Distress”, **International Finance Discussion Papers**, No: 629, September,1998, pp. 19-30.
- Kapur, Kumar,Basant : “Alternative Stabilization Policies For Less-Development Economies”, **Journal of Political Economy**, c. 84, s. 4i,1976, pp 777-795.
- Karabıçak, Mevlüt : “IMF’nin Gelişim Süreci, Türkiye’de Ekonomik Kriz Dönemlerinde Uygulanan IMF Politikaları ve Uygulama Sonuçları”,**Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve idari Bilimler Fakültesi** ,2006, C.11,S.2,s.229-246
- Karaçor, Zeynep ve Alptekin, Volkan :“Finansal Krizlerin önceden Tahmin Yoluyla Değerlendirilmesi: Türkiye Örneği”, **Yönetim ve Ekonomisi Dergisi**, 2006,Sayı 13,s.236-256.

- Karluk,Rıdvan: “Avrupa Birliği,Euro ve Geleceği”,**Anadolu Üniversitesi İİBF Dergisi**,Cilt XIV,Sayı: 2,1998,Eskişehir, s.261-293.
- Kaya, Vedat ve Yılmaz,Ömer: “Para Krizleri Öngörüsünde Sinyal Yaklaşımı: Türkiye Örneği”, 1990-2002. Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 61-2,2006,s. 129-155.
- -----: “Para Krizleri Öngörüsünde Logit Model Ve Sinyal Yaklaşımının Değeri:Türkiye Tecrübesi ”, Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni No: 2007/1,s.1-16.
- Kaya,Ahmet : “Diskriminant Analizinde Ayırma’nın Gücü ile Faktör Analizinde Kullanılan Kovaryans Matrisi Arasındaki İlişki Üzerine Bir Çalışma”, **D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt:13, sayı:1, Yıl:1998,s. 203-210.
-
- Kayahan, Cantürk :“Finansal Türevler: Efsaneleri ve Algılanma Hataları”, **Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, 16(1), 2009, s...24-25.
- Kehoe J. Patrick and Varadarajan V. Chari :“Private capital flows and speculative runs in emerging market economies”, **Journal of the Asia Pacific Economy**, Volume 4, Issue 3, 1999 , pp. 413 – 430.
- Kılınç,Umut “Bankacılık Sektörü Kaynaklı Finansal Kırılganlıkla Mücadelede Basel Standartları ve Olası Etkileri: Türkiye Örneği ” **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Ankara,2005.
- Komulainen, Tuomas:“Currency CrisisTheories-Some Explanation for the Russian Case”,**BOFIT Papers**, No.1, Helsinki, 1999,pp.18-29.
- Kozanoğlu, Hayri:"Meksika’da Kriz", **Birikim Dergisi**, Ankara, sayı 75, Temmuz 1995,s.55-64.
- Kruger, Mark,Osakwe, Patrick and Page, Jennifer Fundamentals, Contagion and Currency Crises: An Empirical Analysis”, **Bank of Canada Working Paper**, No. 98-10, July 1998,pp.37-44.
- Krugman Paul: “A Model Of Balance Of Payment Crisis ”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Augst,1979, Vol.11.No.3.pp. 311-325.
- Kübalı, Volkan:"1994-1995 Krizi", **Ankara Üniversitesi Kamu Yönetimi Dünyası Dergisi**,Sayı 2,Ağustos 2000,s.38-42

- Küçüközmen, Coşkun: “Deposit Insurance An Assessment: Case of Turkey”, **Loughborough University of Technology Department of Economics**, 1995.
- Lopez, Alejandro, Mejia, “Large Capital Flows: Causes, Consequences, and Policy Responses”, **Finance and Development**, vol 36 (3), September 1999.
- Masaru, Yoshitomo and Shirai, Sayuri, “Policy Recommendations for Preventing Another Capital Crisis”, **Technical Background Paper**, Asian Development Bank Institute, 7, July 2000.
- Mason, Paul: “Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers and Jump Between Multiple Equilibria”, **IMF Working Paper**, September 1998, s.1-32.
- Maxwell, “Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development?”, **Journal of Money, Credit and Banking**, No:10, (1978), s.465-475.
- McKinnon, Ronald I: “Money and Capital in Economic Development”, **The Brookings Institution**, Washington 1973. pp.16-32.
- Minsky, Hyman, “The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Process and The Behavior of the Economy” **Levy Economics Institute of Bard College**, 1982, pp.13-47.
- Mishkin, Frederic: “Understanding Financial Crisis: A Developing Country Perspective”, **Federal Reserve Banking of New York**, Graduate School of Business, Columbia University and National Bureau of Economic Research, May 1996, pp.2-55
- -----: “Global Financial Instability: Framework, Events, Issues”, **Journal of Economic Perspectives**, Vol:13, Number: 4, pp.1-37.
- Nag Ashok and Amit, Mitra : “Neural Networks and Early Warning Indicators of Currency Crisis”, **Reserve Bank Of India Occasional Papers** 20 (2), Monsoon, 1999, pp.123-146.
- Obstfeld, Maurice :, “**The Logic of Currency Crises**”, NBER Working Paper Series; Working Paper No:4640, September 1994, pp.189-213.
- -----: “Models of Currency Crisis With Self-Fulfilling Features”, **European Economic Review**, 40, 1996, pp.1040-1041.

- Onur,Sara: “Finansal Liberalizasyon Ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 1, Sayı 1,2005,s. 128-152
- Öz,Bülent ve Taban,Sami: “Türkiye’de Para Krizlerinin Reel Değişkenlerle Sinyal Yaklaşımıyla Öngörülebilirliği”, **Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**,1 (1),2007,İstanbul, ss.1-28
- Özatay,Fatih: “1994 Krizinden Alınacak Dersler: Kamu İç Borç Yönetiminde Yapılan Yanlışlıklar ve Güven Bunalımı”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**,10(109), 1995,s.17-33.
- Özdemir, Kağan,Bilge :“Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Erken Uyarı Sistemleri: Markov Geçiş Modellemesi”, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Eskişehir,2007.
- Öztürk, Nazım:“ IMF’nin Değişen Rolü ve Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkileri ”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**,57-4, Ankara,s.96-124.
- Pierro, Ferri and Minsky,Hyman “Market Processes and Thwarting Systems”, **The Jerome Levy Economics Institute**, No.64,1991, pp. 1–30.
- Pollin,Rober: “Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Endogeneity,” **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 13, No. 3, (Spring 1991),pp. 366-396.
- Sach, Jeffrey , Tornelland ,Andres and Velasco Aaron: “The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?” , **Working Papers** 96-20, C.V. Starr Center for Applied Economics, New York University,1996. Pp.265-283.
- -----: “Financial Crisis In Emerging Markets: The Lessons From 1995”, **NBER Working Paper**, WP/5576,1996, pp. 1-50.
- Salant,Stephen and Hederson,Dale: “Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold”, **The Journal of Political Economy**, Chicago,1978,vol.86.N.4,pp.627-648.
- Stiglitz,Joseph and Weiss, Andrew: “ Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, **American Economic Review** 71 (1981), pp. 393-410.
- Şen, Ali : “Finansal Krizlerin Tahmin Edilebilirliği: Türkiye Uygulaması” **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, İstanbul,2005.

- Şıklar,İlyas : “**Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberasyon ve Ekonomik İstikrar**”, **Basılmamış Doktora Tezi**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,1991.
- Tolga Hakan Kava,“ERM II de Gelecek Varmı?Türkiye Açısından Olası Senaryolar ve Politika Önerileri Nelerdir?”,**TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi**,Ankara,2005.
- Toprak, Metin: “Yükselen Piyasalarda Finansal Kriz”,Yeni Türkiye Dergisi, 1,2001 (41),s.854-889.
- Tüleri, Türkey: “Küresel Finansal Krizin Gelişmekte Olan Ülkelerde Bankacılık Sektörüne Etkisi;Türkiye Örneği”,**İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans tezi, İstanbul,2009,.
- Üçer, Murat, Rijckeghem, Van Caroline ve Yolalan, Reha: “Leading Indicators of Currency Crises: A Brief Literature Survey and an Application to Turkey”, **Yapı Kredi Economic Review**, 9(2),December 1998, s. 3-23.
- Ünal, Ali ve Kaya, Hüseyin “Küresel Kriz ve Türkiye” **Ekonomi ve Politika Araştırmaları Merkezi**”, İstanbul,2009.
- Ünal, Targan:“Finanasal Kesimin Reel Sektöre Kaynak Yaratma Kapasitesi”, İTO Yayını, İstanbul,ss.12.
- Ünsal,Aydın :“Diskriminant Analizi ve Uygulaması Üzerine Bir Örnek”, Gazi Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi,sayı 3,2000, s.19-36.
- Üstün, Özgür : “Bankacılık Krizleri ve Türk Bankacılık Sistemi”, Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli,2007.
- Vlaar, Peter: “Target Zones and Realignment Risk: An Integrated Approach”, **De Economist**, Volume 146, Number 1, 1998, pp. 91-116.
- -----“ Crises Models for Emerging Markets”, **De Nederlandsche Bank Staff Report** No. 45, 2000,pp.16-45.
- Wolfson, Martin: “A Post Keynesian Theory of Credit Rationing”, **Journal of Post Keynesian Economics** ,18:3,pp. 443-471
- Woo,Wing: “The Unorthodox Origins Of The Asian Currency Crisis” , **ASEAN Economic Bulletin**, 02174472, 17 (2),2000,ss.44,64.

- Yaman, Özgür:“ Finansal Krizler Ve Erken Uyarı Sistemleri”, T.C. Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans Ve Bankacılık Ana Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul,2010.
- Yay, Gülsün:“**1990 ılı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi**”, Yeni Türkiye Dergisi, Sayı:42, Cilt,2.,s1234-1248.
- Yılmaz, Ömer, Kızıltan, Alattin, Kaya,Vedat: “İktisadi Kriz Kuramları, finansal Küreselleşme ve Para Krizleri”, **Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi**,Sayı:24,Ocak-Haziran 2005ss.77-96.
- Yoon, Tae, Kim and joo,Oh, Kyong:“Usefulness of Artificial Neural Networks for Early Warning System of Economic Crisis”, **Expert Systems with Applications**, Vol.26, Issue 4,2004,pp.585–592.
- Yücel, Fatih ve Kalyoncu Hüseyin:, “F inansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları, Türkiye Örneği”, **Maliye Dergisi**, Sayı 159 Temmuz-Aralık 2010 s.57-62.

Cevirimiçi Kaynaklar:

- Agenor, Pierre-Richard, Bhandari, S, Jagdeep and Flood P Robert , "Spekülatif Saldırı ve Denge Ödemeler Krizi Modelleri", s.3. (çevirimiçi) http://www.nber.org/papers/w3919.pdf?new_window=1, Erişim Tarihi, 10.02.2010
- Aktürk, Arif , “Küresel Ekonomik Kriz Bir Ponzi Oyunu”, (Çevrimiçi), <http://www.haber3.com/kuresel-ekonomik-kriz-bir-ponzi-oyunu-104766y.htm#ixzz1tylYjAlr>, Erişim Tarihi 06.05.2012.
- Aslund, Anders, “Carnegie Endowment for International Peace, Russian and Eurasian Program: Briefing on the Russian Economy” **Central bank of Russia**, June 8, 1998 ve www.cbr.ru Erişim Tarihi (17/03/2012), www.dfat.gov.au (17/03/2012),
- Atlı, Altay, “ Krizden On Yıl Sonra Asya Kaplanları ”, **Referans Gazetesi**, 1 Aralık 2008.
- Başoğlu, Ufuk: “Krizlerin Öngörülmesinde Sinyal Yaklaşımı”, **Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 19, sayı.1-2, Nisan. (çevirim içi) <http://iktisat.uludag.edu.tr/dergi/9/05-ufuk/ufuk/.htm>, 10.04.2001 Erişim: 27.01.2012
- Corsetti, Giancarlo, Pesenti, Paolo, Roubini, Nouriel, “Fundamental Determinants of the Asian Crisis: A Preliminary Empirical Assessment”, 1998, (çevirimiçi) <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/papers/jimf06.pdf> , Erişim Tarihi 05 Nisan 2009.
- Domaç, İlker and Martinez Peria , Soledad, “Banking Crises and Exchange Rate Regimes: Is There a Link?”, **World Bank**, 2000, ss.122.
- Erçel Gazi, Likiditeyi Azaltma Zamanı, “**Habertürk Gazetesi**”, 18 Aralık 2009. (çevirim içi) <http://www.haberturk.com/yazarlar/gazi-ercel/223951-likiditeyi-azaltma-zamani>, Erişim Tarihi: 15.02.2012.

- Ersel, Hasan , Bankaların kredi açmasını etkileyen faktörler nedir, Referans Gazetesi, 3.11.2008.(Çevirimiçi)
http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD=109665&YZR_KOD=5, Erişim Tarihi.20.01. 2010.
- Gautam , Setty and Randall,Dodd,“Credit Rating Agencies: Their Impact On Capital Flows To Devolving Countries”,**Financial Policy Forum Special Policy Report 6**, April 2003(Çevirimiçi) ,<http://www.financialpolicy.org/FPFSPR6.pdf>, Erişim Tarihi, 21.06.2010.
- Goldstein ,Morris and Turner ,Philip, “Banking Crises In Emerging Economies: Origins And Policy Options”, **BIS Economic Papers**, No: 46, BIS Basle, November 1996. pp.6. (Çevirim içi)
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=52074, Erişim Tarihi:16.10.2012.
- Gökçe Deniz, “Stiglitz,Nobel ve IMF ! ” , **Akşam Gazetesi**, 15 Ekim2001. (çevirim içi)
<http://arsiv.aksam.com.tr/arsiv/aksam/2001/10/15/yazarlar/yazarlar30.html>, Erişim tarihi:27.11.2012.
- Gökçe,Deniz, “Ekonomi Yorumcuları Futbol Konuşanlardan Bile Daha beter! ” , **Akşam Gazetesi**, 13.Eylül 2012, (Çevirim içi)
<http://www.aksam.com.tr/ekonomi-yorumculari-futbol-konusanlardan-bile-daha-beter-7751y.html>, Erişim Tarihi, 11.10.2012.
- Kawai,Masahiro, Newfarmer ,Richard and Schmukler ,Sergio, “Crisis and Contagion in East Asia Nine Lessons ”, World Bank, 2001, pp. 13. (Çevirim içi)
http://www.wds.worldbank.org/external/default/WDSCContentServer/IW3P/IB/2001/06/29/000094946_01061505074810/additional/120520322_20041117140543.pdf , Erişim Tarihi, 16.10.2012.
- Kesriyeli ,Mehtap, “1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”, **TCMB**, (Çevirim içi)<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/yay2.html>, s. 13, Erişim Tarihi 18.08.2012.
- Krugman,Paul ,1997. “Currency Crises”, (çevirimiçi)
<http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html> , Erişim Tarihi.,26.03.2010.

- -----, “What Happened to Asia?”, (Çevrimiçi), <http://Web.mit.edu.krugman/www.DISINTER.html>, January 1998, s.1.,Erişim Tarihi:20.09.2011
- Mishkin,Frederic:“Lessons From the Asian Crisis”, **NBER Working Papers**, p.p. 1-2. (Çevirim içi) Journal of International Money and Finance 18 (1999) 709–723, Erişim Tarihi 10.09.2012.
- Mortished ,Carl, “Global unemployment heads towards 50 million”, The Times, 29 Ocak 2009, (çevrimiçi) <http://bit.ly/aTcG5W>, Erişim Tarihi:15.08.2012.
- N.R.Sy Amadou, “Rating The Rating Agencies:Anticipating Currency Crisis Or Dept Crisis”, **IMF Working Paper**, 2003, pp. 15. (çevirim içi) http://books.google.com.tr/books/about/Rating_the_Rating_Agencies_Anticipating.html?id=378loP-9cdQC&redir_esc=y, Erişim Tarihi:22.06.2012.
- Pıçak,Murat Vd., “Küresel Ekonomik Sistemde Finansal Krizleri Önleme ve Yönetme Sorunsalı” **Mevzuar Dergisi**, sayı 137,Mayıs 2009, s.8. (çevrimiçi) www.mevzuatdergisi.com/2009/05a/03.htm, Erişim Tarihi 14.04.2010.
- Radalet, Steven ve Sach, Jeffrey: “The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects”, **Brookings Papers on Economic Activity** 1, 1998,(Çevirim içi) <http://www2.cid.harvard.edu/hiidpapers/bpeasia2.pdf>, Erişim Tarihi: 05.05.2012.
- Ricardo, David, (1821), The Principles of Political Economy and Taxation,1821, (Çevrimiçi) <http://socserv2.socsci.mcmaster.ca/%7Eecon/ugcm/3ll3/ricardo/prin/index.html>, Erişim Tarihi: 11.02.2012.
- Rothchild,Michael, and Stiglitz, Joseph: (1976), “Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of ImperfectInformation”,(çevrimiçi) www.econ.yale.edu/~dirkb/teach/pdf/rothschild/1976%20equilibrium%20in%20competitive%20insurance.pdf, Erişim Tarihi:10.02.2010.
- Sach,Jeffrey , Tornel,Aaron and Velasco,Andres, “The Collapse of the Mexican Peso:What Have We Learned?”,**NBER working paper**,No:5142.s. 1-3. (çevirim içi) <http://www.nber.org/papers/w5142> Erişim Tarihi:27.11.2010

- Törüner, Yaman Törüner, “ Minsky Vuruşu”, **Milliyet Gazetesi**, 13 Temmuz 2009, (çevirim içi) <http://ekonomi.milliyet.com.tr/minsky--vurusu/yaman-toruner/ekonomi/ekonomiyazardetay/14.07.2009/1117246/default.htm>, Erişim Tarihi:27.11.2012.
- Uras, Güngör, “İstanbul’da ki Ohannes, ABD’de Banka Kasaplığı Yapıyor”, **Milliyet Gazetesi** , 17.12.2010, (Çevirim içi), <http://www.milliyet.com.tr/2000/01/17/yazar/uras.html>, Erişim.25.06.2012
- -----, “İstanbul’da ki Ohannes, ABD’de Banka Kasaplığı Yapıyor”, **Milliyet Gazetesi** , 17.12.2010, (Çevirim içi), <http://www.milliyet.com.tr/2000/01/17/yazar/uras.html>, Erişim.25.06.2012
- Vila, Anne, “ Asset Price Crises and Banking Crises: Some Empirical Evidence”, 2000 ,s.234,(Çevirim içi) www.bis.org/Publ/center081.pdf , Erişim Tarihi:16.08.2012. 232-252

ÖZGEÇMİŞ

Utku Altunöz

Ahmediye Mah.Ayin Sok.No:2/5 Üsküdar/İstanbul
Cep : (0535) 839 2703 Ev: (0216) 532 8525
utkual@hotmail.com

Profesyonel Deneyim

GENPOWER JENERATÖR, İstanbul

Mali işler ve Finansman Müdürü

Temmuz 2012– Devam

Sorumluluklar

- Türkiye çapındaki tüm bayilerin ziyaretleri, finansal analiz ve rasyolarının belirlenmesi,mali denetimi
- Düzenli olarak günlük-haftalık-aylık olarak nakit akım tablosu oluşturmak
- Nakit akım tablosuna bağlı olarak ödeme ve tahsilat işlemlerini planlamak, yürütmek ve takip etmek
- Genel müdüre düzenli olarak günlük-haftalık-aylık nakit raporunu, tahsilat raporunu, banka raporlarını sunmak
- Yıllık bütçe çalışmasına katılmak ve aylık fiili durumu analiz yapmak
- Şirketin tüm yurtiçi ve yurtdışı müşterilerinin cari hesaplarını takip etmek ve alacak planlaması yapmak
- Bankalar ile ilgili kredi ilişkilerinin kurulumu ve yönetimi
- Limit/risk takipleri

YAPI KREDİ BANKASI, İstanbul

Ticari Krediler Denetçi Tahsis Uzmanı

Kasım 2010– Mart 2012

Sorumluluklar

- Şube ve Bölgeler tarafından tahsis edilen ticari ve kurumsal kredilerini, iç denetim ve teftiş makamları ile birlikte, mevzuatlara uygun olup olmadığının denetiminin sağlanması,
- Kredi tahsis edilecek firmaların fabrika ve yönetim binalarının ziyaret edilmesi ve

- raporlanması
 - Genel müdürlük ticari krediler tahsis birimine gelen Genel müdür yardımcısı ve üzeri (kredi komitesi ve yönetim kurulu) yetkilerdeki kredilerin aktarma-arındırma ve mali analizi
 - Kredilerin raporlanması ve ilgili onay yetki merciine raporlanması (ingilizce olarak)
 - Raporlanan kredilerin sunumu
 - Yetki merciilerince alınan kararlar doğrultusunda kredilerin tahsisi
-

FİNANSBANK, İstanbul

Bireysel ve Tüketici Kredileri Denetçi Tahsis Uzmanı // Micro Crediler (terfi)

Ağustos 2007 – Eylül 2010

Sorumluluklar

- Şube ve Bölgeler tarafından tahsis edilen ticari ve kurumsal kredilerini, iç denetim ve teftiş makamları ile birlikte, mevzuatlara uygun olup olmadığının denetiminin sağlanması
 - Mikro kredilere terfi sonrası, Mikro kredilerin mali analizi, reytinglemesi, raporlaması ve tahsisi
 - Genel müdürlük tüketici kredileri tahsis departmanına gelen tüketici kredilerinin analizi, raporlanması ve onay yetki merciine sunulması
 - Alınan karara göre kredilerin tahsisi
 - Yetkim dahilinde 150.000 TL ye kadar mortgage, 50.000 TL ye kadar oto ve 30.000 TL ye kadar tüketici kredilerinin bağımsız olarak tahsisi
 - Tahsis ettiğimiz kredilerin ödeme performanslarının takibi
-

GROUPAMA BİREYSEL EMEKLİLİK, İstanbul

Ağustos 2005– Haziran 2007

Pazarlama Uzmanı & Emeklilik Fonu Yöneticisi

Sorumluluklar

- Müşterilerimize ve bağlı olduğumuz banka şubelerindeki personele bireysel emeklilik sistemini, avantajlarını ve bireysel emeklilik sistemine dahil etmek
 - Müşterilerimizin fon takibini yaparak gerektiği zaman fon değişikliği taleplerinde bulunmak
 - Müşterilerimizin fon yönetimi işlemlerini yapmak
-

EĞİTİM GEÇMİŞİ

2006 - (...) İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, Doktora (P.hD)

Tez konum Finansal Krizler, Erken Uyarı Sinyalleri ve 2008 Krizi için Türkiye – ABD Örneği dir.

2004 -2006 İstanbul Ticaret üniversitesi, Uluslararası bankacılık ve Finans Yüksek Lisans

Bireysel Emeklilik Sistemi ve Makroekonomilere Etkisi adlı tez çalışmasıyla mezun oldum.

1999-2003 Mustafa Kemal Üniversitesi,İktisadi İdari bilimler Fakültesi, Lisans.

1995-1998 Sinop Yabancı Dil Ağırlıklı Lise

BİLGİSAYAR BİLGİSİ

- İyi derecede MS programları kullanımı
- Basic

KİŞİSEL BİLGİLER

- Doğum Yeri ve Tarihi : Sinop, 1979
- Yabancı Dil : **İngilizce (İleri), İspanyolca (Orta)**
- **Uzmanlık alanları; finansal Enstrümanlar,Ekonomik araştırmalar, Türev ürünleri, Finansal Raporlama,Finansal Analiz, Kredi Tahsis, Borsa ,Mikro Ekonomi,Makro Ekonomi**

BAŞARI BURSLARI

- Doktora Başarı Bursu (2008 – Devam) İstanbul Ticaret Odası

YAYINLANAN MAKALELER

- Utku Altunöz, " Parasal Aktarım Mekanizması ",Bankacılar Dergisi, Türkiye Bankalar Birliği, Sayı 73, Temmuz 2010,Istanbul,s.,54-67 (Hakemli Dergi)
- Utku Altunöz, "Bankacılık ve Finans Piyasalarında Asimetrik Bilgi ", Sermaye Piyasa Kurulu Dergisi, Temmuz-Eylül 2011, No:7, s.,99-114 (Hakemli Dergi)
- Utku Altunöz, " Türkiye'nin Gelir Dağılımı Analizi ", Aktive Dergisi, Yıl 13, No 71, Mayıs/ Haziran 2011.
- Utku Altunöz, "Gözler ABD ve Avrupa Ekonomilerinde ", İtovizyon Dergisi,İTO, Yıl, 9, No 103, Ağustos 2011, s.19-22

YAYINLANMASI KARARLAŞTIRILAN MAKALELER

- Utku Altunöz " Türk Bankacılık Sisteminde Asimetrik Bilgi Probleminin Oyun Teorisi Çerçevesinde Analizi ", Akademik Bakış Uluslararası hakemli dergi

ÜYE OLUNAN KURULUŞLAR

- TEMA
- İktisatçılar Cemiyeti
- CFA