

**YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
FEN BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ**

**GLOBAL FİNANSAL KRİZLER VE ÇOK KRİTERLİ
KARAR VERME YÖNTEMİ İLE EKONOMİK KRİZ
TAHMİNİ**

Endüstri Mühendisi Ertuğrul KURT

**FBE Endüstri Mühendisliği Anabilim Dalı Sistem Mühendisliği Programında
Hazırlanan**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tez Danışmanı : Yrd. Doç. Dr. Hayri BARAÇLI

İSTANBUL, 2010

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
KISALTMA LİSTESİ	VII
ŞEKİL LİSTESİ	X
ÇİZELGE LİSTESİ	XIII
ÖNSÖZ.....	XV
ÖZET	XVI
ABSTRACT	XVII
1. GİRİŞ	1
2. EKONOMİK KRİZ KAVRAMI.....	5
2.1. Finansal Krizlere Neden Olan Faktörler	7
2.1.1. Ekonomilerin Dışa Açılması ve Finansal Liberalizasyon.....	7
2.1.2. Zayıf Bankacılık Sistemleri	8
2.1.3. Sürdürülemez Makroekonomik Politikalar.....	9
2.1.3.1. Hızlı Ekonomik Büyüme	9
2.1.3.2. Yüksek Cari Denge Açığı	9
2.1.3.3. Kısa Vadeli ve Kırılgan Cari Denge Açığı Finansmanı.....	10
2.1.3.4. Gevşek Bütçe Politikaları	11
2.1.3.5. Sermaye Hareketlerinin Kontrol Edilememesi	12
2.1.3.6. Yüksek Enflasyon	14
2.1.4. Aşırı Borçlanma	14
2.1.5. Döviz Kuru Dengesizlikleri	16
2.1.6. Global Ekonomik Koşullar ve Bol Likidite	19
2.1.7. Sorunlu Siyasal Yapı.....	19
2.2. Temel Makroekonomik Krizlerin Sınıflandırılması	20
2.2.1. İkiz Krizler	21
2.2.2. Bankacılık Krizleri.....	23
2.2.2.1. Bankacılık Krizlerinin Gelişimi	25
2.2.2.2. Bankacılık Krizlerinin Nedenleri	27
2.3. Para Krizleri	31
2.3.1. Para Krizlerinin Gelişimi	32
2.3.2. Para Krizlerinin Nedenleri	33

2.3.2.1.	Sermaye Akımları ve Cari Açık.....	34
2.3.2.2.	Sabit Döviz Kuru (Nominal Çapa)	35
2.3.2.3.	Yetersiz Politikalar ve Merkez Bankası.....	36
2.4.	Para Krizi Teorileri	38
2.4.1.	Birinci Nesil Ekonomik Krizler (Kanonik Kriz Modeli).....	38
2.4.2.	İkinci Nesil Ekonomik Krizler.....	40
2.4.3.	Üçüncü Nesil Ekonomik Krizler.....	41
3.	DÜNYADAKİ EKONOMİK KRİZLER.....	44
3.1.	1929 Krizi (Büyük Buhran)	44
3.1.1.	Kriz Öncesi Dönem.....	44
3.1.1.1.	Gelir Dağılımı Bozukluğu:	44
3.1.1.2.	Şirket Yapılarının Kötülüğü:.....	44
3.1.1.3.	Bankaların Mali Yapısı	45
3.1.1.4.	Yatırım Şirketlerinin Durumu.....	46
3.1.1.5.	Başkan Hoover Yönetiminin Ekonomi Politikaları	47
3.1.1.6.	Amerika'nın Dünya Üzerindeki Net Kreditör Olması.....	47
3.1.1.7.	Altın Standardı	48
3.1.2.	Krizin Gelişimi.....	48
3.1.3.	Ekonomik Toparlanmanın Sağlanması	50
3.1.3.1.	Roosevelt ve "New Deal"	50
3.1.3.2.	Dünya Savaşı ve Toparlanma	51
3.1.4.	Krizin Sonuçları	51
3.2.	1973 Petrol Krizi.....	55
3.2.1.	Kriz Öncesi Durum	56
3.2.1.1.	OPEC' in kuruluşu	56
3.2.1.2.	Bretton Woods'un sonu	56
3.2.1.3.	Yom Kippur Savaşı.....	57
3.2.2.	Krizin Gelişimi.....	58
3.2.3.	Ekonomik Toparlanmanın Sağlanması	60
3.2.3.1.	Ambargonun Kısa Vadeli Ekonomik Etkileri.....	60
3.2.3.2.	OPEC Örgütünün Düşüşü	61
3.2.4.	Sonuç	61
3.3.	1992 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi.....	63
3.3.1.	Avrupa Döviz Kuru Mekanizması	63

3.3.2.	Krizin Gelişimi.....	64
3.3.3.	ERM Krizinin Özellikleri ve Alınması Gereken Dersler.....	66
3.4.	1994 Meksika Krizi.....	67
3.4.1.	Kriz Öncesi Durum	68
3.4.2.	Krizin Gelişimi.....	69
3.4.3.	Ekonomik Toparlanmanın Sağlanması	71
3.4.3.1.	Dalgalı Kur Rejimine Zorunlu Geçiş.....	71
3.4.3.2.	Devalüasyon Sonrası Alınan Önlemler ve Politikalar	71
3.5.	1997 Güney Doğu Asya Krizleri	74
3.5.1.	Kriz Öncesi Dönem.....	75
3.5.1.1.	Asya' nın Kalkınması ve Asya Kaplanları.....	75
3.5.1.2.	Sermaye Girişleri, Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler	77
3.5.1.3.	İç ve Dış Finansal Serbestleşme	82
3.5.2.	Makroekonomik ve Finansal Dayanaksızlıklar	85
3.5.2.1.	Finansal Dayanaksızlık.....	86
3.5.2.2.	Uluslararası Likidite Sıkıntısı	87
3.5.3.	Dış Şoklar ve Tetikleyici Faktörler.....	90
3.5.3.1.	Tayland'da Para Krizi.....	90
3.5.3.2.	Bulaşma.....	91
3.5.4.	Finansal Panikten Çöküşe	92
3.6.	1998 Rusya Krizi	94
3.6.1.	Kriz Öncesi Durum	96
3.6.1.1.	Reformlar ve İyimserlik Dönemi	96
3.6.1.2.	Gelir, Yatırımlar ve Borçlar	98
3.6.1.3.	Güneydoğu Asya Krizi	99
3.6.2.	Krizin Gelişimi.....	99
3.6.2.1.	Likidite, Para Politikası ve Mali Politikalar.....	101
3.6.2.2.	Borçların Ödenememesi ve Devalüasyon.....	102
3.6.3.	Ekonomik Toparlanmanın Sağlanması	103
3.7.	1999 Brezilya Krizi	104
3.7.1.	Kriz Öncesi Dönem.....	105
3.7.1.1.	Tekila Krizi Sonrası	107
3.7.1.2.	Güneydoğu Asya Krizi Sonrası.....	108
3.7.2.	Krizin Gelişimi.....	108

3.7.3.	Ekonomik Toparlanmanın Sağlanması	110
3.8.	2001 Arjantin Krizi	113
3.8.1.	Kriz Öncesi Durum	114
3.8.2.	Krizin Gelişimi.....	117
3.8.2.1.	Cavallo Dönemi	117
3.8.2.2.	IMF İle Olan İlişkiler	118
3.8.2.3.	Devalüasyon.....	119
3.8.2.4.	Moratoryum	121
3.8.3.	Arjantin Krizinden Alınan Dersler.....	122
3.8.4.	Türkiye ve Arjantin Karşılaştırılması	122
3.9.	2008 Amerika Krizi	124
3.9.1.	Kriz Öncesi Durum	124
3.9.1.1.	ABD ipotekli konut kredisi piyasası	124
3.9.1.2.	Krizin Nedenleri.....	128
3.9.2.	Krizin Gelişimi.....	137
3.9.3.	Kriz Sonrası Durum	144
3.9.3.1.	Büyüme Oranlarında Düşüşler.....	145
3.9.3.2.	İşsizlik Oranlarında Artışlar.....	147
3.9.3.3.	Enflasyonist Etki	147
3.9.3.4.	Regülasyonlar ve Müdahaleci Yaklaşımlar	148
3.9.3.5.	Sonuç.....	148
4.	TÜRKİYEDE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER.....	150
4.1.	1994 Türkiye Krizi.....	150
4.1.1.	Kriz Öncesi Durum	150
4.1.1.1.	Türkiye'ye Kısa Vadeli Sermaye Akışı ve Sebepleri.....	151
4.1.1.2.	Dış Borçlar ve Uluslararası Rezervler	155
4.1.1.3.	Bankacılık Sektörünün Kırılganlığı	155
4.1.1.4.	1994 Krizi ve Spekülasyon	157
4.1.2.	Krizin Gelişimi.....	157
4.1.3.	Ekonomik Toparlanmanın Sağlanması Çabaları ve 5 Nisan Kararları.....	162
4.2.	2000 Kasım Ve Şubat 2001 Krizleri.....	165
4.2.1.	Kriz Öncesi Durum	167
4.2.1.1.	Makroekonomik Temeller.....	168
4.2.1.2.	Finansal ya da Bankacılık Kesimi Sorunları.....	169

4.2.1.3.	Sabit Kura Dayalı İstikrar Programlarının Sorunları	172
4.2.1.4.	Sermaye Hareketlerinin Değişkenliği Sorunu.....	172
4.2.1.5.	Politik İstikrarsızlıklar	172
4.2.2.	Sermaye Girişleri, Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler	173
4.2.3.	Bankacılık Sektörünün Kırılganlığı	175
4.2.4.	Krizin Gelişimi.....	178
5.	2014Q4 TÜRKİYE İÇİN ÇOK KRİTERLİ KARAR VERME YÖNTEMİ İLE EKONOMİK KRİZ TAHMİNİ.....	180
5.1.	Finansal Kriz Öncü Göstergeleri ve Çalışma Gösterge Setinin Oluşturulması	182
5.2.	Çalışma Veri Setinin Oluşturulması	189
5.3.	Finansal Kriz Öncü Göstergelerinin Gelecek Değerlerinin Tahmininin Yapılması	189
5.3.1.	İstatistiksel Tahmin Yöntemleri Literatür İncelemesi	189
5.3.2.	Tahminlerin Yapılması	190
5.4.	Çok Kriterli Karar Verme Yöntemlerinden Analitik Network Proses Yöntemiyle 2014Q4 İçin Finansal Kriz Olma Olasılığının Hesaplanması.....	199
5.4.1.	Çok Kriterli Karar Verme-ÇKKV (Multi-Criteria Decision Making-MCDM).....	199
5.4.1.1.	Analitik Hiyerarşi Prosesi (Analytic Hierarchy Process-AHP)	201
5.4.1.2.	Analitik Network Proses (Analytical Network Process - ANP)	202
5.4.1.3.	TOPSİS (İdeal Çözüme Benzerlik Yaklaşımı ile Tercih Sıralama Tekniği)	205
5.4.1.4.	ELECTRE (Eleme Seçme ve Gerçek Çözüme Geçiş Metodu)	205
5.4.2.	Analitik Network Proses Yöntemiyle 2014Q4 İçin Finansal Kriz Olma Olasılığının Hesaplanması	206
5.4.2.1.	Super Decisions programında model ağ yapısının oluşturulması.....	206
5.4.2.2.	Alt Kriterler İçin Çift Karşılaştırmalarının Yapılması.....	208
5.4.2.3.	Alt Kriterlerin Alternatiflere Göre Ağırlıklarının Verilmesi	212
5.4.2.4.	Sonuçların Elde Edilmesi.....	213
6.	SONUÇ VE ÖNERİLER	216
	KAYNAKLAR.....	221
	EK 1	227
	ÖZGEÇMİŞ.....	233

KISALTIMA LİSTESİ

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AHP	Analytic Hierarchy Process
ANP	Analytical Network Proses
BDDK	Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu
CDO	Collateralized Debt Obligations-Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri
CLO	Collateralized Loan Obligation-Teminatlandırılmış Kredi Yükümlülükleri
CBO	Collateralized Bond Obligation-Teminatlandırılmış Tahvil Yükümlülükleri
CMO	Collateralized Mortgage Obligation-Teminatlandırılmış İpotek Yükümlülükleri
CDO	Credit Default Swap-Kredi Temettü Swabı
ÇKKV	Çok Kriterli Karar Verme
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
DTM	Dış Ticaret Müşteşarlığı
ECOFIN	The Economic and Financial Affairs Council of the European Union-Avrupa Birliği Ekonomi ve Maliye Bakanları Konseyi
ELECTRE	ELimination Et Choix Traduisant la REalité (Eleme Seçme ve Gerçek Çözüm Geçiş Metodu)
EMI	European Monetary Institute- Avrupa Para Enstitüsü
EMU	Economic and Monetary Union-Ekonomik ve Parasal Birlik
EMS	European Monetary System-Avrupa Para Sistemi
ERM	European Exchange Rate Mechanism-Avrupa Döviz Kuru Mekanizması
ERM II	European Exchange Rate Mechanism II-Avrupa Döviz Kuru Mekanizması II
ESCB	European System of Central Banks- Avrupa merkez bankaları sistemi
GDP	Gross Domestic Product- Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülkeler

GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
IMF	International Monetary Fund- Uluslar arası Para Fonu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KVDB	Kısa Vadeli Dış Borçlar
MAD	Mean Absolute Deviation(Ortalama Mutlak Sapma)
MAPE	Mean Absolute Percentage of Errors(Mutlak Hata Yüzdelerinin Ortalaması)
MBS	MortgageBackedSecurities- İpoteğeDayalıMenkulKıymetler
MCDM	Multi Criteria Decision Making
MSE	Mean Square of Deviation (Ortalama Hataların Karesi)
NAFTA	North American Free Trade Agreement-Kuzey Amerika Serbest Ticaret Antlaşması
OPEC	Organization of Petroleum Exporting Countries-Petrol İhraç Eden Arap Ülkeleri Birliği
OAPEC	Organization of Arab Petroleum Exporting Countries-Arap Petrol İhraç Eden Ülkeler Birliği
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development- Avrupa iktisadi işbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
PRI	Partido Revolucionario Institucional- Kurumsal Devrimci Parti
SSCB	Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği
RMB	Rusya Merkez Bankası
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Maerkez Bankası
TEFE	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TL	Türk Lirası
TOPSİS	Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution (İdeal Çözüme Benzerlik Yaklaşımı ile Tercih Sıralama Tekniği)
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi

TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
UBSS	Uniform Bank Surveillance System

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 2.1 AB ülkeleri kamu borç stokları (Eurostat, 2010)	1
Şekil 2.2 Bankacılık ile döviz krizleri arasındaki mekanizma (Duman, 2002).....	18
Şekil 3.1 1929 Wall Street, Dow Jones endüstriyel endeksi değişimi (http://www.bls.gov/data/).....	50
Şekil 3.2 Büyük Buhran süresince GSYİH' nin değişimi (http://www.measuringworth.org/usgdp)	53
Şekil 3.3 ABD tarım fiyatları (1928-1935) (http://www.bls.gov/data/)	53
Şekil 3.4 1910-1960 arası ABD işsizlik oranları değişimi (http://www.bls.gov/data/).....	54
Şekil 3.5 Amerikan endüstriyel üretim indeksi (1928-39) (http://research.stlouisfed.org/fred2/data/INDPRO.txt)	54
Şekil 3.6 Dünya ülkeleri kişi başı düşen gelir miktarı gelişimi (http://www.ggdc.net/maddison)	55
Şekil 3.7 1971- 2003 yılları arası önemli olaylar ham petrol fiyatlarının değişimi (Barsky ve Kilian, 2004).....	56
Şekil 3.8 OPEC Net Petrol İhraç Gelirleri, 1972- 2007 (http://www.eia.doe.gov/cabs/OPEC_Revenues/Factsheet.html)	57
Şekil 3.9 Euro bölgesi ve çevreleyen ülkelerin durumu (Desmond, 2005).....	64
Şekil 3.10 Asya' da krizler, para çöküşü ve finansal çöküş (Corbett, 1999).....	93
Şekil 3.11 Rus Dış Ticaret Dengesi (IMF)	96
Şekil 3.12 Tüketici Fiyat Endeksi Enflasyonu (IMF).....	97
Şekil 3.13 Döviz Kuru Değişimi (IMF)	97
Şekil 3.14 Rusya Merkez Bankası Borçlanma Oranı Değişimi (http://www.cbr.ru/eng/)	101
Şekil 3.15 Rus Borsası Değişimi (1Eylül 1995= 100) (www.russtock.com)	103
Şekil 3.16 Rusya Reel GSYİH Değişimi (IMF)	104
Şekil 3.17 1995- 2008 Arası Brezilya Döviz Kuru Değişimi (http://www.latin-focus.com/latinfocus/countries/brazil/brazil.htm#Economic%20Indicators)	111
Şekil 3.18 1996- 2008 Arası Enflasyon Oranları Değişimi (http://www.latin-focus.com/latinfocus/countries/brazil/brazil.htm#Economic%20Indicators)	111

Şekil 3.19 1996- 2009 Arası Brezilya Ödemeler Dengesi Değişimi (http://www.latin-focus.com/latinfocus/countries/brazil/brazil.htm#Economic%20Indicators)	112
Şekil 3.20 1995- 2008 Arası Brezilya GSYİH Değişimi.....	112
Şekil 3.21 Arjantin cari işlemler dengesi (1995- 2008) (http://www.latin-focus.com/latinfocus/countries/brazil/brazil.htm#Economic%20Indicators)	115
Şekil 3.22 Peso/Dolar Paritesi (1995-2008) (http://www.latin-focus.com/latinfocus/countries/argentina/argentina.htm#Economic%20Indicators).....	120
Şekil 3.23 Yıllık büyüme oranı ve fiyat endeksleri (www.bea.gov)	128
Şekil 3.24 FED gösterge faiz oranlarının değişimi (www.moneycafe.com).....	131
Şekil 3.25 Mortgage kredi faiz oranlarının gelişimi (BDDK, 2008).....	131
Şekil 3.26 ABD, 1980- 2005 arası ev fiyatları- nüfus, yapı maliyetleri ve bono gelirlerinin değişimi	132
Şekil 3.27 S&P/ Case Shiller konut fiyatları endeksi değişimi (Standart & Poors, 2008).....	133
Şekil 3.28 İnşaat harcamaları, bina izin sayıları ve bina satışlar (BDDK, 2008).....	133
Şekil 3.29 Mortgage ipoteklerine dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetler (BDDK, 2008)	134
Şekil 3.30 CDO (Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri) Çeşitleri	136
Şekil 3.31 Teminatlandırılmış borç yükümlülükleri teminatlarının dağılımı.....	137
Şekil 3.32 Finansal krizin kökenleri: riskli mortgagelerin yükselişi ve düşüşü (Nanto,2009)	139
Şekil 3.33 ABD krizi sonrası ülkeler GSYH değişimleri(%) (Alantar, 2009)	145
Şekil 3.34 2008 krizi sonrası dünya ticaret hacmi değişimi(Kumcu, 2010).....	146
Şekil 3.35 2008 krizi sonrası dünya sanayi üretimi değişimi(Kumcu, 2010).....	146
Şekil 3.36 ABD krizi sonrası işsizlik oranları değişimi(%) (Alantar, 2009).....	147
Şekil 3.37 ABD krizi sonrası enflasyon oranları değişimi(%) (Alantar, 2009)	148
Şekil 4.1 Piyasa döviz kuru ile resmi döviz kuru arasındaki aylık ortalama fark(TCMB) ...	158
Şekil 4.2 1992 Ocak-1994 Aralık resmi döviz kuru değişimi (TCMB).....	159
Şekil 4.3 1992 Ocak-1994 Aralık bankalar arası gecelik borçlanma faizi % değişimi (TCMB)	160
Şekil 4.4 Merkez Bankası'nın döviz rezervi değişimi. (TCMB)	161
Şekil 4.5 Türkiye'nin kredi riskinin değişimi (JP Morgan, 2002)	166

Şekil 4.6 2000- 2001 Dönemi Türk bankacılık sistemi'nin yapısal sorunlarının kriz öncesi ve sonrasındaki makroekonomik temellerle bağlantısı (Yay vd., 2004).....	169
Şekil 5.1 Başlıca Kriz Erken Uyan Göstergeleri (Abiad,2003).....	185
Şekil 5.2 Tahmin Prosesinin Adımları (Myers,1998)	190
Şekil 5.3 Zaman Serileri Analizi ve Analitik Network Proses Yöntemiyle 2010Q4 İçin Finansal Kriz Olasılığı Tahmini Metodolojisi.....	191
Şekil 5.4 Cari İşlemler Dengesi/ GSMH Lineer Trend Modeli Tahmini	192
Şekil 5.5 Cari İşlemler Dengesi/ GSMH Quadratik Trend Modeli Tahmini	192
Şekil 5.6 Cari İşlemler Dengesi/ GSMH S- Curve Trend Modeli Tahmini	193
Şekil 5.7 Cari İşlemler Dengesi/ GSMH Single Exponential Smoothing Metodu Tahmini ..	193
Şekil 5.8 Cari İşlemler Dengesi/ GSMH Double Exponential Smoothing Metodu Tahmini	194
Şekil 5.9 Cari İşlemler Dengesi/ GSMH İçin Farklı Tahmin Yöntemlerinden Elde Edilen Sonuçlar	195
Şekil 3-5.10 Bir ÇKKV Problemini İfade Etmek İçin Bir Matris Formatı (Öz,2007)	201
Şekil 5.11 ANP' de Kriterler ve Alt Kriterleri Altındaki Olası Ağ Yapıları (Oğuz, 2007)	202
Şekil 5.12 ANP' de Süpermatrisler (Oğuz, 2007).....	203
Şekil 5.13 ANP' de Göreceli Değerler(Oğuz, 2007)	204
Şekil 5.14 Model Yapısının Super Decisonstaki Görünümü.....	207
Şekil 5.15 Alternatifler ve Kriterler Arasındaki Bağlılıkların Programa Aktarılması	207
Şekil 5.16 Super Decisionsta Ağırlık Atama Yöntemlerinden "Grafik Yöntemi"	208
Şekil 5.17 Super Decisionsta Ağırlık Atama Yöntemlerinden "Verbal".....	208
Şekil 5.18 Super Decisionsta Ağırlık Atama Yöntemlerinden "Matrix".....	209
Şekil 5.19 Super Decisionsta Ağırlık Atama Yöntemlerinden "Anket"	209
Şekil 5.20 Tahmin Sonuçları: Ağırlıklandırılmamış Süper Matris	213
Şekil 5.21 Tahmin Sonuçları: Ağırlıklandırılmış Süper Matris	214
Şekil 5.22 Tahmin Sonuçları: Ağırlıklandırılmış Süper Matris	214

ÇİZELGE LİSTESİ

Tablo 2.1 Bankacılık Krizinin Gerçekleşme Olasılığı (Calvo ve Reinhart, 2000).....	22
Tablo 2.2 Bankacılık krizleri - para krizleri karşılaştırması (Calvo ve Reinhart, 2002)	23
Tablo 2.3 Bankacılık Krizleri (Caprio ve Klingebiel, 2003).....	26
Tablo 2.4 Kısa vadeli borçlar ve rezervler (IMF,1998).....	30
Tablo 2.5 Para krizleri (Bris, vd., 2002)	33
Tablo 3.1 Büyük Buhran sonrası dünya ülkeleri toplam sanayi üretim endeksleri (1929=100) (Eğilmez, 2010)	55
Tablo 3.2 1973- 1974 Petrol Krizi Kronolojik Gelişimi (Perron, 1988).....	59
Tablo 3.3 ASEAN GSMH Büyüme Oranları (%) (1995 – 2000)(Asian Development Bank) 76	
Tablo 3.4 Asya'da Net Sermaye Akımları (GSYİH'ya Oran%) (Kaynak: Bird ve Rajan, 2001)	78
Tablo 3.5 Bölge Ülkeleri Enflasyon Oranı (%) 1994-1997 (IMF).....	79
Tablo 3.6 Bütçe Dengesinin GSMH'ya Oranı (1994-1997) (Asya Kalkınma Bankası).....	79
Tablo 3.7 Tasarruf ve Yatırımın GSMH'ya Oranı (1994-1997) (Asya Kalkınma Bankası)	80
Tablo 3.8 Reel Döviz Kurundaki Değişmeler (1993=100) (IIF).....	80
Tablo 3.9 Asya'da Cari İşlemler Hesabı (GSYİH'ya Oran %)	80
Tablo 3.10 Asya'da Dış Borçlar (GSYİH' ya Oran %)(Corsetti vd., 1998).....	81
Tablo 3.11 Asya'da Kısa Vadeli Borçların Toplam İçindeki Payı (%) (Corsetti vd.,1998).....	82
Tablo 3.12 Asya'da özel kesime verilen banka kredileri artış hızı (%) (Corsetti vd., 1998b)...	84
Tablo 3.13 Asya'da Özel Kesime Verilen Banka kredileri (GSYİH'ya oran %)(Corsetti vd., 1998b).....	84
Tablo 3.14 Asya'da Kısa Vadeli Borçlar Ve Uluslararası Rezervler.....	88
Tablo 3.15 Asya' Da Kısa Vadeli Borçlar/ Uluslar Arası Rezervler	88
Tablo 3.16 Asya'da kısa vadeli borçlar ve toplam borç.....	89
Tablo 3.17 Rusya sermaye akışı (net, milyar dolar) (Özel, 2005).....	94
Tablo 3.18 Rusya Krizi Zaman Çizelgesi (Chiodo ve Owyang, 2002).....	100
Tablo 3.19 Latin Amerika ülkeleri: dış finansman (1995- 1999) - (Milyar\$) (IIF)	109
Tablo 3.20 Brezilya krizinin gelişimi (Akdiş, 2000).....	110

Tablo 3.21 Sosyal ve ekonomik durum (World Labour Report, 2000).....	113
Tablo 3.22 Arjantin' e gelen yabancı sermaye miktarı (World Bank, 2008).....	115
Tablo 3.23 Arjantin krizi kronolojisi (Çiloğlu, 2002)	119
Tablo 3.24 Arjantin' in dış ticareti ve borçları (Milyon\$) (http://www.latin-focus.com/latinfocus/countries/argentina/argentina.htm#Economic%20Indicators).....	121
Tablo 3.25 Türkiye ve Arjantin ekonomik karşılaştırma (TCMB)	123
Tablo 3.26 ABD kritik göstergeleri (Reuters, 2009).....	129
Tablo 4.1 Türkiye' ye yabancı sermaye hareketleri (Milyon\$), (TCMB Üç Aylık Bülten- IV-1997).....	152
Tablo 4.2 İMKB endeksi ay sonu kapanış değerleri (1986/1=100) (TCMB)	153
Tablo 4.3 Türkiye' de hazine bonosu faiz oranları gelişmeleri (%),(1988-1993), (TCMB) .	153
Tablo 4.4 Yıllar itibariyle amerikan dolarındaki kur artışı ve enflasyon (%), (Karaçam, 1994)	154
Tablo 4.5 Türkiye' de dış borçlar ve uluslararası rezervler (Balmumcu, 2006)	155
Tablo 4.6 Türkiye' de dış borçlar ve uluslararası rezervler (1992-1994), (Balmumcu, 2006)	157
Tablo 4.7 Türkiye' de ödemeler bilançosu (Milyon ABD Doları) (TCMB).....	174
Tablo 4.8 Türkiye' de dış borçlar (1996-2001)(TCMB)	175
Tablo 4.9 Türk Bankacılık Sektörünün Riskleri (2000-2001 Krizleri) (TBB).....	178
Tablo 5.1 Türkiye İçin Erken Uyarı Endeksi Önerileri Gürler ve Kaplan(2002).....	183
Tablo 5.2 Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Teorik Yaklaşımların Esas Aldığı Temel Göstergeler ve Güvenilirlikleri (Kaminsky vd., 1998).....	186
Tablo 5.3 Finansal Kriz Göstergeleri Üzerine Yapılan Dokuz Uygulamalı Çalışmada Önemli Bulunan Değişkenler (Bustelo, 2000)	187
Tablo 5.4 Cari İşlemler Dengesi/GSMH İçin Farklı Tahmin Türlerine Göre Sonuçlar.....	194
Tablo 5.5 18 Ekonomik Kriz Öncü Göstergesi İçin Farklı Tahmin Yöntemlerine Göre Elde Edilen Yöntemlerinin Tahmin Güvenilirlikleri ve Doğru Yöntemin Seçimi	196
Tablo 5.6 Seçtiğimiz Öncü Göstergelerinin Bustelo(2000) ve Kaminsky(1998) Çalışma Sonuçlarının İncelenmesi	210
Tablo 5.7 Alt Kriterler İkili Karşılaştırma Ağırlıkları.....	211
Tablo 5.8 Kriz Öncü Göstergelerinin Farklı Krizlerde Aldıkları Değerler, Türkiye 2014Q4 Tahmini ve ANP Ağırlık Ataması (Bustelo (2000), IMF, TCMB).....	212

ÖNSÖZ

Globalleşme, etkisini 1970'lerden itibaren göstermeye başlamış 1980'lerle birlikte dünyada uygulanan "Dışa Açık Büyüme" modelleri ile birlikte daha da hızlanmış, devamında ise Doğu Bloğunun yıkılması ile birlikte 1990'lı yıllarda tavan yapmış ve halen söz konusu etkisini korumaktadır.

Globalleşmenin (küreselleşmenin) ülkeler üzerinde olumlu ve olumsuz etkileri vardır. En temel manada olumlu etki dünya konjonktüründe istikrar sağlandığında çok çabuk bir şekilde gelişen ekonomilerde etkisi görülebilmekte ve bu ülkelerde ekonomi arkasına aldığı iyimser rüzgarlarla hızlı atılımlar yapabilmektedir. Bununla birlikte globalleşmenin yol açtığı olumsuz etkilerin başlangıcında da dünya konjonktürü önemli rol oynamaktadır. Dünya konjonktüründe meydana gelen olumsuz gelişmeler arasında başta Gelişen Ekonomiler olmak üzere genele yayılmaktadır.

1929 Büyük Buhranı, 1973 Petrol Krizi, 1992 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi, 1994 Meksika Krizi, 1994 Türkiye Krizi, 1997 Güneydoğu Asya Krizleri, 1998 Rusya Krizi, 1999 Brezilya Krizi, 2000-2001 Türkiye Krizi, 2001 Arjantin Krizi ve son olarak 2008 Amerika Mortgage Krizi şeklinde başlıcalarını sayabileceğimiz global ekonomik krizler böyle bir yapının ürünüdür.

Ülkeler ve insanlar üzerinde çok ciddi etkileri olması sebebiyle ekonomik krizler iktisat yazınında popüler bir konu olagelmiştir. Krizlerin oluşumuna sebep olan konjonktür, gelişim ve toparlanma süreci, nedenleri üzerine çok ciddi ve sayıca oldukça fazla çalışma yapılmıştır.

Bir diğer yandan da krizlerin yıkıcı etkisinden kaçınmak için Erken Uyarı Sistemleri (Early Warning Systems) alanında IMF çalışanları başta olmak üzere, birçok ekonomist önemli çalışmalara imza atmışlar, bazı yöntemler geliştirmişlerdir. Sinyal İzleme Yöntemi, Logit ve Probit Modeller bunlardan birkaçıdır.

Bu çalışmada ise öncelikle ekonomik kriz kavramı tüm yönleri ile irdelendikten ve günümüze dek yaşanmış olan global finansal krizler tek tek incelendikten sonra, belirlenen ekonomik kriz öncü göstergelerinin gelecek değerlerinin tahmininden hareketle, Çok Kriterli Karar Verme yöntemi ile ülkemizde 4 yıl sonrası için finansal kriz yaşanma olasılığı bulunmaya çalışılmıştır.

Çalışmamın hazırlanmasında yoğun programına rağmen her türlü yardımını benden esirgemeyen danışman hocam Sayın Yrd. Doç. Dr. Hayri Baraçlı' ya ve değerli bilgileriyle bana yol gösteren, sabrını ve yardımlarını benden esirgemeyen Sayın Yrd. Doç. Dr. Mustafa İme' ye teşekkürü bir borç bilirim. Ayrıca, bu süre zarfında manevi desteklerini esirgemeyen ve yardımcı olan ailem ve arkadaşlarıma sonsuz minnettarlığımı bildiririm.

ÖZET

Ekonomik krizler iktisat biliminin her zaman en çok dikkat çeken konularından birisi olmuştur. Neredeyse ekonomi kavramının oluşumuyla birlikte ortaya çıkan kriz kavramı, 1929'da yaşanan büyük buhranla birlikte birçok araştırmannın konusu haline gelmiş ancak yaşanan ekonomik krizlerin sıklıkları giderek artarak devam etmiştir.

Bu çalışmanın temel amacı, sistem bakış açısıyla, ekonomik kriz kavramını tüm yönleriyle incelemek, günümüze dek yaşanmış olan global özellik gösteren ana ekonomik kriz deneyimlerinin tamamının kronolojik incelemesinin yanında, iktisat prensipleri açısından analizini yaparak olası krizleri önleme konusunda başucu bir çalışma ortaya koymaktır.

Çalışmanın ilk bölümünde giriş kısmında genel bilgiler verildikten sonra, ikinci bölümde finansal krizler tanımlanarak finansal krizlere neden olan faktörler ve finansal kriz göstergeleri hakkında bilgi verilmiş, temel makroekonomik krizlerin sınıflandırılması yapılarak kriz türlerinin nedenleri, gelişimleri ve para krizi modelleri üzerinde durulmuştur.

Üçüncü kısımda ise 1929 Büyük Buhrandan başlayarak 2008 Mortgage Krizi' ne kadarki dönemde dünyada gerçekleşen global finansal krizler sebep sonuç ilişkisine bağlı kalınarak, ekonomik kriz modelleri çerçevesinde incelenmiştir.

Dördüncü bölümde ise, Türkiye' de yaşanan 1994 ve 2000-2001 krizleri aynı prensipler göz önünde bulundurularak irdelenmiştir.

Beşinci bölümde ise, belirlenen ekonomik kriz öncü göstergelerinin gelecek değerlerinin zaman serileri analizi ile tahmininden hareketle, Çok Kriterli Karar Verme yöntemlerinden Analitik Network Proses yöntemi ile 2014Q4 için ülkemizde finansal kriz yaşanma olasılığı bulunmaya çalışılmıştır.

Anahtar Sözcükler:

Finansal kriz, ekonomik kriz öncü göstergeleri, zaman serileri analizi, çok kriterli karar verme

ABSTRACT

Economic crises have always been one of the issues of the economics that attract most attention. The crisis term that released almost with the formation of the economics have always been a matter of many studies by The Great Depression occurred in 1929 however but the frequency of the economic crises gradually increased.

The main purpose of this study is to research economic crisis with all the aspects and to offer a new methodology by examining whole main global economic crisis' s according to not only chronological study, but also due to economical principles.

After giving an expanded abstract of the study in the first chapter of the study, in the second chapter of the study, the term of financial crisis, the causes of the financial crisis, financial crisis indicators, categorization of the fundamental economic crisis and current crisis models are explained.

In the third chapter of the study, entire financial crisis experimentations from The Great Depression, 1929, to 2008 Mortgage Crisis are scrutinized due to cause- effect relations and economic crisis' s models.

In the fourth chapter of the study, Turkey' s economic crisis experiences of 1994 and 2000-2001 are evaluated with the same methodology.

In the fifth chapter of the study, with the base of the future values of the determined financial crisis indicators, the financial crisis possibility for 2014Q4 is forecasted, by using a well known Multi Criteria Decision Making methodology - Analytical Network Proses.

Finansal kriz, ekonomik kriz öncü göstergeleri, zaman serileri analizi, çok kriterli karar verme

Keywords:

Financial crisis, economic crisis indicators, time series analysis, multi criteria decision making

1. GİRİŞ

ABD, 1913 yılından itibaren dünyanın en büyük ekonomisi haline gelmişti ve toplam dünya sanayi çıktısının üçte birini üretiyordu. Bu çıktı miktarı Almanya, Büyük Britanya ve Fransa'nın toplamının biraz altındaydı. 1929' da ise ABD, dünya toplam çıktısının %42' den fazlasını üretirken, Avrupa' daki üç sanayi gücü için bu toplam % 28' in biraz altındadır. 1929 Bunalımı temelde Amerika'da borsanın çöküşüne ithaf edilse de; o yıllarda yeryüzündeki ekonomik koşullara, krizin büyüklüğü ve etkisine bakıldığında Büyük Dünya Bunalımı adını almayı hak ettiği açıkça görülmektedir. Bunalım dünyada 50 milyon insanın işsiz kalmasına, yeryüzündeki toplam üretimin %42 oranında ve dünya ticaretinin de %65 oranında azalmasına neden olmuştur. 1929 yılına kadar dünyada oluşan diğer krizlere bakıldığında dünya ticaretinin en fazla %7 oranında düştüğü düşünülürse 1929 bunalımının ne derece etkili olduğu tahmin edilebilir.

Büyük Buhran öncesi dönemde piyasaların kendi kendisini dengeleyeceği fikri ön planda iken, oluşan sıkıntıların büyük kısmının düzenleme ve denetim eksikliği sebebiyle oluşmuş ve krizden çıkış ekonomisinin sürdürülebilirliği için devlet müdahalesini şart koşan İngiliz iktisatçı Keynes' in ortaya koyduğu prensipler ve 2. Dünya Savaşı hazırlıkları sebebiyle oluşan üretimi körükleyen savaş ekonomisi ile giderilmiştir. 2. Dünya Savaşının görünürde belli bir galibi olsa da esasında savaşan tüm ülkeler savaş harcamaları sebebiyle ciddi zararlar görmüştür.

1970' li yıllara gelindiğinde ekonomilerin ciddi bir gelişim sürecine girdikleri görülmekte ve petrolün rolü giderek artmaktadır. 15 Ekim 1973 tarihinde Petrol İhraç Eden Arap Ülkeleri Birliğinin OAPEC, Yom Kippur Savaşında ABD'nin İsrail Ordusuna destek vermesine karşılık olarak ilan ettiği petrol ambargosuyla birlikte 1973 yılında petrol fiyatlarında oluşan şaşkınlık verici artış ve 1973-74 döneminde borsa çöküşleri sebebiyle 1929 Krizinden sonra yaşanan ikinci küresel ekonomik kriz oldu ve sadece fiyat artışlarıyla açıklanamayacak mekanizmalara ve uzun dönem etkilerine sahipti.

1990' lara geldiğimizde, globalleşmenin had safhaya ulaşmış, sermaye hareketleri diye bir kavram oluşmuş ve daha da önemlisi bu sermaye hareketleri, hedge fonlar ile ülkelere spekülasyon saldırıları yapılmış olmuştur. Bu saldırıların ilk kurbanı 1992 Maastricht Antlaşması ile Avrupa Döviz Kuru Mekanizmasını (European Exchange Rate Mechanism, ERM) kurarak tek para birimine geçmeye çalışan Avrupa olmuştur. Maastricht Anlaşmasına 1992 Haziran ayında Danimarkalılar red oyu vermesinden sonra ERM içinde döviz kurları üzerindeki baskıların artması sonucunu doğurmuştur. Bu gelişme sonrasında sırasıyla İtalya, Finlandiya

ve İsveç üzerinde bütçe açıklarının para birimlerinin desteklenmesine yol açacağı düşüncesi ile para birimleri üzerinde spekülâtif işlemler gerçekleştirilmiştir. İtalyan Liretinin baskılara dayanamayarak %7 oranında devalüe edilmesi, bu defa spekülâtörlerin dikkatlerini İngiliz Sterlini'ne çevirmiş, İngiltere'de faiz oranları bir günde %5 oranında yükselmiştir. 1992 sonbaharındaki spekülâtörlerin yönetimindeki dev boyutlu sermaye akışının ülke milli paralarına karşı yürüttükleri spekülâtif hareketler sonuçta İngiltere, İtalya ve İspanya'nın Avrupa Para Sistemi'nin döviz kuru mekanizmasının dışına çıkmasına neden olmuştur (bir başka deyişle sistemin içinde olmalarına rağmen mekanizmanın öngördüğü dalgalanma bantlarının dışına çıkmışlardır). 1993 yazında ise, ikinci bir dalga, Fransız Frangı'nın öngörülen değişim bandında kalmasını sağlamak amacıyla döviz kuru bandının genişletilmesi yönünde bir kararın alınmasına yol açmıştır.

1994 yılı başında ABD ile NAFTA (North American Free Trade Agreement - Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması) adlı, ekonomisinin geleceğine yönelik tarihi bir dış ticaret anlaşmanın imzalarını atan Meksika daha 1994 yılı tamamlanmadan tarihinin en ağır finansal ve ekonomik krizini yaşadı. Para biriminin 3 ay içinde yarıya değer kaybettiği, faizlerin dört katına çıktığı, ekonominin hızla küçüldüğü ve enflasyonun 8 kat arttığı bu kriz, ilginç bir şekilde, sanki sadece Meksika'ya özgü bir krizmiş gibi, "Tekila krizi" olarak adlandırıldı. Tahribat büyüktü. Krizle birlikte Meksika ekonomisi 421 milyar dolardan 286 milyar dolara gerilemişti.

Tekila krizi hızla çevre ülkelere yayıldı. Güney Amerika'nın iki büyük ülkesi Arjantin ve Brezilya da büyük sorunlar yaşadılar. Her iki ülkede de ekonomiler hızla küçüldü.

1994 yılında Türkiye global kriz özelliği taşıyan ilk ekonomik kriziyle karşı karşıya kaldı. Aslında yaşananlar daha sonra gerçekleşecek Güneydoğu Asya krizinin mini bir versiyonu idi. İMKB'nin yüksek karlılık göstermesi, faiz oranlarının dış yatırımcılar için başka ülkede bulamayacakları bir kar vaat etmesi, TL'nin aşırı değerlenmesiyle birlikte yabancı sermaye Türkiye'ye akın etmiş, gelen sermaye devlet borçlarının finansmanında kullanıldı. Fakat, üretici faaliyetlerin azalması, piyasaların rant ağırlıklı bir yapıya bürünmesi, faiz, borsa, döviz üçgeninde karlılık arayan ulusal ve uluslararası sermayede devletin borç yükünü uzun süre kaldıramayacağı kanaatine sebep oldu, dövize talep arttı ve sonuçta, 1 \$'ın değeri 15.000 TL'den 42.000'lere fırladı; Türk lirası yarı yarıyadan fazla değer kaybetti.

1997 yılında başı derde girenlerse bu kez Güneydoğu Asya ülkeleriydi. Yıllarca Asya Kaplanları olarak anılan, ekonomik performanslarına övgüler düzülen ve akademisyenlerin bu mucizevi başarıları açıklayabilmek için yeni modeller geliştirdikleri kaplanlar arka arkaya

şiddetli finansal krizlerle sarsıldılar. "Güneydoğu Asya krizi", toplam ekonomik büyüklükleri krizden önce 1.3 trilyon dolar olan bölgedeki beş kaplına (Tayland, Filipinler, Güney Kore, Malezya ve Endonezya'ya) oldukça pahalıya mal oldu. 1998 yılı sonunda bu ülkelerin toplam ekonomik büyüklükleri neredeyse yarı yarıya azaldı ve 700 milyar dolara geriledi.

Güneydoğu Asya krizi gelişmekte olan ülkelerdeki krizlerin son örneği olmadı. 1998'de sıra Rusya'ya geldi. Glasnost ve Perestroika rüzgârlarıyla hızla komünizmi terkede-rek kapitalizme kucak açan Rusya, sahip olduğu zengin doğal kaynaklar sayesinde bir anda gelişmiş ülkelerdeki sermayenin ilgi odağı olmuştu. Ama bu hızlı değişimin bedelini ağır ödedi. Kısa sürede faizleri üç hanelere çıkarken para biriminin değeri yarıya düştü ve değişim sürecinde hızla büyüyen borçlarını ödeyemez duruma geldi. 1997 yılı sonunda 405 milyar dolar olan ekonomisi iki yıl içinde yarı yarıya küçüldü.

1998 yılında Güney Amerika yeniden sahneye çıktı. Brezilya üst üste gelen Tekila krizi ve Asya krizinin gelişmekte olan ülkelere kaçış yönünde etki oluşturması ve Brezilya' nın, ekonomik açıdan üçüncü büyük eyaleti olan Minas Gerais'in Valisi Itamar Franco'nun, eyaletin merkezi hükümete olan 15 milyar dolarlık borçları için 90 günlük moratoryum ilan etmesinin borsalarda oluşturduğu şok ile birlikte hızlı bir yabancı sermaye çıkışı ile karşılaşınca Brezilya, kısa sürede para birimini savunamaz hale geldi ve döviz kurlarını dalgalanmaya bıraktı. Yaşanan döviz krizi sonunda Brezilya' da bir yıl içinde mal ve hizmet üretimi 250 milyar dolar azalarak 537 milyar dolara geriledi.

Brezilya'dan iki yıl sonra Türkiye Doğu Avrupa'yı, Arjantin de yeniden Güney Amerika'yı şiddetli finansal krizlerle sarstılar.

Arjantin, 1991'de oluşturduğu para kurulu ile para birimini dolara eşitlemiş, %3000' ler seviyesindeki enflasyon seviyesini, 1995' te %5' lere kadar düşürerek dikkatleri üzerine toplamayı başarmış, sıcak para hareketlerinin akınına uğramıştı. Ama doların değerlenmesi ile rekabet gücünü kaybetmiş, piyasa dolarize olmuş, yüksek reel faiz oranlarına Kuveyt' in işgaliyle petrol fiyatlarının artışıyla birlikte kriz patladı. Kriz sonunda Arjantin moratoryum ilan ederek 146 milyar\$ lık borcunu ödeyemeyeceğini bildirdi ve pezonun değerinde %370 devalüasyon yapmak zorunda kaldı, enflasyon %120' lere fırladı.

Türkiye 2000 yılının Kasım ayında dövize yönelik spekülasyon saldırısını, çok yüksek faiz oranları, önemli miktarda rezerv kaybı ve 7,5 milyar dolar büyüklüğünde bir IMF kredisi ile geçiştirebilmişti. Fakat takip eden süreçte kısa vadeli borçlanmanın artması, uluslararası rezervlerin azalışı ile kısa vadeli borcun rezervlerinin artması, bankacılık sistemindeki düzenleme eksikliği, kamu banka zararları, özel bankaların içinin sahipleri tarafından

boşaltılması ile birlikte Türkiye tarihinde bir rekor kırılmış, 21 Şubat tarihinde bankalar arası para piyasasında gecelik faiz oranı % 6200'e, ortalama % 4018' leri görmüştür. Merkez bankası üç gün içinde 5 milyar doların üzerinde bir rezerv kaybına uğramış, onlarca banka milyarlarca dolarlık zararlar birlikte batmıştır.

Ve takvimler 2008' i gösterdiğinde, tüm dünyaya refah toplumu olarak örnek gösterilen Amerika ülkesinde "batamayacak kadar büyük" denilen, yönettikleri fonlar trilyon dolarları bulan bankaları, yatırım şirketleri batıyordu. Amerika trilyon doları bulan faturaya katlanıp sistemi çökmekten kurtarmaya çalışsa da tetik çekilmiş, daha önce hiç olmadığı kadar bütünleşerek, neredeyse tek bir piyasa halini alan dünyada tüm ülkeleri etkileyecek bir süreç başlamış oldu. Onbinlerce insan işini kaybetti. Amerika' da başlayan süreç Avrupa' yı gelmiş geçmiş en büyük resesyona sürüklüyor, bunların ekonomilerinin durgunluğa girmesiyle buralara ihracat yapan gelişmekte olan ülkeler durgunluğa giriyor, böylelikle resesyona tüm dünyaya yayılmış olmaktadır. Amerika, trilyon dolarlar, Avrupa ülkeleri yüzlerce milyar dolarlar harcansa da kriz hala tam olarak atlatılmış bile değil.

2008 krizi ile birlikte 1990' lı yıllarda IMF, Dünya Bankası tarafından oluşturulan devletin ekonomiden mümkün olduğunca kendini çekmesi gerektiği, piyasanın serbest bırakılması gerekliliği miti, trajikomik şekilde bunu oluşturanların eliyle yıkıldı. 2001 yılında birbiri ardına batan bankaları öylece izlemesi için baskı yapan, devletin piyasadaki rolünün artması görüntüsünün şirketin batışından daha fazla zarar vereceğini söyleyenler, söz konusu olan kendi ülkeleri olunca tam tersini uygulamışlardır. Amerika' da ve Avrupa' da birçok banka batmış, onlarcası devletleştirilmiş, devletin ekonomideki rolü artmıştır.

Coğrafi, ekonomik, kültürel ve sosyal farklılık dinlemeden dünyanın dört bir yanında başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere tüm ülkeler neden finansal krizler yaşıyor ve sonrasında da ekonomileri ciddi şekilde tahrip oluyor? Geçmişteki kriz örneklerini gören gelişmekte olan ülke yönetimleri neden bunlardan bir ders çıkartamıyorlar ve önlem alamıyorlar? Sermaye sahipleri neden her seferinde "bu sefer farklı" görüşüyle yatırımlarına yön veriyorlar ama bir süre sonra da o farklı ekonomilerden arkalarına dahi bakmadan kaçma ihtiyacı hissediyorlar? IMF ve Dünya Bankası gibi uluslar üstü kuruluşlar neden bu krizlerin çıkmasını engelleyemiyorlar? Peki ya krizleri önceden tahmin edemezmiyiz?

İlerleyen bölümlerde yukardaki kriz örneklerini en ince ayrıntılarıyla ortaya koyduktan sonra bu ve benzeri soruların cevaplarını vermeye çalışacağım. Krizleri art arda inceleyip gelişim aşamalarını adım adım takip edince bu soruları cevaplamanın çok da zor olmadığı görülecek, dahası ülkemiz için gelecekte kriz olma olasılığını öngören bir model ortaya konulmuş olacak.

2. EKONOMİK KRİZ KAVRAMI

Kriz olgusuna ilişkin geniş bir yazının varolmasına karşın, genel bir kriz kuramından söz etmek pek de mümkün değildir. Yazın incelendiğinde, kriz kuramlarına ilişkin tartışmaların daha çok belirli ekonomistlerin görüşleri üzerinde yürütüldüğü görülmektedir. Yine, yazın incelendiğinde krizin net bir tanımının yapılamadığı görülmekte, çalışmaların daha çok ampirik nitelikte olduğu göze çarpmaktadır. (Çakmak, 2010)

Bir başka tanımlamaya göre söz konusu kavram, genel olarak herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya finans piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmaları ifade etmektedir. (Ak İktisat Ansiklopedisi, 1973)

Bir başka anlatımla kriz, bir ekonominin temel dengelerinde ortaya çıkan sürdürülemez yapılanmanın onarımı için kendiliğinden oluşan ya da harekete geçirilen dalgalanmalardır (Bayraktutan, 2006).

Goldsmith (1982) ise krizi, kısa vadeli faiz oranları, hisse senedi fiyatları, emlak fiyatları, arsa fiyatları gibi çeşitli varlık fiyatları, mali kuruluşların borçlarını ödeyememesi ve iflas etmesi gibi bir dizi mali göstergenin tamamının ya da bir kısmının, kısa sürede ve düzenli bir biçimde hızla kötüye gidişi olarak tanımlanmaktadır.

Mishkin (1999)' e göre, "Finansal kriz, verimli yatırım olanaklarına sahip finansal piyasaların ahlaki tehlike ve ters seçim problemlerinin gittikçe kötüleşmesi nedenleriyle, fonları etkili biçimde kanalize edememesi sonucu ortaya çıkan doğrusal olmayan bozulmadır."

Öte yandan, Paul Krugman krizin belirli bir tanımının bulunmadığını öne sürerken, Edward ve Santanella ise krizleri paranın değerindeki belirgin bir düşüşe bağlamıştır. Bunların dışında kalanlar ise krizleri paranın değerindeki düşüşe ve uluslararası rezervlerin ciddi biçimde tükenmesine bağlamışlardır (Edwards, 2001).

Bu açıklamalar çerçevesinde krizi, önceden bilinmeyen ya da öngörülemeyen ekonomik ve ekonomik olmayan bazı gelişmelerin etkisiyle ekonomik konjonktürdeki yön değiştirmeyi, yani genişleme ya da sürekli bir ilerleme döneminden uzun ya da kısa bir bunalım veya daralma evresine geçiş olarak tanımlayabiliriz (Aydın, 2006).

Krizlerin belli başlı özellikleri şu şekilde sıralanmaktadır;

- Önceden bilinmemesi ya da öngörülememesi

- Kişiler ve organizasyonlar için hem bir tehdit hem de bir fırsat yaratması
- Kısa ya da uzun süreli olması
- Sirayet etkisinin bulunması (Balmumcu, 2006)

Ekonomik krizler çok değişik şekillerde ortaya çıkabilir. Üretimde hızlı bir daralma, fiyatlar genel seviyesinde ani düşme, iflaslar, işsizlik oranında ani artış, ücretlerde gerileme, borsada çöküş, spekülatif hareketler vb. faktörler ekonomik krizlerin başlıca örnekleridir. (Aktan ve Şen, 1999)

Krizler daha çok sanayileşmiş ülkelerde rastlanan dalgalanmalardır. Piyasanın zaman zaman fazla iyimserlik havasında hızla gelişmesi; yatırımların, istihdamın olağanüstü genişlik kazanması; gelirlerin çoğalması; para hacminin ve tedavül süratinin artması ile beraber ham madde ve mamul fiyatlarının yükselmesi; istihsal çoğalışı yükselme safhasının belli başlı göstergeleridir. Ancak büyük ümitlerle yaratılmış stoklar eritilmeyince şiddetli bir buhran ve arkasından gelen durgunluk: yatırımlar kısılmakta, istihdam daralması ile gelirler alçalmakta, talep edilmeyen stokların fiyatlarını düşmektedir. Aradan bir zaman geçtikten sonra, piyasanın kendi kendini toparlaması ve canlanması hareketinin başlaması düşük seviyedeki faaliyet temposunun tekrara yükselmeyle çevirebilir.

Krizlerde zamanımızda önemli değişmeler göze çarpmaktadır. Geçmişten bu yana para ve kredi alanlarında kazanılmış tecrübeler, dönemsel bütçe politikası ve büyük firmaların yürüttükleri geniş kapsamlı piyasa tahlili ve kontrolü sayesinde buhranlar fazla sert ve şiddetli olmaktan çıkmış, yükselme safhasından alçalmaya geçiş çoğu zaman çoğu zaman yumuşak bir gerileme(recession)den ibaret kalmıştır. Fiyatlarda oynak ve ritmik hareketler dev firmalara güdümlü fiyat politikası (administrated prices) ile yavaşlamıştır. Günümüze kısa vadeli dalgalanmalar yerini uzun vadeli kriz semptomlarına bırakmıştır. (Ak İktisat Ansiklopedisi, 1973)

Güney Amerika, Güney Asya ve Rusya krizlerine kadar ekonomi literatüründe çeşitli kriz tanımlamaları ve teorileri mevcut iken, krizlerle birlikte de bu bölgeler iktisatçılar ve politika belirleyiciler için deneysel bir laboratuvar olmuş, bunlardan önemli dersler çıkarılmıştır.

Finansal krizlerin etkilerinin derin olması ve ülkelerin siyasi, ekonomik, sosyal unsurlarını köklü bir biçimde etkilemesi krizlerin açıklanmasını ve krizlere neden olan unsurların ortaya çıkarılmasını zorunlu hale getirmiştir.

2.1. Finansal Krizlere Neden Olan Faktörler

2.1.1. Ekonomilerin Dışa Açılması ve Finansal Liberalizasyon

Finansal krizlerin ortaya çıkabilmesi için öncelikle yabancı sermayenin (gelişmiş ülke sermayesinin) gelişmekte olan ülkelere gidebilmesine yönelik gerekli mekanizmanın kurulması gerekir. Bu mekanizmayı kurmanın yolu da ekonomilerin dışa açılmalarını sağlamaktan geçer. Yerel para birimlerinin konvertibl hale gelmeleri (yani yurt içi ve yurt dışında herhangi bir kısıtlamaya tabi olmadan alınıp satılabilmeleri), dış ticaret rejiminin serbestleştirilmesi adı altında gümrük vergileri ve kotalar gibi korumalara azaltılması, bankacılık sistemi üzerindeki faiz ve kredi limitleri gibi kısıtlamaların kaldırılması, bankaların yanında hisse senedi piyasaları, vadeli işlemler borsaları, döviz ve tahvil piyasaları gibi sermayenin rahat hareket edebileceği finansal piyasaların kurulması, bu piyasaların mümkün olduğu kadar derinleşmesi ve bu doğrultuda hareket edilebilmesi için özelleştirme yoluyla kurumların özel sektöre devrinin sağlanması gibi politikalar da bu açılımın ve liberalizasyonun önemli basamakları olarak ortaya çıkıyor.

Sonraki bölümlerde belirtilecek olan kriz örneklerinde açıkça görüldüğü üzere finansal krizleri yaşayan ülkeler öncelikle ekonomilerini dışa açmaya ve finansal sistemlerini serbestleştirmeye başlıyorlar. 1997 Asya krizinin başladığı ülke olan Tayland'ın dışa açılımı ve finansal liberalizasyon hareketi 1990'lı yıllarda hızlanıyor. Örneğin, IMF direktifleri doğrultusunda tüm döviz hareketlerinin serbestleşmesi 1990 yılında gerçekleştirilirken banka faizlerine uygulanan limitler 1990-1992 döneminde kademeli olarak kaldırılıyor. Zaten o dönemden sonra da yabancı sermaye ülkeye girişini hızlandırıyor. Filipinlerde, aynı Tayland gibi, 1990'lı yılların başında dışa açılmaya, yabancı yatırımcılar önündeki kısıtlamaları kaldırmaya, yabancı bankaların yerli bankaların çoğunluk hisselerini alabilmelerine ve dış ticaret engellerini azaltmaya başlıyor. (Özel, 2005)

Güney Kore, 1991'den itibaren faiz kontrolünü kaldırırken bankaların yurt dışından borçlanmasına ve yabancı yatırım bankalarının yurt içinde şube açmalarına izin veriyor ve tahvil piyasasını derinleştirerek Chaebol'ların yurt içi ve yurt dışından daha kolay borçlanmalarını sağlıyor. Yine aynı dönemde Malezya, Dr. Mahathir'in finansal reformlarıyla ekonomisinin yabancı sermayeye açılımını hızlandırıyor. Bu ülkelerin 1990-1996 döneminde dış borçlarında bir patlama olması, Tayland'ın dış borcunun 30 milyar dolardan 113 milyar dolara, Güney Kore'nin 49 milyar dolardan 165 milyar dolara, Malezya'nın 19 milyar dolardan 47 milyar dolara, Endonezya'nın 58 milyar dolardan 136 milyar dolara fırlaması

kesinlikle raslantı değil. Döviz ve GKO piyasaları faaliyete geçtikten sonra Rusya'nın dış borcunun % 50 artarak 170 milyar dolara yükselmesi de raslantı değil. (Özel, 2005)

Özetle, finansal krizlerin çıkma olasılığı tartışılırken söz konusu ülke ya da ülke gruplarının yakın geçmişte ekonomilerini yeniden yapılandırma yolunda bir dışa açılım ve finansal liberalizasyona geçmiş olmalarının en temel aşamalardan biri olduğunu akıl-dan çıkarmamak gerekiyor. Bu temelin sağlıklı atılması, gelecekte finansal krizlerin ortaya çıkması için gerekli ortamın oluşmasını sağlıyor.

2.1.2. Zayıf Bankacılık Sistemleri

Öncesinde bağımsız çalışabilen ve sağlıklı kararlar alıp uygulayabilen bir banka denetim mekanizması kurulamayınca gelişmekte olan ülkelerdeki finansal liberalizasyon beraberinde "sorunlu ve zayıf bir bankacılık sistemi" ortaya çıkartıyor. Sistem yabancı sermaye akışına imkan tanıyor ama bu sermayenin ekonomiye dağılımını sağlıklı biçimde yapamıyor. Bir risk alma mekanizması olan bankacılık sistemleri bu denetim (ve hatta rehberlik) yokluğunda döviz kuru, faiz, vade ve kredi (geri ödememe) riski gibi hemen hemen tüm bankacılık risklerinde aşırıya kaçabiliyorlar. Yalın bir ifadeyle, finansal sistemlerini serbestleştiren ve risk alımını kolaylaştıran gelişmiş ülkeler bir finansal krizle tanışıp riskin ne boyutlara ulaşabileceğini kavrayana kadar risk yönetiminin ne olduğunu bile bilmiyorlar. Yabancı sermaye geldiği hızda çıkmaya başladığında da risklerini yönetemeyen bankalar, finansal sistemlere ciddi zarar vererek krizlere neden olabiliyorlar. Kriz sonrasında bu bankalar ya batıyorlar, ya bir süreliğine kamu otoritesi tarafından devralınıp zaman içinde bilançoları küçültülerek sistem dışına çıkartılıyorlar ya da başka bankalara ekleniyorlar. Sonuçta da kamu bankaları gibi gizli destekleri olmayan özellikle özel bankaların sayıları hızla azalıyor.

1997 krizinden sonra Endonezya'da 78, Güney Kore'de 33, Tayland'da 68 ve Malezya'da 22 adet özel banka ve finans kurumunun kapatılması ya da devredilmesi, 1998 krizinden sonra Rusya'da 348 bankanın lisansının iptal edilmesi ve 2001 krizinden sonra Türkiye'de özel banka sayısının 14 adet azalması, bu ülkelerde bankacılık sistemlerinin krizlere dayanamayacak kadar zayıf olduklarını açıkça gösteriyor. (Lindgren, 1999)

1999 döviz krizinden sonra Brezilya'da bankaların zarar görmemesi ise, krizden üç yıl kadar önce başlatılan kapsamlı bankacılık reformuna bağlanabilir. Bu örnekler, krizin kolay atlatılmasında (ya da ekonominin büyük bir tahribat yaşamamasında) bankacılık sisteminde risk yönetiminin ne kadar önemli olduğunu gösteriyor.

2.1.3. Sürdürülemez Makroekonomik Politikalar

Bankacılık sistemindeki sorunlar ve riskler aslında makroekonomik politikalarındaki tutarsızlığın bir yansıması olarak ortaya çıkıyor. Makroekonomik politikaların tutarsızlığı ya da sürdürülemezliği aslında tek başına bir kitap yazılabilecek kadar geniş ve ayrıntılı bir konu. Ama gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı finansal krizler incelendiğinde benzer makroekonomik politikaların izlendiği ve bu politikaların da ekonomistlere çok açık sinyaller verebildiğini görüyoruz.

2.1.3.1. Hızlı Ekonomik Büyüme

Gelişmekte olan ülkeler işgücü ve doğal kaynak gibi üretim faktörlerini yabancı sermaye ile birleştirdiklerinde hızla büyümeye başlıyorlar. 2001 Arjantin krizi dışında hemen hemen diğer tüm global krizlerin gelişmekte olan ülke ekonomilerinin hızlı büyüme dönemlerine rasladığı görülüyor. Bu dinamik, yabancı sermayenin ağırlıklı olarak bankacılık sistemi üzerinden ekonomiye girmesi ve döviz kurlarının istikrar kazanmasıyla, ekonomide güvenin artmaya başlaması, bu güven artışı sayesinde tüketimin canlanması, canlanan tüketime cevap vermeye üzere iş yatırımlarının hızlanması ve üretim kapasitesinin genişlemesiyle ortaya çıkıyor. Başka bir deyişle, yabancı sermaye, yöneldiği gelişmekte olan ülkelere ekonomilerin hızla büyümesi için gerekli ortamı sağlamış oluyor.

Bu dönemler bazen yeni politik oluşumların meydana geldiği seçimlere rastlayabiliyor. Yeni hükümetlerin, iktidara gelmenin getirdiği şevkle, ekonominin yapısal değişimini sağlayacak bir dizi reform yapacaklarını taahhüt etmeleri de bu hızlı büyüme ortamına destek veren önemli bir başka faktör oluyor. Seçimler olmasa da hükümetler mevcut uygulamalarda önemli değişiklikler getiren yeni ekonomik programlar açıklayabiliyorlar. Bunların yarattığı güven artışı, hem yabancı sermayeyi cezbetmede etkili oluyor hem de reel ekonominin daha cesaretli biçimde yatırım yapabilmelerini sağlıyor. (Özel, 2005)

2.1.3.2. Yüksek Cari Denge Açığı

Bazı ülkelerde çift haneli rakamlara ulaşan bu hızlı büyüme dinamiği genellikle beraberinde ödemeler dengesi sorunlarını getiriyor. Öncelikle, ekonominin ithalat talebi artıyor. Bu sadece tüketim malı ithalatının artması olarak ortaya çıkmıyor. Ekonominin büyüebilmesi için üretim yapabilecek sermaye malları (makine ve teçhizat) ile üretimde kullanılmaya üzere aramalar ve hammadde (doğal kaynak) ithal edilmesi gerekiyor. Diğer bir deyişle, ithalattaki artış, hem ihracata hem de iç talebe yönelik üretim için gerekli üretim faktörleri talebinin artması anlamına geliyor. Bu durumda da dış ticaret açığı hızla artmaya başlıyor.

Güneydoğu Asya ülkeleri gibi daha çok ihracata yönelik ekonomilerde ve hatta Latin Amerika ülkeleri gibi doğal kaynak ihracatı yüksek ekonomilerde dahi bu dinamik söz konusu. Çünkü ihracat yapabilmek için yine ara mal ve sermaye malları, iç talebi karşılamak için de tüketim malları ithal edilmek zorunda ve bu rahatlıkla ihracat artışının üzerine çıkabiliyor. Böylece hızlı büyüme dönemlerinde görülen ithalat talebindeki artış, canlanan iç tüketimle birleşince dış ticaret açığı yine artmaya başlıyor. Bu tür ekonomiler gibi ihracata dayalı ekonomisi ya da ihraç edecek doğal kaynakları olmayan ekonomilerde cari denge açıkları daha da hızlı artıyor.

İthalat talebini arttıran bir ikinci bir faktör de ithalatın ucuzlaması. Yabancı sermayenin gelmesiyle istikrar kazanan para birimi, uygulanan döviz kur rejimine bağlı olarak ya daha az değer kaybetmeye başlıyor ya da değer kaybı (devalüasyon) sıfırlanıyor. Hatta yabancı sermayenin giriş hızına bağlı olarak kur rejimi izin veriyorsa değer bile kazanabiliyor. Diğer bir deyişle, yerli para cinsinden ithalat maliyetleri hızla geriliyor. Özetle, güçlenen para birimi sayesinde ucuzlayan ithalat fiyatları, alım gücünü yükseltmiş ve ithalat talebini arttırmış oluyor.

2.1.3.3. Kısa Vadeli ve Kırılgan Cari Denge Açığı Finansmanı

Turizm, yurt dışı inşaat gibi hizmet sektörleri fazla gelişmemiş ve yüksek döviz geliri sağlayamıyor ise dış ticaret açığı, hızla "ekonominin kazandığından çok daha fazla döviz harcadığı" anlamına gelen cari denge açığına yansıyor ve açık büyüyor. Bu yüksek döviz açığı ekonomi yönetimlerini yine rahatsız ediyor ama cari açık, ekonominin hızlı büyümesi ve artan refahla birlikte kendilerine (mevcut iktidara) önemli oy desteği sağladığı için ses çıkarmıyorlar. Kaldı ki, cari denge açığı, ülkeye ilgisi artmış olan yabancı sermaye sayesinde zaten finanse edilmiş oluyor. Diğer bir deyişle, bu finansman yapılabildiği için ekonomi cari denge açığı verebiliyor. (Mishkin,1999)

Bu finansman uzun vadeli yatırımlarla yapılabildiği ise gerçekten de uzun süre devam edebiliyor. Ekonomiler uzun bir süre bu cari denge açığıyla yaşayabiliyor ve hızlı ekonomik büyümelerini devam ettirebiliyorlar. Uzun vadeli yatırım, gelişmekte olan ülkelerde sabit sermaye yatırımları olarak adlandırılan üretim tesisleri kurmak üzere yatırım yapmak ya da uzun vadede sonuç vermeye başlayacak üretim projelerini aynı vadede finanse etmek anlamına geliyor. Ne var ki, yabancı sermayeyi bu şekilde yatırım yapmaya ikna etmek hiç de kolay olmuyor.

Bu tür uzun vadeli yabancı sermaye çekebilecek yapısal değişiklikler gerçekleştirilemediğinde ise yüksek cari denge açıkları, kısa vadeli dış ticaret finansmanı, sendikasyon ya da

seküritizasyon türü banka kredileri, devlet, şirket ve bankaların çıkardıkları tahviller ve şirketlere yatırım kredileri şeklinde finanse ediliyor. Böylece cari denge açığı aynı zamanda ülke borcunun artması anlamına geliyor. Bu araçlar daha çok yüksek faiz getirişine ya da faiz ile yerli para biriminin değer kaybı (devalüasyon) arasındaki arbitrajdan yararlanmaya yönelik, kısa vadeli, çabuk hareket edebilecek sermayenin gelmesine neden olabiliyor.

Finansmanın kısa vadeli olması, doğal olarak, yatırımcıları da tedirgin ediyor. Herhangi bir nedenden dolayı, bu finansman kesintiye uğradığında güçlü bir döviz talebi oluşabiliyor. Ama cari denge açığı, aslında ülkeye daha önce gelen dövizin (yabancı sermayenin) önemli bir kısmının harcanmış olduğu anlamına geliyor. Bu dövizlerin geldiği bankalar veya şirketler döviz yükümlülüklerini karşılayacak döviz bulma yarışına giriyorlar ve bunu da genellikle en büyük döviz stokuna sahip olan merkez bankalarından talep ediyorlar. Merkez bankalarının bu talebe cevap verememesi de "ani ve hızlı kur artışları" anlamında bir döviz krizinin başlangıç aşaması oluyor. (Özel, 2005)

2.1.3.4. Gevşek Bütçe Politikaları

Bu sıkça tekrarlanan "hızlı ekonomik büyüme → yüksek cari denge açığı → finansmanın kesintiye uğraması senaryosu"nu engellemek mümkün değil mi? Bir başka deyişle, yüksek cari denge açıkları, ülke gerçekleri nedeniyle uzun bir süre yaşanabilecek şekilde finanse edilemiyorsa, yüksek cari denge açığı verilmesi engellenebilir mi? Elbette, mümkün. Öncelikle, cari denge açığının yükselmesinin ardındaki neden olarak yabancı sermayenin hızla gelmeye başlaması olduğunu kabul etmek gerekiyor. Bu ya global likiditedeki bir artışın sonucu olarak bu ülkelerdeki daha yüksek getiriden faydalanılmaya çalışılması ya da o ülkeye özel beklentilerin ülkeye yatırımı cazip hale getirmesi nedeniyle olabilir. Cari denge açığının yükselmesini engellemek için öncelikli ve daha çok tercih ve tavsiye edilen yöntem, ekonomi yönetimlerinin bütçe politikasını sıkılaştırmaları olarak ortaya çıkıyor. Gelişmekte olan ülkeler bütçe dengeleri ve kamu sektörlerinin borç stokları açısından birbirlerinden farklı bir görünüm sergiliyorlar. Türkiye ve büyük Latin Amerika ülkeleri yüksek bütçe açıkları verip kamu borç stoklarını büyütürken Güneydoğu Asya ülkeleri çok daha dengeli bütçelere sahipler. Bütçe politikalarının sıkılaştırılması bütçeleri dengede olan ya da fazla veren ülkelerin bu fazlaları arttırmaları ya da açık verenlerin açıkları azaltmaları anlamına geliyor. Diğer bir deyişle, her türlü durumda yüksek cari denge açıklarına önlem olarak bütçeden tasarruf yapılması gerekiyor.

Bütçe politikaları gerçekten sıkı olsa dahi bürokratik ve kurumsal altyapı değişmediği sürece uzun süre sürdürülmeleri mümkün olmuyor. Özellikle hükümetlerin sık sık değiştiği ülkelerde

seçim dönemlerine yaklaşılrken gevşeme başlıyor. Dolayısıyla seçim dönemlerine girildiğinde yatırımcıların ülkeden çıkma bahaneleri ve dolayısıyla da bir finansal kriz çıkma olasılığı artıyor. (Özel, 2005)

2.1.3.5. Sermaye Hareketlerinin Kontrol Edilememesi

Finansal küreselleşmenin hızlanması ve özellikle 1990'lı yıllardan sonra uluslararası sermayenin dünya ölçeğinde serbestçe dolaşma imkanını bulması nedeniyle, dünyada ekonomik krizlerin arttığı gözlenmektedir. Dolayısıyla, uluslararası sermaye hareketlerinin artmasıyla ekonomik krizler arasında çok yakın bir koreleasyon bulunmaktadır.

Sermaye hareketleri doğrudan yatırım ve portföy yatırımı olmak üzere iki ana bölümde incelenmektedir. Doğrudan yabancı yatırım, sabit sermaye yatırımı adı altında, sermayenin kaynak ülkeden yatırıma ev sahipliği yapacak ülkedeki şirket hisselerinin uluslararası yatırımcılar tarafından en az % 10'unun alınması şeklinde kendini gösterir.

Finansal krizlere neden olan, sermaye hareketlerinin ikinci grubunda yer alan portföy yatırımlarıdır. Sıcak para olarak da adlandırılan bu sermaye hareketleri girmiş olduğu ülkenin refahını başlangıçta artırmaktadır. Ne var ki; daha sonra ülke ekonomisinin kırılganlığına paralel olarak ani çıkışlar yaparak, ülkenin çok daha kötü bir duruma sürüklenmesine neden olmaktadır. Finansal krizle karşı karşıya kalan ülkelere bakıldığında kriz öncesi dönemde bu ülkelerde ithalat patlaması yaşandığı ve dış açıkların büyüdüğü görülmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerine ihtiyaç duyan bu tür ülkelerde, cari işlemler açığının milli gelir içindeki payının % 4'ü aşması risk olarak ifade edilmektedir. Meksika, Asya ve Türkiye krizlerinde de bu oran % 4'ün üzerine çıktığı görülmüştür. Buna paralel olarak, kısa vadeli borç stokunun resmi döviz rezervlerine oranının % 1'den fazla olduğu durumlarda da kriz olasılığı yükselmektedir (Kar ve Kara, 2003).

Uluslararası sermaye girişlerinin gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan etkileri şu şekilde özetlenmektedir (Calvo vd., 1994):

- Sermaye girişleri ekonomilerde sermaye arzını artırır,
- Sermaye girişlerinde, ülkelerin kambiyo kurları önemli ölçüde değerlenir,
- Sermaye girişleri ülkede uygulanan politikaları önemli ölçüde etkiler,
- Sermaye girişleri dünya finans piyasalarındaki yatırımcılara fırsat yaratır.

Krizle bağlantılı olan bütün ülkelerin ortak özelliği, ödemeler bilançosu cari işlemler dengesi açıklarının yanında, bu açıkları aşan miktarda yabancı sermayenin söz konusu ekonomilere

yönelmiş olmasıdır. İşin ilginç yanı genel itibari ile bu ülkelerin gelişmekte olan ülkeler grubunda yer alması ve ülkelere giren yatırım portföyü içerisinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin hızla yükselmesidir. (Kar ve Kara, 2003)

Yüksek cari denge açığına bir başka önlem ise yabancı sermaye gelişiminin engellenmesi olabilir. "Sermaye kontrolleri" olarak adlandırılan bu engellemenin çeşitli şekilleri var. Şili'nin 1978-1982 döneminde 18 aydan daha kısa vadeli sermayenin ülkeye girmesine izin vermemesi gibi çok sert kontrollerin yanında yine Şili'de 1991-1998 yılları arasında gelen sermayenin % 30'unun bir yıl vadeli olarak (ve faiz kazanmadan) Merkez Bankası'nda tutulma zorunluluğu, son zamanlarda ülkemize aşırı yabancı sermaye akışını sınırlandırmak üzere gündemde olan tobin vergisinin getirilmesine, Güney Kore ve Çin'de farklı işlemlere farklı döviz kuru uygulamaları ve Brezilya'da bankalarda belli koşullar yerine getirilmeden döviz hesabı açılmaması gibi daha yumuşak kontrollere kadar birbirlerinden çok farklı yabancı sermayenin kolay hareket etmesini engelleyen uygulamalar görmek mümkün. Malezya ve Arjantin'de de kriz yaşadıktan sonra krizlerin büyümesine engel olmak için yabancı sermaye hareketleri kısıtlanmıştı. (Edwards, 1999)

IMF ve Dünya Bankası gibi kurumlar bu tür kontrollere çok karşı çıkıyorlar. Çünkü bu kurumların kuruluş amaçları, yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkelere gidebilmesi ve mümkün olduğu kadar kriz çıkmadan yaratılan katma değerden pay alarak rahat şekilde geri dönebilmesi. Ama bu kurumların sermaye kontrollerine karşı çıkma nedenleri doğal olarak çok daha farklı şekilde ortaya konuyor. En fazla vurgu yapılan ve üstelik haklı da gözükten neden, sermaye kontrollerinin işe yaramadıkları iddiası. IMF ve Dünya Bankası, finansal mühendisliğin çok geliştiğini, günümüz teknolojik imkanlarında bu tür kontrollerle sermaye hareketlerinin kontrol edilemeyeceğini iddia ediyorlar. Bu iddia haksız değil. Yukardaki kriz örneklerinde görüldüğü gibi Arjantin krizi sonrasında kontrollerin anlamsız kalması ve ne Brezilya ve ne de Güney Kore'de sermaye kontrollerinin şiddetli krizleri önleyememiş olmaları bu iddiaya destek veren örnekler. Öte yandan, Malezya ve Şili'deki uygulamalar da doğru kullanıldıklarında sermaye kontrollerinin gerçekten de düzenleyici ve ekonomideki panik hareketleri engelleyici rol oynayabildiklerini gösteriyor. (Özel, 2005)

Sonuçta, bir finansal kriz olasılığı araştırılırken ilgili ülkelerde sermayenin ne kadar rahat hareket edebildiği çok önem kazanıyor. Kolay hareket edilememesi kriz olmayacağı anlamına gelmiyor ama tersi durumda bir kriz olasılığı daha çok yükseliyor.

2.1.3.6. Yüksek Enflasyon

Fiyat istikrarın sağlanması ekonomik istikrarın sağlanması için de hayati önem taşımaktadır. Çünkü bir ekonomide sağlıklı bir para politikasının uygulanabilmesinin başlıca koşulu paranın asli fonksiyonlarını rahatlıkla yerine getirebilmesine bağlıdır. Bu durum para biriminin değerini zaman içerisinde koruması gerektiğinin önemine işaret etmektedir. (Şimşek, 2004)

Güçlü bir para birimine sahip olmayan ekonomilerde enflasyon ortaya çıkabilir. Enflasyon ekonominin temel değişkenlerine zarar vererek geriye dönük beklentileri güçlendirmekte dolayısıyla ekonomiyi enflasyon sarmalına sokarak enflasyonun giderek kronik bir hal almasına katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, diğer ülkelere kıyasla yüksek enflasyon oranına sahip ülkelerde sabit kur sisteminin uygulanması, paranın dış değerini reel olarak yükselterek, cari işlemler bilançosunu olumsuz biçimde etkilemektedir.

Enflasyonu kontrol altına almak için çeşitli mekanizmalar bulunmaktadır. Bu mekanizmalardan biri olan borçlanma; enflasyonu baskı altına almak ve büyümeyi sağlamak konusunda kısa vadede işe yarasa da, reel üretime katkıda bulunmadığı zaman uzun vadede ülkeyi krize açık hale getirmektedir. Bu nedenle, enflasyonu sermaye hareketleri ile baskı altına almak yerine ekonomik dengeleri birbiri ile uyumlu hale getirecek ve bu dengeleri sağlayacak tedbirler uygulamak önem kazanmaktadır (Çağlar, 2003).

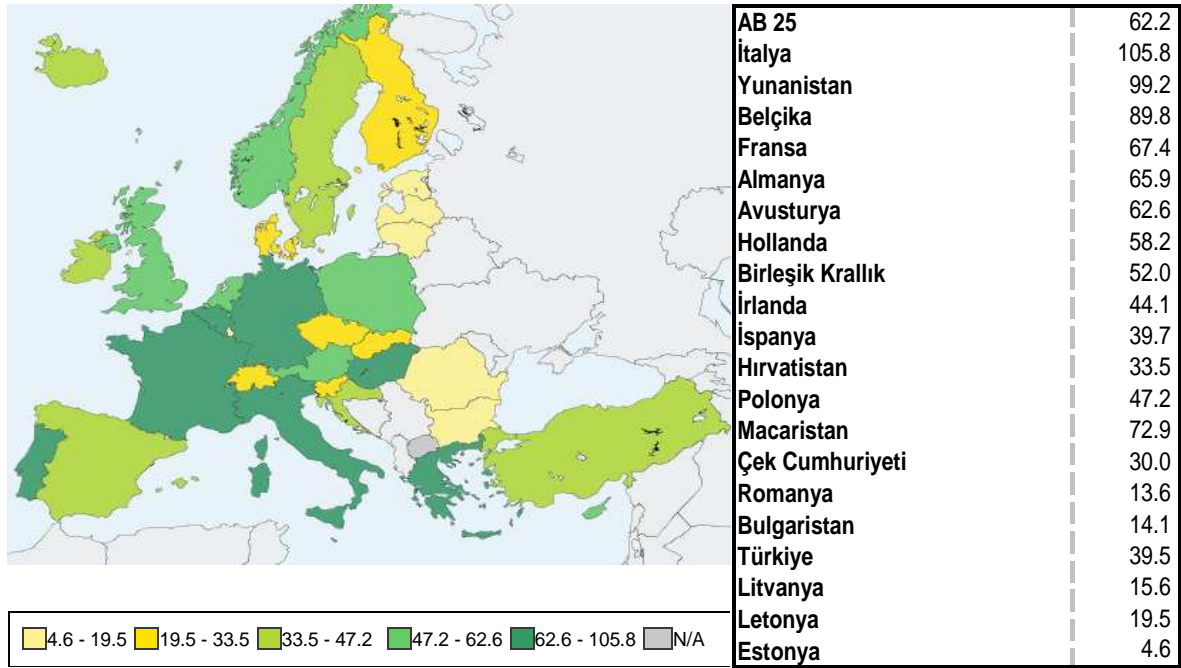
2.1.4. Aşırı Borçlanma

Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan kamu harcamalarına dayalı genişletici maliye politikaları finansal krizin en önemli nedenlerinden birisidir. Kamu kesimi borçlanma gereğinde ortaya çıkan aşırılık ülkelerde yatırım yapan kişi ve kurumlar için geleceğe yönelik belirsizlik riskini artırmaktadır (Arıcan, 2002).

Aşırı borçlanma ile ülkeler borçlarını ödeyebilmek için yeniden borçlanmak zorunda kalmakta ve bir borç kısır döngüsü sürecine girmektedirler. Bu süreç sonunda faiz yükünün aşırı derecede çoğalması nedeniyle bütçe giderleri karşılanamayacak boyutlara ulaşmaktadır. Sürekli olarak artan kamu harcamalarının finansmanı için alınan borçlar ve bu borçlanma ile sağlanan fonların verimli yatırımlarda değil de günübirlik düşüncelerle kullanılması ülkeleri borç kısır döngüsüne sokarak, borcun her devredişinde faizlerin bir kısmının borç stokuna eklenmesi sonucunu ortaya çıkarmaktadır.

Finansal krizlerin bu gibi olumsuzlukları neticesinde ülkeler için borç yönetimi bir zorunluluk haline gelmektedir. Borçlanma ile teknolojik altyapılarını geliştirmek isteyen ülkeler, borçlanmanın olumsuz etkilerinden korunmak için risk faktörlerini ölçebilecek profesyonel kadroları istihdam ederek ve teknolojik donanımına sahip uzmanlaşmış birimler kurarak borç yönetiminde başarılı olmayı hedeflemektedirler.

Etkin borç yönetimi olmak koşuluyla borçlanmanın kriz dönemlerinde etkili bir politika aracı olduğu kabul edilmektedir. Borç yönetimi, dünyanın pek çok ülkesinde belirli kriz (enflasyon ve deflasyon) dönemlerinde iyi bir kriz önleme aracı olmuştur. Ne var ki, günümüzde borçlanmanın krizi önlemedeki olumlu etkilerinden daha çok onun krizi tetikleyen yönü üzerinde durulmaktadır. Örneğin, Latin Amerika, Güney Asya ve Rusya krizleri neticesinde ülkelerin borç stokları artmış ve dolayısıyla borçlanma sadece bu borçların çevrilebilmesi için gündeme getirilmiştir (Eğilmez,2010)



Şekil 2.1 AB ülkeleri kamu borç stokları (Eurostat, 2010)

2008 Mortgage krizi sonrası özellikle Yunanistan’ da yaşanan gelişmelerin birincil sebebi kamu borç stokunun çok yüksek olması ve Yunanistan’ ın bu borcu çevirmekte zorluk çekmesidir. Üstteki şekilde de göreceğimiz gibi az nüfusuna rağmen, Avrupa’ nın en borçlu ülkelerinden biri haline gelmiştir.

2.1.5. Döviz Kuru Dengesizlikleri

Yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkelere giriş mekanizması olan döviz piyasasında oluşan fiyatların dengesizliği gelecekteki bir finansal krizin en önemli nedenlerinden biri olarak ortaya çıkıyor. Döviz kuru dengesizliği zamanla makroekonomik sorunlar ortaya çıkartıyor. Yönetimlerin ekonomi politikalarıyla bu sorunları çözemediği ya da çözmekte geç kaldığı durumlarda ise bu makroekonomik sorunlar ancak finansal krizlerle çözülebiliyor.

Döviz kurlarında dengesizlik yaratan nedenlerin,başında yanlış döviz kur rejim seçimleri geliyor. Hangi kur rejiminin uygulanacağına hükümetler ve merkez bankalar birlikte karar verirlerken uygulamalar merkez bankalarına bırakılıyor. Gelişmekte olan ülke para birimini dolar, euro, yen gibi dış ticaret işlemleri ve finansal yatırımlarda global anlamda kabul gören para birimlerine sabitleyen "sabit kur rejimleri"nden, iki para birimi arasında hiçbir ilişki gözetmeyen ve kurları tümüyle döviz piyasasındaki arz talep dengesinin belirlenmesine bırakan "dalgalı kur sistemlerine" kadar çok farklı kur rejimleri bulunuyor. Bu iki uç arasında yarı sabit ya da yarı esnek kur rejimleri uygulanabiliyor.

Sabit kur sisteminin yararlarını,

- En önemli faydası, döviz kurlarında belirsizliğin ortadan kaldırılmış olması
- Belirsizliğin ortadan kalkmasını sağlayarak, enflasyonun düşmesini sağlaması
- Belirsizliğin ortadan kalması ile, yabancı sermayenin ülkeye girişine uygun bir ortam hazırlaması
- Para biriminin değer kaybını sınırlayarak (veya düşürerek) özellikle ithalat üzerinden üretim maliyetlerinin düşmesine ve eğer yüksek enflasyonun gerilemesine yardımcı olması şeklinde sıralayabiliriz. (Özel, 2000)

Yaşanmış önemli kriz deneyimlerinden 1994 Meksika, 1999 Brezilya, 2001 Arjantin ve Türkiye ve 1998 Güneydoğu Asya Krizlerinden önce bu ülkelerin bu sistemi tercih etmiş olmaları da bize göstermektedir ki enflasyonu yüksek olup düşürmeye çalışan, buradan sağladığı sinerji ile yüksek gelişim hızı sağlayan özellikle gelişmekte olan ülkelerde sabit ya da yarı sabit sistemlerin kullanılıyor olması raslantı değildir. Bu tür rejimler, kurlardaki belirsizliği azaltarak ekonomik büyümeyi ve dış ticaret açığını hızlandırıyor, ortaya bir kur hedefi (ya da bir anlamda gelecekte kurların ne olacağına dair bir garanti) ortaya koyarak ekonomideki aktörleri (banka, şirket ve yatırımcıları) daha riskli hareket etmeye yönlendiriyor ve spekülasyonu cesaretlendiriyor. Böylece döviz krizi olasılığı da yükselmiş oluyor.

Sabit kur sisteminin zararlarını şu şekilde sıralayabiliriz: (Özel, 2005)

- Sabit kur rejimleri yabancı sermaye gelişyle birleştiğinde, Merkez Bankası bu dövizleri alarak rezervlerine koyarken karşılığında piyasaya yerli para çıkarıyor. Bu yerli para arzındaki artış, özellikle finansal piyasalar çok gelişmemiş "ise, kolayca geri çekilemiyor ve ekonomide yatırım ve tüketim ortamına destek vermeye başlıyor. Böylece ivme kazanan ekonomik büyüme, kurlardaki belirsizliğin ortadan kalkmasıyla birleşince, özellikle ekonomisi dış ticarete açık olan ekonomilerde ithalat üzerinden cari denge açığını hızla arttırmaya başlıyor. Cari denge açığının yol açtığı sorunlar ise zaten yukarıda ayrıntılı şekilde görüldü.
- Yerli para dövize sabitlendiği halde (devalüasyon çok düşük olduğu ya da sıfırlandığı halde) enflasyonun inatçı olması ve yeterince düşmemesi olarak ortaya çıkıyor.
- Ülkeye döviz girişi olurken Merkez Bankası'nın rahatlıkla bu dövizleri alarak döviz kurunu hedeflediği seviyelerde tutabilmesi ama tersi durumda bunun geçerli olamamakta
- Merkez bankaları döviz aldığı zaman ve istediği kadar basabileceği kendi para birimini veriyor. Ama ülkeden hızlı bir döviz çıkışı olduğunda ancak rezervlerinde döviz miktarı kadar satış yapabiliyor. Döviz rezervleri bittiğinde de kurlar hızla yükselerek (para birimi değer kaybederek) bir döviz krizine dönüşebiliyor.

Aslında sabit kur rejimi yerine Merkez Bankası'nın kurlara karışmadığı ve kurların serbestçe piyasalarda belirlendiği bir kur rejiminde de çok güçlü bir döviz talebi olduğunda kurlarda hızlı bir yükseliş yaşanabilir. O anlamda aslında kur rejimleri arasında büyük bir fark yok. Ama sabit kur rejimlerinde şirketler ve yatırımcılar Merkez Bankası'nın döviz kur taahhütlerine güvenerek dövizde açık pozisyonlarını hızla büyütme (döviz borçlanıp yerli para birimine yatırma) stratejisine giriyorlar ve Merkez Bankası'nın kur taahhüdünü yerine getirme olasılığı zayıfladığında da panik yaparak rezervler tükenmeden döviz alma yarışına girebiliyorlar.

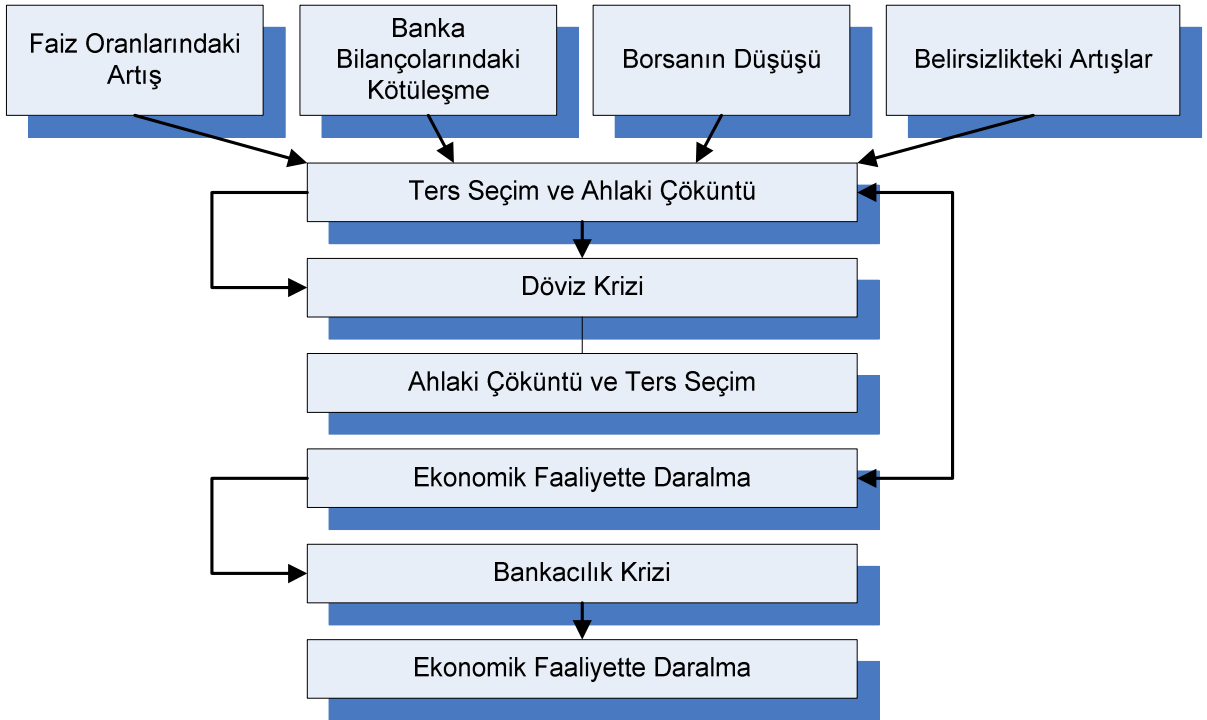
Bu tür spekülasyon yapan yatırımcılar güçlü bir döviz alımı yaparak Merkez Bankası'na hücum ettiklerinde döviz rezervlerinin bitmesiyle büyük kazançlar elde edebiliyorlar. Belli bir kur seviyesi hedefinin olmadığı dalgalı kur rejimlerinde ortaya çıkan döviz kurlarının gelecekte alacağı değerlere ilişkin belirsizlik, şirketler, bankalar ve yatırımcıları daha az risk alarak hareket etmek zorunda bırakırken kurların hızla yükseldiği durumlarda da panik alımlar yapmalarını engelliyor.

Ama bundan "dalgalı kur rejimlerinde bir döviz krizi olmaz" sonucu çıkarmak da yanlış olur. Dalgalı kur rejimlerinde de döviz kurları hızla yükselebilir ve belirsizliğe rağmen risk almakta ısrar etmişler, banka ve şirket bilançolarını tahrip edebilir. Her ne kadar bilançoları tahrip olmadıysa da Brezilya'nın 2003 yılında dalgalı kur sistemi uygulanırken ciddi bir döviz krizi yaşadığına dikkat çekmek gerekiyor. (Özel, 2005)

Döviz kurlarında ortaya çıkabilecek istikrarsızlıklarla krizler arasında yakın bir ilişki söz konusudur. Döviz kurunun belli bir çapağa bağlanarak sabitlenmesi ya da reel değerinin altında baskıda tutulması, finansal sektörü krizlere karşı daha kırılgan hale getirmektedir.

Bununla birlikte krizlerinden korunma mekanizmalarından Merkez Bankasının son durak borç mercii işlevini yerine getirmesi ve döviz kurunun baskı altında tutulması, bankaların açık pozisyonlarının artmasını teşvik edici bir unsur oluşturarak döviz risklerini artırmaktadır. Böyle bir politika, gelişmekte olan ülkelerde enflasyonist ortamın da etkisi ile finans kurumları dışındaki işletmelerin borç portföylerinde döviz borçlarının önemli bir yer tutmasına neden olmaktadır. Bu şekilde uygulanan politika neticesinde döviz krizleri ile bankacılık krizleri arasındaki tetikleme mekanizması güçlenmektedir (Duman,2002).

Bankacılık krizleri ile döviz krizleri arasındaki mekanizma Şekil 2.2'deki gibi özetlenebilir (Duman, 2002) :



Şekil 2.2 Bankacılık ile döviz krizleri arasındaki mekanizma (Duman, 2002)

Şekilde görüldüğü gibi bir ekonomideki faiz oranlardaki artışlar, banka bilançolarındaki kötüleşme, borsanın düşüşü ve belirsizlik artışı gibi sebepler ters seçim ve ahlaki çöküntüye neden olmakta, bu durum hem döviz krizini hem de ekonomik faaliyette daralmaya neden olmaktadır. Ekonomik faaliyetin daralması da sonuçta bankacılık krizleriyle sonuçlanmakta ve bu iki etken birbirini besleyen bir mekanizmaya dönüşmektedir.

2.1.6. Global Ekonomik Koşullar ve Bol Likidite

Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerin belki de en bariz şekilde ortaya çıkan ortak yanı, krizler öncesindeki birkaç yılda gelişmiş ülkelerde likiditenin ciddi biçimde artmış olması, bu likiditenin hızla dış ticaret ve finansal yatırımlar üzerinden gelişmekte olan ülkelere kayması ve özellikle sabit kur rejimi uygulayan gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarının bu döviz likiditesini toplayarak karşılığında kendi para birimlerinin arzını arttırmaları. Özetle, global anlamda likiditenin (para arzının) hızlı biçimde genişlemesi. Zaten bu şekilde gelişmekte olan ülkeler hızla büyümeye, cari denge açıkları vermeye, bankacılık sistemleri de hızla risk almaya başlıyorlar.

Likiditenin bollaştığının en güzel göstergesi de gelişmiş ülkelerdeki faizlerin hızla gerilemeleri. Dünyada en çok kullanılan para birimi ABD Dolar'ı olunca ABD (gecelik) faizleri de bu anlamda en önemli gösterge oluyor.

Aynı şekilde, finansal krizlerin ortaya çıkışı da bu likiditenin hızla daralmasıyla oluyor. Gelişmiş ülke merkez bankaları (ve özellikle ABD Merkez Bankası Federal Reserve) enflasyondan bütçe açığına ve dış açıklara kadar çeşitli dengesizliklerin ortaya çık-tığını görmeye başlayınca faizleri yeniden yükseltmeye başlıyorlar. Bu yükseltmeyle birlikte yabancı sermayenin yeniden gelişmekte olan ülkelere dönüşmesi ise çoğu zaman finansal krizlerle neticeleniyor. 1994 Meksika, 1997 Güneydoğu Asya, 2001 Türkiye ve Arjantin krizlerinden bir süre önce hep global likiditenin bollaş-tığını (ABD'de faizlerin hızla gerilediğini) ama tam krizlerin öncesinde de likiditenin yeniden daralmaya başladığını görüyoruz. (Özatay, 2009)

2.1.7. Sorunlu Siyasal Yapı

Gelişmekte olan ülkelerde politik sorunlar genellikle finansal krizleri tetikleyen olaylar olarak ortaya çıkıyor. Örneğin, 2001 Türkiye krizinde Başbakan ve Cumhurbaşkanı arasındaki kavga, 1994 Tekila krizinde Zapatista ayaklanmaları ve devlet başkanı adayının öldürülmesi, 1997 Asya krizi öncesinde Tayland'da üç değişik hükümetin başa gelmesi, 1998 Rusya krizi

öncesinde başbakanın iki kez değişmesi ve 1999 Brezilya krizinde başkan Cardoso ile Minas Gerais Valisi Franco'nun restleşmeleri gibi siyasal çalkantılar finansal krizleri tetikleyen olaylar oldular.

Ama siyasal sorunları finansal krizlerin tetikleyicisi konumuna indirgemek pek miyop-ça bir yaklaşım oluyor. Sorunlu siyasal yapı, finansal krizin oluşmasından çok daha önce, krize elverişli ortamın oluşmasına önemli bir katkı yapıyor. Örneğin, 2001 krizi öncesinde Türkiye'de kamu bankaları benzer amaçlar doğrultusunda kullanılmasa, bütçe disiplini yine benzer amaçlar doğrultusunda terkedilerek borçlanma yoluyla bankalardaki tasarruflara el atılmasa (ve bu uğurda bankalar batmasa), 1998 krizi öncesinde Rusya Hükümeti yine GKO piyasasından topladığı kaynakları yolsuzluk amacıyla kullanmasa, 1997 krizi öncesinde Endonezya'dan Güney Kore'ye kadar birçok ülkede politikacılar banka kaynaklarını akrabalarının şirketlerine veya sadece ülke prestiji için ilerde verim alınamayacak sektörlere aktarmasalar, finansal krizlerin ortaya çıkması için elverişli ortamlar büyük olasılıkla oluşmayacaktı. (Özel, 2005)

2.2. Temel Makroekonomik Krizlerin Sınıflandırılması

Literatürde makroekonomik krizlerin sınıflandırılması ile ilgili çok çeşitli görüşler bulunmaktadır. Örneğin, Feldstein (1993) finansal krizleri dört başlığa ayırmıştır:

- Cari hesap krizleri,
- Bilanço krizleri,
- Banka paniklerinin neden olduğu para krizleri,
- Sirayet krizleri ve irrasyonel spekülasyon.

IMF, krizleri; para, bankacılık ve borç krizleri olarak üçlü genel bir ayrıma tabi tutmuştur. Buna ek olarak krizleri kaynaklandığı sektöre, dengesizliklerin yapısına ve bu dengesizliklerin kaynaklandığı finansmanın vadesine göre sınıflandırmıştır.

Kriz ekonomideki bütün makro temellerin bozulmasını içerecek şekilde çok geniş kapsamlı olabilir. Dolayısıyla para krizi, döviz kuru krizi, ödemeler dengesi krizi, banka krizi eş anlamlı olarak kullanılabilir. Çünkü etkiler tek yönlü değil, çok yönlü olmaktadır (Özbek, 1999).

Bunlardan bankacılık ve para krizlerinin birbirileri ile olan ilişkisi, sıklığı ve yayılma mekanizması nedeniyle diğer kriz türlerinden farklı bir konuma oturtulmuş hatta kimi çalışmalarda bu iki kriz türü beraber ele alınarak birbirlerine olan sirayet etkisi ortaya

çıkarılmaya çalışılmıştır. Yapılan bir çok çalışma kriz olarak para ve finansal kriz odaklı yapmıştır.

Kaminsky ve Reinhart (1999:473), yapmış oldukları bir çalışmada ne eski literatürde ne de yeni literatürde bankacılık ve para krizleri arasındaki ilişkiye çok fazla dikkat edilmediğini ifade etmişlerdir. Bu iki krize ikiz krizler adını vermişler ve Şili, Finlandiya, Meksika, Norveç ve İsveç deki krizlerin ikiz krizlerin örnekleri olduğunu ve bunlara 1990 sonlarında yaşanan Tayland, Endonezya ve Kore krizlerinin eklendiğini belirtmişlerdir.

2.2.1. İkiz Krizler

İkiz kriz kavramı bir para krizi ile bankacılık krizi arasındaki etkileşime bağlı olarak ortaya atılmış bir kavramdır ve bir para krizinin bankacılık krizine neden olması ya da bir bankacılık krizinin para krizine neden olması şeklinde iki türlü gerçekleşebilmektedir.

Bunlardan ilk senaryo, para krizlerinin bankacılık krizlerine neden olmasıdır. Şili'de 1979 ve 1982 yılları arasında yerli para dolar karşısında aşırı biçimde değerlendiğinden, Şili Hükümeti pesonun dolara serbestçe çevrilebilmesine izin vermiştir. Buna ek olarak hükümet maaşları, yüksek seviyelere çıkan enflasyon oranına bir çapa ile bağlı tutmuştur. Diğer taraftan, pesonun dolar karşısındaki aşırı değerli olma durumu devam etmiş, bu durum Şili'nin dolar karşısındaki alım gücünü astronomik seviyelere çıkarmıştır. Şili dış borç olarak aldığı paranın önemli bir kısmını özellikle elektronik küçük eşyaların ithal edilmesinde kullanmıştır. (Erdoğan, 2006)

Sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıyla birlikte 1977-79 döneminde artan sermaye hareketleri, yurtiçi mal talebindeki artışı karşılamayı kolaylaştırmış ve rezervleri artırmıştır. 1979-1982 döneminde sabit kur politikası uygulandığından yerel para aşırı değerlenmiştir. Paranın değerlenmesi, ithalatın artması ve ihracatın azalması yönünde etkiler yaratmış ve dış ticaret dengesi bozulmaya başlamıştır. Bütçe fazlası, sabit kur, sıkı para politikası ve ücretlerin geriye dönük endekslenmesi sonucu enflasyon düşük tutulmuş; fakat reel ücretler artmaya başlamıştır. 1981 yılında dünya bakır fiyatlarının % 10 oranında düşmesi, Şili'nin ihracat gelirlerinde yaklaşık 300 milyon dolarlık kayba neden olmuştur.

Bununla birlikte, Şili'de bankalar aşırı risk almış ve bu risklerin belli bir kısmı mevduat sahipleri tarafından üstlenilmiştir. İlk başlarda bu durum problem olarak görülmemiştir Şili'deki bankaların büyük bir çoğunluğunun finans ve üretim holdinglerine ait olması, Şili hükümetinin devalüasyona giderek parasının değerini düşürmesi nedeniyle yaşanan finansal

kriz, bankacılık sektörünün aşırı risk almasına neden olmuş ve sistemdeki yapısal nedenlerden dolayı bir bankacılık krizine dönüşmüştür. (Erdoğan, 2006)

Tablo 2.1 Bankacılık Krizinin Gerçekleşme Olasılığı (Calvo ve Reinhart, 2000)

TÜR	OLASILIK (%)
ŞARTA BAĞLI DEĞİL	10
PARA KRİZİ ŞARTINA BAĞLI	8

Calvo ve Reinhart'ın yapmış olduğu çalışma göstermektedir ki; sonuç bir para krizinin kendiliğinden gerçekleşme olasılığı ile bir para krizine bağlı olarak gerçekleşmesinin hemen hemen aynı seviyede olduğudur.

İkinci durum, bir bankacılık krizinin bir para krizine dönüşmesidir. Politika yapıcıların banka iflaslarını önlemek ve yerli paranın değerini korumaktan ziyade, bankacılık sektörü üzerindeki baskıyı kaldırmak için enflasyona sabit bir döviz kurundan daha fazla önem verildiğinin spekülörler tarafından önceden görülmesi halinde bir banka krizi döviz kuru krizine neden olabilmekte ve bir sabit döviz kuru sisteminde bir banka krizi halinde hükümetin izleyebileceği en mantıklı politika devalüasyon yapılması olarak gözükmektedir. (Erdoğan, 2006)

Bir bankacılık krizinin para krizine neden olabilmesi ile ilgili olarak IMF (2002) üç durumun ortaya çıkması gerektiğini belirtmektedir:

- Bankalardan kaçışlar ve mali etki,
- Paraya olan talepteki düşüşler,
- Aracı bankalar vasıtası ile sermaye akışlarının geriye dönmesi ve para krizleri.

Tayland'da yaşanan krizi, IMF'in belirtmiş olduğu durumlara uygun bir örnek olarak gösterebiliriz. Tayland bir para krizinden önce bankacılık krizine girmiştir. 1998 Temmuz ayındaki J.P. Morgan'a rakamlarına göre henüz ödenmemiş borçların GSYİH'ya oranı Tayland için kabaca % 30 dur. Aynı dönemde bankacılık sektörünün yeniden sermayeleştirilme ve yapılandırılma maliyeti Tayland için GSYİH'nın % 35'ine tekabül etmektedir. Dolayısıyla, Asya'da meydana gelen kriz reel ekonomiden daha çok finans sektöründe ortaya çıkmıştır. Bölge ülkelerinin tarihsel koşulları Japonya'ya benzemese de, Japonya'nın yapmış olduğu gibi düşük sermaye ile büyümeyi gerçekleştirmek için aşırı kredi kullanma yolunu seçmişlerdir. Hızlı büyüme nedeniyle artan iç tasarruflarına ek olarak, yatırımlarını yabancı sermaye girişleriyle karşılama yolunu tercih etmişlerdir. Ayrıca, yabancı yatırımcıların çoğu, dolara endekli sabit kur uygulayan ve ekonomileri hızla büyüyen bu

bölgenin borsalarına girerek önemli karlar elde etmişlerdir. Ne var ki; yabancı para girişlerinin önemli bir bölümü de gayrimenkul başta olmak üzere kısa vadeli spekülasyon alanlara kaymıştır. (Lindgren, 1999)

Sonuçta, ülkeye borç veren yabancı fon sahipleri makro ekonomik gelişmelerden 1997 baharı boyunca endişelenmiş ve dolayısıyla yabancı kaynak akışında dikkat çekici azalma olmuştur. Hükümet, 2 Temmuz'da sabit kur sistemini daha fazla koruyamayacağını anlayarak sabit kurdan vazgeçmiş ve döviz kurunu dalgalanmaya bırakmıştır.

Tablo 2.2 Bankacılık krizleri - para krizleri karşılaştırması (Calvo ve Reinhart, 2002)

ŞİDDET ÖLÇÜSÜ	BANKACILIK KRİZLERİ		PARA KRİZLERİ	
	İKİZ	TEK	İKİZ	TEK
KAÇIŞIN MALİYETİ (GDP'YE ORANI)	13.3	5.1		
REZERV KAYBI (%)			25.4	8.3
REEL DEPRESYON (%)			25.7	26.6
BİRLEŞİK ENDEKS			25.6	17.5

Tablo 2.2'de görüldüğü gibi bir para krizinin kendiliğinden oluşma olasılığı bir bankacılık krizi nedeni ile oluşma olasılığına göre oldukça düşük kalmaktadır.

Son olarak, şu noktaya göz atılmasında fayda bulunmaktadır. Bazı durumlarda para ve bankacılık krizleri çok çabuk birbirine dönüşebilmektedir. Kaminsky ve Reinhart (1999) böyle bir durumda ortaya çıkabilecek "ikiz krizi" bir bankacılık krizinden sonraki 48 saat içerisinde yaşanabilecek bir kriz olarak tanımlamaktadır.

İkiz krizlerin şiddeti ile ilişkin yapılan çalışmalarda, bir ikiz krizin şiddetinin tek bir krize (bankacılık, para) göre daha şiddetli olduğu ortaya koyulmaktadır. Tablo 2.6' da görüleceği gibi bir ikiz kriz durumu halinde ülke dışına kaynak çıkışının maliyeti bir bankacılık krizinin üç katına yaklaşmaktadır. Yine bir ikiz krizde ortaya çıkan rezerv kaybı, bir para krizindeki rezerv kaybının kabaca üç katına eşittir.

2.2.2. Bankacılık Krizleri

Modern ekonomilerde banka mevduatı bir ödeme aracı olarak önemli bir işleve sahiptir. Öte yandan, banka mevduatı hem bankaların özel bir yükümlülüğü olup hem de bir kamu malı durumundadır. Hükümetler bu kamu malı üzerindeki güveni korumak için çoğu zaman

mevduatlara devlet garantisi getirmekte ya da özel mevduat sigorta sistemi kurmaktadırlar. Böylelikle, bir bankacılık krizi durumunda bankadan mevduat çıkışı önlenmeye çalışılmaktadır (Kobayashi, 2003). Bu nedenle, günümüzde bankacılık sektörü üzerindeki hassasiyet ülke ekonomileri için çok önemli bir konu olmaktadır. Öyle ki; bankacılık sektöründe yaşanan bir kriz tüm ülke ekonomisini hatta küreselleşen piyasalar nedeniyle tüm dünya ekonomisini etkileyebilmektedir.

Bankacılık sektörünün sorunları hem tek tek ülkeler için ciddi sorunlar çıkardığından hem de bütünleşmenin arttığı uluslararası piyasalarda yayılma etkisi doğurduğundan bankacılık krizlerine özel bir ilgi gerekmektedir. Çünkü, bankacılık sisteminin yaşadığı güçlüklerin yarattığı negatif etkiler, bankacılık dışı sektörlerle kıyaslandığında daha ciddi sonuçlar doğurmaktadır (Karacan, 1999).

1980 yılından bu yana, IMF üyesi ülkelerin % 75'i belirgin biçimde bankacılık sektörlerinde problemler yaşamıştır. 1980 sonrasında ortaya çıkan bütün finansal krizler bir bankacılık krizi ile birlikte ortaya çıkmıştır. Bankacılık krizleri daha çok gelişmekte olan ülkelerde görülmekte ve çoğunlukla bir ikiz kriz durumu olarak karşımıza çıkmaktadır (IMF, 2002).

Bankacılık krizleri oldukça sık ve ağır olmaktadır. Bu ağırlık, ülke dışına sermaye hareketlerinin çıkışı ile doğru orantılı olarak değişmektedir. 1980 yılından 1996 yılına kadar gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan bankacılık krizleri, gelişmiş ülkelerin yaşamış olduğu bankacılık krizlerine oranla çok daha ağır olmaktadır. 1996 yılında yapılan bir çalışmaya göre (1977-1985) yılında İspanya Bankacılık krizinin kayıp ve çözüm maliyetleri toplam GSYİH'nın %17'si, Finlandiya (1991-1993) yılında % 8, İsveç 1991 % 6 , Norveç (1987-1989) % 6 ve ABD (1984-1991) % 3'ünü oluşturmuştur. Buna karşın, bu maliyetler gelişmekte olan ülkelere Venezuela'da % 8, Bulgaristan'da % 14, Meksika'da %12-15, Macaristan'da % 10, ve çok değişik biçimde Arjantin, Şili ve Fildişi Sahillerinde bu oran % 25'in üzerinde gerçekleşmiştir (Goldstein ve Turner,1996).

Bu ülkelerin çoğunda, politikacılar bankacılık krizlerine, kamu fonları ile yüklü finansal kurumlardan gerçekleştirilen kaynak akışına zayıf para politikaları uygulamak gibi çeşitli müdahalelerde bulunmuşlardır. Durumu dikkatlice düzenlemiş olsalar bile, kurtarma operasyonlarının çeşitli dezavantajları ortaya çıkmıştır. Bu dezavantajlar şunlardır: (Demirgüç vd., 1997

- Bütçeye ilave yük getirmesi,
- Yetersiz bankalara sistemde kalma şansı vermesi,

- Bankaların yeterli risk yönetimi uygulama konusundaki güdülerini ortadan kaldırarak gelecekte olası bir bankacılık krizi beklentisini ortaya çıkarması,
- Çoğu durumda görüldüğü sağlıklı bankaların zayıf finansal kurumlarını ortadan kaldırma yönünde yapılan baskı neticesinde yönetsel güdülerin zayıflatılması,
- Bankacılık sektörü kayıplarını önlemek için uygulanan zayıf para politikasının enflasyona neden olabilmesidir.

Bankacılık krizlerinin tanımlanmasında çeşitli yaklaşımlar benimsenmektedir. Bu yaklaşımlardan birine göre; Bir bankacılık krizi ticari bankaların borçlarının vadesinin uzatılmaması veya vadesiz mevduatlardaki ani bir çekme talebini karşılayamamaları çerçevesinde likidite sıkıntısına düşmeleri ve arkasından iflas etmeleri durumunu ifade etmektedir (Delice, 2003).

Diğer bir tanıma göre, bankacılık krizleri; genelde banka bilançolarının kötüleşmesinden, bilanço aktif yapılarının bozulmasından kaynaklanır. Daha net bir ifadeyle; geri dönmeyen kredilerin artması, menkul değerlerin piyasalarındaki dalgalanmalar, reel sektörün küçülmesi nedenleriyle bankaların aktif yapılarının bozulmasıdır (Özatay, 2009)).

Objektif bir çerçevede, Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1997) bankacılık krizini aşağıda maddeler halinde belirtilen sistematik kriz bölümleri olarak tanımlamaktadır. Bu bölümler:

- Ödenmemiş borçların toplam varlıklara oranının en az % 10 olması,
- Kurtarma operasyonunun maliyetinin GSYİH'nın % 2'sini geçmesi,
- Banka problemlerinin büyük ölçekte banka millileştirilmeleri ile sonuçlanması,
- Mevduat dondurma, banka tatillerinin sürdürülmesi, genelleştirilmiş mevduat garantisi getirilmesi gibi acil önlemlerin ortaya çıkmasıdır.

2.2.2.1. Bankacılık Krizlerinin Gelişimi

Sayısız saldırılara maruz kalması göz önüne alındığında, bankacılık krizlerinin tarihinin çok geriye gitmemesi şaşırtıcıdır. 1930'lu yıllarda, Amerika ve diğer ülkelerde bankacılık krizleri büyük depresyonu daha kötü bir hale getirmiştir. Son on yılda, çok sayıda ülke bankacılık krizlerine çeşitli şiddetlerde maruz kalmış ve bazı ülkelerde bu krizler nöbetleşe biçimde tekrar etmiştir. 1980'lerde Şili ve Meksika gibi çeşitli Latin Amerika ülkelerindeki hükümetler bankacılık sektörlerinde yaşamış oldukları kayıpları telafi etmeleri gerektiğini hissetmişlerdir. Hükümetler standart altı borçları bankalardan değerlerinin altında alarak sistemi korumaya çalışmışlardır. 1980 -1990'lar boyunca çoğu Afrika ülkesi bankacılık sistemini sermayesinin

% 50'sinden fazla devlet şirketlerinden dönmeyen krediler ve atık krediler sebebiyle yeniden yapılandırmak ve yeniden sermaye tahsisi yapmak durumunda kalmıştır. 1980'lerin sonunda İskandinav ülkeleri gibi bazı büyük ülkelerde hükümetler büyük finans kuruluşlarını korumak zorunda kalmışlardır. Ekonomisini planlı ekonomiden pazara dayalı bir ekonomiye dönüştüren çoğu ülkede hızlı enflasyon ve geleneksel girişimci grubunun ortadan kalkması nedeniyle bir takım sıkıntılar yaşanmıştır. Son dönemlerde ortaya çıkan Asya krizi, bir kez daha tüm dünyaya bankacılık krizlerinin şiddetini ve krizin nerelere uzanacağını önceden bilinemeyeceğini ortaya koymuştur. Hemen her olayda bankacılık krizleri en azından refah kaybı, yatırımcı ve ticarete verilen kredi arzının bozulması ile sonuçlanmıştır (Hardy, 1998).

Tablo 2.3 Bankacılık Krizleri (Caprio ve Klingebiel, 2003)

Gelişmiş Ülkeler		Az Gelişmiş veya Gelişmekte Olan Ülkeler	
Amerika	1984	Kolombiya	1982
İngiltere	1974	Guyana	1993
Almanya	1977	Hindistan	1991
Japonya	1992	Endonezya	1992
Fransa	1994	İsrail	1983
İsveç	1991	Ürdün	1989
İtalya	1990	Kenya	1993
Kanada	1983	Meksika	1982,1994
İspanya	1977	Mali	1987
Finlandiya	1991	Malezya	1985
Danimarka	1987	Nijerya	1991
Avustralya	1989	Nepal	1988
Güney Kore	1998	Filipinler	1981
Norveç	1997	Yeni Gine	1989
		Senegal	1983
		Güney Afrika	1985
		Sri Lanka	1989
		Tanzanya	1988
		Türkiye	1991,1994
		Uganda	1990
		Uruguay	1981
		Venezüela	1993
Toplam	14		24
1960 Dönemi	0		-
1970 Dönemi	3		-
1980 Dönemi	5		13
1990 Dönemi	6		11

Tablo 2.3' den anlaşılacağı, gibi bankacılık krizleri hem gelişmekte olan hem gelişmiş ekonomilerde görülebilmektedir. Bununla birlikte gelişmiş ekonomilerde krizler 1960'lı yıllarla birlikte başlamış olup 1970'ler, 1980'ler ve 1990'larda da görülebilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise krizler 1980'li dönemlerle birlikte başlamış olup, kriz sayısı zamanın darlığına rağmen neredeyse gelişmiş olan ülkelerin iki katı civarındadır.

2.2.2.2. Bankacılık Krizlerinin Nedenleri

Bankacılık krizlerinin neden olduğu yüksek maliyetlerden kaçınabilmek için, bu krizlerin ardında yatan temel etkenlerin belirlenmesi gerekmektedir. Son dönemlerde birçok ekonomist tarafından bankacılık krizlerinin belirleyicileri konusunda yapılan tartışmalar oldukça ilginçtir. Bu konuda yapılan araştırmalar krizlerin tek bir nedenden ziyade birçok nedenin birleşmesinden oluştuğunu ortaya koymaktadır. Bu hususta, Caprio ve Klugebiel'in (1980-1994) yıllarında yapmış olduğu 86 bankacılık krizleri araştırması, bunların en az 20 tanesinin ahabap çavuş ilişkisi sonucunda ortaya çıktığını göstermektedir. Bu ilişkiden çıkan anlam politik müdahalenin çok fazla olması ve borç alışı verişindeki ilişkidir. Bununla birlikte, araştırmaların en az 30 tanesinde ortaya çıkan sonuç aşırı borç verme eğilimidir. Bunların dışında, makro ekonomik yapıdaki kırılmalıklar ve liberalleşme süreci krizlerin en önemli belirleyicileri olarak karşımıza çıkmaktadır (Caprio, 1998). Literatürde, bankacılık krizlerinin belirleyicileri arasında; bankacılık yönetiminde ve nakit para yönetimindeki eksiklikler çokça ifade edilmektedir.

2.2.2.2.1. Makro Ekonomik Durum

Bankacılık, doğası gereği büyük fiyat değişimlerine ve güven kaybına karşı kırılmalı bir yapıya sahiptir. Çünkü bankacılar kredi alanların kredi değerliliğini herkesten daha iyi ön görmek durumundadırlar. Bankalar tipik olarak kısa vadeli borç alıp uzun vadeli borç verirler ve az sermaye (high leverage) ve fraksiyonel bir rezerv kaynağı ile çalışırlar. Bankaların varlık ve yükümlülüklerinde kısa vadede keskin değişimler olursa bu yapı sürdürülemez hale gelmektedir (Goldstein ve Turner, 1996). Bu noktada, kısa vadede bu riski sürdürülebilir hale getirecek olan en önemli unsur makro ekonomik istikrardır. Dolayısıyla, makro ekonomideki istikrarsızlıklar bankacılık krizlerine neden olabilmektedir.

Makro ekonomik istikrarsızlığın da birçok nedeni bulunabilmektedir. Dış ticaret hacminde görülen yüksek dalgalanmalar bankalar için bir makro ekonomik istikrarsızlık kaynağıdır. Reel döviz kurundaki volatilité en az % 10 oranında ters yönde olduğu zaman birçok ülkede bankacılık krizi ve buna eşlik eden bir borç büyümesi görülebilmektedir (Eğilmez,2010)

Ticaret hadlerindeki bozulmalar dış ticaret ile uğraşan firmalar ve bunlara kredi sağlayan bankaların durumlarını da olumsuz etkileyecektir. Üçüncü bir ülkedeki devalüasyon gibi sebeplerle mukayeseli üstünlüğün bir başka ülkeye kaptırılması sadece o sektörün firmalarını değil, bankacılık sistemini, hatta bankacılık sektörünün yapısı nedeni ile bütün sektörleri etkileyebilecektir. Özellikle ürün çeşitliliği az olan ülkelerde bu durum daha büyük bir tehlike arz etmektedir. İsveç bankacılık sektöründeki krizi ve yeniden yapılandırmayı incelediği çalışmasında İsveç'in 1971-1991 arasında uygulamış olduğu çıpa politikasının ülkenin Avrupa Birliği para birimine geçmesi nedeni ile 1992 yılında terk edilmesi sonucunda ortaya çıkan ülke parasının değerindeki % 20 oranındaki düşüşün döviz cinsinden borçlanan kişi ve kurumları zor duruma düşürdüğünü ve bir bankacılık krizine neden olduğunu belirtmektedir.

Enflasyonist dönemlerde banka kaynakları daha çok devlet iç borçlanma senetlerine yönlendirilmektedir. Dolayısıyla banka kaynakları yatırım yerine kamu kağıtlarına bağlanmaktadır. Enflasyonun sektör üzerindeki en önemli etkilerinden birisi de nakit buldurmanın yüksek maliyetidir. Bu dönemlerde ülke parasının değersizleşmesi nedeniyle bankalar yasal yükümlülüklerinin dışında nakitte kalmamaya çalışırlar. Bu durum zaman zaman bankaların likidite sıkışıklığına düşmesine yol açmaktadır. Nitekim Türkiye'de 1994 mali krizinde üç banka likidite eksikliğinden batmıştır.

2.2.2.2. Finansal Serbestleşme

Gelişen ülkeler için finansal serbestleşmenin (liberalisation) uzun süreli yararları konusunda çok az şüphe bulunmaktadır. Ama böylesi reformlar, kaçınılmaz olarak bankalara yeni riskler getirmiş olduğundan, yeterli önlemler alınmazsa bir bankacılık krizi tehlikesini artırabilir (Goldstein ve Turner, 1999).

Geçtiğimiz dönemlerde gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülke genellikle geniş bir ekonomik stabilizasyon programının bir parçası olarak veya ekonomilerini dışa daha çok açmak amacıyla finansal sistemlerini liberalleştirmek için programlar uygulamışlardır. Liberalleşme bankaların faiz oranlarındaki üst limitin kaldırılması, zorunlu rezerv oranlarının azaltılması, sektöre giriş engellerinin kaldırılması kredilerin kullandırılmasında devlet müdahalesinin azaltılması, bankaların özelleştirilmesi ve uluslar arası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi şeklinde gerçekleştirilmektedir. Ayrıca bazı ülkelerde borsanın geliştirilmesi ve yabancı mali araçların piyasaya girmesi teşvik edilmiştir.

Bütün bu yapılanların amacı devletin ekonomiye müdahalesini azaltarak toplam talebin unsurlarının planlı bir anlayışla belirlenmesinin önüne geçmektir. Birçok görüşe göre ekonomik büyüme ile finansal sistem arasında önemli bir bağ bulunmaktadır. Bu ilişkide

önemli olan nokta finansal baskıların ortadan kaldırılması ve banka sisteminin takviye edilmesi gerektiğidir. Finansal baskının kaldırılması bankaların faiz oranlarındaki üst sınırların ortadan kaldırılması anlamına gelmektedir. Simultane şekilde hükümet enflasyonu önlemek için para politikası kontrolünü dolaylı biçimde gerçekleştirecektir. Her ne kadar bu liberalizasyon pozitif reel faiz oranlarında kazanç sağlasa da, yatırım ve tasarrufların artırılmasında arzu edilen seviyeyi yakalayamaz (Duman, 2002)

Liberalizasyon sürecinin kısa vadede bir kazanımdan daha çok bir bankacılık krizine dönüşmesi şu şekilde açıklanabilir (Duman, 2002):

- Finansal araçların çeşitlenmesi ve sermaye denetimlerinin kaldırılması sonucunda artık bir para arzı tanımı yapmak oldukça zor görünmektedir.
- Finansal liberalleşme ile birlikte hükümetlerin makro ekonomik denetim gücünün azaldığı görülmektedir.
- Finansal liberalleşme ile birlikte, faiz hadlerinin ve çeşitli mali varlık fiyatlarının gelecekte alacağı değerlere ilişkin belirsizliğin artması, borç veren açısından bir risk faktörü oluşturmaktadır.
- Finansal liberalleşmenin yarattığı finansal varlıkların fiyatlarındaki uyumsuzluklar ve bunun kaynak dağılımındaki etkinliği azaltması, vadelerin kısalması ve faiz hadlerinin yükselmesi, spekülasyon varlık alımı ve tüketim amacıyla aşırı borçlanma ve bunun neden olduğu sürdürülemez borç stokları, artan finansal kırılganlık ve azalan hane halkı tasarrufları ile, ticaret ve sanayiinin ihtiyaçlarına uygun faiz haddi ve döviz kuru politikası izlenmesinde iradenin kaybolmasına neden olmaktadır.

2.3.2.3.3. Kredi Hacminde Görülen Artış (Kredi Patlaması)

Kredi patlaması kısa vadeli kredilerde görülen artıştır. Kredi genişlemesi büyümeyi körüklerken, faizle para vererek rekabet yapma hususunda ödünç verilen kaynaklardaki risklerin yeterince hesaplanamamasını da birlikte getirmektedir. Borç verilen kaynaklar ülkelerin özellikle sermaye yeterliliği konusunda makul ölçüde kredi verebilmesini düzenleyen yasaları ihlal ettiğinde, kredi büyümesi sistematik bir problem olarak karşımıza çıkmaktadır. Kısa vadeli olarak özel sektöre verilen krediler Şili ve Güney Kore'de büyümeyi sağlamıştır. Ne var ki, bankaların sermayelerinin yetersiz olması ve geri dönmeyen borçlar bir bankacılık krizine neden olmuştur ().

Kaminsky ve Reinhart (1999) ülkelerin geçirmiş olduğu bir resesyon döneminden sonra kısa vadeli olarak verilen kredilerdeki büyük artışın bir krize neden olabildiğini ortaya

koymuşlardır. Yapmış oldukları çalışmada kriz yaşayan ülkelerde yurtiçi kredi miktarının gayrisafi yurt içi hasılaya oranının yıllık olarak ortalama % 15 civarında olduğunu ortaya koymuşlardır. Bu oran normal dönemlerin oldukça üzerindedir.

Tablo 2.4 Kısa vadeli borçlar ve rezervler (IMF,1998)

	KISA VADELİ BORÇLAR	REZERVLER
ARJANTİN	23,891	19,740
KORE	44,223	55,849
MEKSİKA	28,226	23,775
TÜRKİYE	13,067	16,055
BREZİLYA	44,223	55,849
TAYLAND	45,567	31,361

Tablo 2.8.'da bankacılık krizleri yaşamış olan ülkelere bakıldığında kısa vadeli borçların toplam rezervlere oranının oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Bu durum finansal sistemi daha kırılgan bir hale getirmektedir. Ülkenin kısa vadeli borçlarının rezervler içerisindeki payının yüksek olduğunu düşünen yatırımcılar, ülke ekonomisinin bu borçları karşılayamayacağını düşünerek vermiş oldukları ödünçleri geri çekecek ve ülke bir kriz ortamına geçebilecektir.

2.2.2.2.4. Yasal Sistem, Şeffaflık ve Mevduat Sigortası

Yasal sistem, bankaların temerrüde düşmüş kredilerin arkasındaki teminatı yakalamasını veya transfer etmesini veya borçluların banka kredileri için teminat vermesini ya da şirket iflasları ile kişisel iflaslar durumunda hüküm verilmesini güç ve zaman alıcı hale getiriyorsa o zaman hem bankaların hem de firmalar için borçlanmanın maliyeti oldukça yüksek olacaktır. Nitekim Meksika'da kısa vadeli kredi için teminat olarak hareketli varlıkların kullanımında yasal engel bulunmaktadır (Goldstein ve Turner, 1999)

Yeterli yasal düzenlemelerin olmamasından dolayı bankacılık sisteminde mevduat sahipleri ve hissedarlar yeterli ve doğru bilgiye ulaşamayabilirler. Oysaki bankalar güven kurumlarıdır ve bu nedenle müşterilerinin bankalar hakkında bilgi sahibi olması gerekir (Uyar, 2003:58). Güneydoğu Asya krizinde yaşanan duruma bakıldığı zaman bankacılık sisteminin yeterince denetlenmediği ve verilen kredilerin belirli kişilerde toplandığı görülmektedir. Bu bağlamda Güneydoğu Asya ülkelerinde ortaya çıkan krizin en önemli nedenlerinden birisi olarak bankacılık sisteminin yeterince şeffaf olmaması olarak gösterilmektedir. Alınan kredilerin yeterince denetlenmemesi, kredilerin riskli alanlara kaymasına neden olmuştur. Yasal düzenleme ve denetleme yokluğunun ahlaki tehlikeyi de yarattığı görülmektedir. Aşırı riske

bağlı olarak alınan kredilerin büyük bir kısmının ise verimsiz alanlarda kullanıldığı bilinmektedir (Duman, 2002).

Devletler bankacılık krizlerinin ağır faturasından kaçınmak ve bankacılık sektörünün daha güvenli çalışabilmesi için çeşitli politikalar üretmektedirler. Bu politikalar bankacılık krizlerinde, bankacılık sektörü, finansal sistem ve ekonomiyi olumsuz etkilerden koruyabilmek amacıyla çeşitli proaktif araçları içermektedir. Bu araçlar içerisinde doğrudan veya dolaylı mevduat sigortası, Merkez Bankası rezervleri ve politikaları, banka iflaslarının çözüm prosedürleri ile bankaların denetlenmesi ve düzenlenmesi stratejileri vardır. Politikalar içerisinde finansal ekonomi yazınında en fazla tartışma konusu olan araç doğrudan mevduat sigortasıdır. 1994 yılında da oluşturulmaya çalışılan Avrupa Tek Bankacılık sisteminde de bu politika aracı benimsenmiştir. Ülkelerin mevduat sigortasını kabul etmesinin temel nedeni, sistemin kabul edildiği zaman hiçbir bütçe harcamasına gerek duyulmadan, bankacılık paniklerine karşı masrafsız bir çözüm yolu olarak görülmesidir. Diğer taraftan da bu sistemin küçük ölçekli bankaların sistemde varolmasını sağladığı ve güç farkından doğan haksız rekabeti önlediği bilinmektedir. Mevduat sigorta sistemlerinin Bretton Woods kurumları (özellikle IMF) tarafından savunulması ve önerilmesi, bu sistemin yaygınlaşmasında etkili olmuştur.

2.3. Para Krizleri

Özellikle finansal pazar entegrasyonu sürecinde ekonomileri daha önce liberal bir yapıya sahip olmayan ülkeler ekonomilerini liberalleştirirken, bu sürece dahil olmada ciddi problemler yaşamışlardır. Para krizleri adı verilen durum aslında ülkelerin finansal bütünleşme sürecine uyum sağlama probleminden ibaret olmuştur.

Bir para krizi; döviz kurunda keskin bir çöküş olması, hükümetin devalüasyonu ilan etmesi ve birden döviz kuru rejimini modifiye etmesi, sermaye akışlarını sınırlaması, birkaç saat için para piyasalarını kapatması durumlarına verilen genel bir isimdir. Bu, uzmanların gerçeklere dayanan yaklaşımları neticesinde ortaya çıkan bir tanımdır (Burkart ve Coudert, 2000).

Para krizlerini daha geniş bir çerçevede içerisinde tanımlayacak olursak: Bir para krizi özellikle sabit döviz kuru sistemlerinde piyasa katılımcılarının taleplerini aniden yerel para ile birimlendirilmiş aktiflerden yabancı paralı aktiflere kaydırmaları sonucu, Merkez Bankasının döviz rezervlerinin tükenmesi şeklinde ortaya çıkan krizlerdir. Bir ülke parasının üzerindeki spekülasyon saldırı devalüasyonla veya şiddetli değer kaybı ile sonuçlanırsa veya Merkez Bankası büyük miktarlarda rezerv satmak veya faiz oranlarını önemli oranlarda yükseltmek suretiyle parayı korumaya zorlanırsa bir döviz veya para krizi oluşur (Delice, 2003).

Yukarıdaki para krizi yaklaşımları benimsenmekle birlikte bir para krizinin genellikle bir spekülâtif atakla sonuçlanmaktadır. Bir para krizinin finansal krizlerden ayrılan kısmı krizin ödemeler dengesinde ortaya çıkmasıdır. Yine, ekonomi üzerindeki etkileri ve dolayısıyla hasılanın azalması, işsizliğin artması ve bankaların çökmesi olarak nitelendiren tanımlarda mevcuttur (Dabrowski, 2002).

Para krizleri açıklanırken ülkenin uygulamış olduğu kur mekanizmasına göre çeşitli isimler verilmektedir. Ülkenin Merkez Bankası sabit kur rejimi uyguluyorsa ortaya çıkan parasal krize ödemeler dengesi krizi adı verilirken, esnek kur rejimi uygulayan ülkelerde ortaya çıkan krizin adı bir döviz krizi olmaktadır.

2.3.1. Para Krizlerinin Gelişimi

2. Dünya Savaşı öncesinde dünyada esnek kur rejimi uygulanmaktaydı. Bu rejimin bir takım sıkıntılarının ortaya çıkması neticesinde, 1945 yılında Bretton Woods kasabasında yapılan antlaşma ile White planı benimsenerek döviz kurları belirli paritelerle Amerikan dolarına sabitlenmiş, dolayısıyla sistemi Amerikan dolarının finanse ettiği bir sabit kur rejimi ve sistemin çevriminin de altınla sağlandığı bir model uygulanmıştır. Bu model 1950 ve 1960'lar süresince iyi işlemekle birlikte, sistemi finanse eden ülkenin yaşamış olduğu büyük kamu açıkları ve bazı ülkelerin bu durumu görüp altın üzerinde spekülasyon yapması neticesinde 1973 yılında sabit kur sisteminden vazgeçilmiş, serbest kur rejimine geçilmiştir.

Bu rejime geçilmesi ile birlikte özellikle gelişmekte olan ülkelerde yeni finansal sisteme uyum sorunundan doğan problemler ortaya çıkmıştır. Bu problemler Latin Amerika, İskandinavya, Meksika, Türkiye ve Güneydoğu Asya ülkelerinde çeşitli krizlere neden olmuştur.

1990'lardan sonra döviz kurlarının ve sermaye akımlarının değişken olduğu bir döneme girilmiştir. Bu değişkenlik bazen aşırı boyutlarda olmakta, hem de tahmin edilemeyen (unpredictable) ve beklenmeyen (unanticipated) zamanlarda ortaya çıkmaktadır. Yeni sanayileşmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye akımlarının temel özelliği de beklenmedik biçimdeki büyük değişkenliklerdir. Uygulamaya bakıldığında bu ülkelere yönelik yabancı sermaye akımlarındaki gelişme ve genişleme (boom) aşamasını, çok şiddetli ve çok ani bir tersine dönüş hareketinin izleyebildiği görülmektedir. Ayrıca bir ülkede ortaya çıkan krizin etkileri hızlı bir biçimde ve kolayca başka ülkelere de yayılabilmektedir (Seyidoğlu, 2003).

Tablo 2.5 Para krizleri (Bris, vd., 2002)

FİNLANDİYA	1992	MALEZYA	1997
İTALYA	1993	FİLİPİNLER	1997
NORVEÇ	1992	SİNGAPUR	1997
İSPANYA	1993	GÜNEY KORE	1997
İSVEÇ	1992	TAYVAN	1997
TÜRKİYE	1994	TAYLAND	1997
İNGİLTERE	1992	ARJANTİN	1995
HONG KONG	1997	BREZİLYA	1995
ENDONEZYA	1997	MEKSİKA	1994
JAPONYA	1997	VENEZUELA	1995

2.3.2. Para Krizlerinin Nedenleri

Nitekim reel işlemlere konu olmayan büyük miktarda fonun piyasalarda dolaşması ve özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde makro ekonomik şoklar yaratması kaçınılmazdır. Sermaye birikimini sağlamamış olan bu ülkeler yatırım harcamalarını finanse etmek için genellikle yüksek faiz oranı üzerinden likiditesi yüksek bu fonları ülkelerine çekmek istemektedirler. Fonlar ekonomiye girerken ekonomide bir refah genişlemesi görülse de, bir takım nedenlerle fonlar ülkelerde krizlere neden olmaktadır.

Dolayısıyla, yaşanan deneyimlerin ülkesel özelliklerin varlığına rağmen gösterdiği benzerlik, bu deneyimlerin göz ardı edilemeyecek sonuçları, henüz birçok ülkenin finansal piyasalarında yeterince derinliğin oluşmamış olması ve hali hazırda bu sistemin zaaflarından yararlanmak isteyen bir takım kişi ve kurumların bulunması bu krizlerin arkasında yatan faktörlerin anlaşılmasını son derece önemli kılmaktadır. Hacıhasanoğlu (2005), Meksika ve Arjantin'de yaşanan para krizlerini incelediği çalışmasında krizlerin kaynağını oluşturduğu düşünülen 9 temel ögeye işaret etmektedir:

- Sabit Döviz Kuru Politikası,
- Reel Döviz Kuru Değerlenmesi,
- Cari İşlemler Açığı,
- Borç Yükü / Mali Dengesizlik,
- Sermaye Hareketleri,
- Finansal Sistemin Kırılganlıkları,
- İçsel şoklar,
- Dışsal şoklar,
- Uygulanan Makroekonomik ve Mali Politikalar.

Yukarıda belirtilen para krizlerinin nedenlerinin büyük bir bölümü bankacılık krizleri ile aynıdır. Zaten bir finansal kriz oluşurken daha önce de ifade edildiği gibi kriz bir para krizi olarak başlayabilir ve banka krizine dönüşebilir. Bunun tam tersi de mevcuttur. Para krizlerinin nedenlerini belirtirken bankacılık krizleri bölümünde de yer alan nedenler gösterilmeyip, krize neden olan diğer unsurlar göz önünde tutulacaktır.

2.3.2.1. Sermaye Akımları ve Cari Açık

Günümüzde dünya ekonomisinin en önemli olgusu, faiz-kur arbitrajına dayanarak en yüksek reel getiriye elde etmek amacıyla bir ülkeden diğerine kolaylıkla kayabilen türdeki sermaye akımlarıdır. 1970'li yıllarla birlikte Bretton Woods sisteminin bırakılması ve piyasaların daha serbest olarak işlevini yerine getirmesi düşüncesi yaygın biçimde kabul görmüştür. Bu çerçevede, dış ticaret ve sermaye akımları üzerindeki kısıtlar da kaldırılmaya başlanmıştır. Bu dönemdeki sermaye akımlarının bir özelliği de akımların resmi kaynaklardan doğrudan borçlanmasının yerini uluslararası piyasalardan borçlanmanın almış olmasıdır. Bu niteliksel değişimler sermaye akımlarının bileşimini de etkilemiş, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları içinde kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarının oranı hızla büyümüştür (İnsel ve Sungur, 2003).

Gelişmekte olan ülkeler, üretim yapmak için gerekli ham maddeleri elde etmek, döviz rezervlerini yeterli hale getirmek ve ithalatı özendirmek için faizleri yüksek tutmaktadırlar. Yüksek faiz de kısa vadeli sermaye girişini teşvik eden bir unsurdur (Özgen, 1998).

Kısa vadeli bir sermaye hareketinin bir para krizine dönüşmesi şu şekilde ortaya çıkmaktadır: Sermaye akımının girdiği ülkeye ödünç veren yatırımcılar ülkenin makro ekonomik ortamında siyasi istikrarsızlık, çevrilmesi çok zor bir borç yükü gibi bir belirsizlik ortamı görmeye başlarsa ilgili ülkedeki fonlarını hemen dövize çevirip ülke dışına çıkarmaktadırlar. Merkez Bankası elinde yeterince döviz varsa en son borç merci (lend of last resort) olarak piyasayı fonlayabilir. Ancak Merkez Bankasının piyasayı yeterince fonlayacak kadar döviz yoksa bir devalüasyon mecburiyeti ile karşı karşıya kalınır ve ülkenin para biriminin değeri düşürülür. Bu noktada yabancı para cinsinden borçlanmış olan finans kuruluşları da borçlanma maliyetlerinin artması neticesinde bir yıkım yaşar.

Kısa vadeli borçlanma ile büyümeyi ve uzun vadeli yatırımları finanse etmenin maliyetleri en son olarak Asya krizinde görüldüğü gibi çok yüksek olabilmektedir. Bu olumsuzluğu ortadan kaldırabilmenin yolu ülkelerin sermaye hesabında kısa vadeli sermaye girişlerinin tersine bir akım ile ülke dışına çıkmasının maliyetlerini karşılayabilecek kadar rezerv bulunmasıdır. Çünkü kısa vadeli sermaye akışını karşılayabilecek bir döviz rezervi kısa vadeli cari işlemler

fazlası ile yaratılamaz. Hem üretimin ihracata çevrilmesi hem de devalüasyondan bir gelir sağlanması için zaman gereklidir. Dolayısıyla sıcak para girişlerinde Merkez Bankalarının ihtiyatlı davranarak yeterli döviz rezervi bulundurması bir zorunluluktur (Bulutoğlu, 2002).

Uluslararası sermaye akımlarının serbest olduğu küresel dünyada henüz iktisatçılar arasında sıcak para kaçışlarının ve bunun neticesinde ortaya çıkan krizlerinin önlenebilirliği hususunda herhangi bir birlik bulunmamaktadır.

2.3.2.2. Sabit Döviz Kuru (Nominal Çapa)

Nominal çapa bir ülkenin parasının enflasyon oranı düşük bir başka ülkenin parasına belirli bir oran üzerinden sabitlenmesi işlemidir. Özellikle yüksek enflasyona sahip olan ülkeler yurtiçi ve yurtdışı yatırımcıların önündeki belirsizliği kaldırmak amacıyla ve artan yatırımların büyümeye etkisi ve dolayısıyla enflasyonu düşürme etkisi nedeni ile nominal çapayı bir makro ekonomik politika aracı olarak kullanabilmektedirler.

Bir sabit döviz kuru mekanizmasının başarılı olabilmesi için şu şartlara ihtiyacı bulunmaktadır:

- Döviz kuru rejimi kredilendirmede (özellikle kamu kesimine açılan kredilerde) bir disiplin sağlamalıdır. Bu disiplin sağlanmadığı takdirde sabit kurun korunması için döviz sürekli olarak azalacak ve nihayetinde bir devalüasyon gerçekleşecektir.
- Döviz kuru rejimi tüm piyasa kesimleri tarafından inandırıcı bulunmalıdır,
- Nominal ücretlerdeki esneksizlik problemi politik düşüncelere alet edilmemeli ve gerekli reel ayarlamaları engellememelidir (Çağlar, 2003).

Yukarıda belirtilen maddelerin hemen hepsinin ortak özelliği bir ekonomik mantık çerçevesinde istikrarı gerçekleştirme amacı gütmesidir. Sabit kur sistemini uygulayan ve krize maruz kalan ülkelerin hemen hepsinde ortak görülen özellikler siyasi istikrarın tam sağlanamamış olması, kredi vermede rasyonel kriterler yerine bir ahbap çavuş ilişkisi tercih edilmesi, çıpaya güvenilmesi nedeni ile alınan borçların verimli harcamalarda kullanılmaması ve yerel paranın değer kaybı geçirmesi olasılığına karşı koruyucu önlemler (hedge vb) alınmamasıdır. Bu politikayı uygulayan ve olumsuzlukları göz önünde bulundurmayan Asya ülkeleri bu tarz bir krizin tipik örneğini oluşturmuştur.

Sabit döviz kuru uygulayan Asya ülkelerinde kriz şu şekilde gerçekleşmiştir: 1990'lı yıllar ile birlikte Amerika ve Asya piyasalarında birçok firma Asya'daki emeğin ucuzluğunun avantajından yararlanmak için bu ülkelere yatırımda bulunmuşlardır. Asya ülkeleri

kalkınmalarını finanse etmek için gerekli olan fonlara yüksek faizler uygulamaktadır. Ayrıca bu ülkelerde sabit döviz kuru uygulaması da yerli girişimcilere yerli para cinsinden kredi verilmesinde paranın değer kaybetmeyeceğinin garantisini vermekteydi. Ne var ki; ülke dışından kısa vadeli borçlanılıp bu borçlar uzun vadeli yatırım harcamalar için kullanılmıştır. Bu da bir likidite riskini ortaya çıkarmıştır. Bununla birlikte, sabit döviz kuru nedeni ile yerli paranın değerini korumak için "hedge" gibi işlemlerden de yararlanmaya gerek duyulmamıştır. Artan faiz oranları neredeyse yatırımları bitirme noktasına gelmiş, sabit döviz kuru nedeni ile de yerli para da ciddi bir değerlenme meydana gelmiştir. Ülkenin çok yüksek miktarlara çıkan kısa vadeli borçlarını ödeyemeyeceğini düşünen yatırımcıların fonlarını dövizde çevirip Tayland dışına çıkması ile birlikte sadece Tayland da değil bütün bir Asya'da kriz başlamıştır (Bulutoğlu, 2002).

Asya krizlerinin yıkım etkisinin yüksek olması sabit döviz kuru uygulanmasına yönelik eleştirileri de artırmıştır. Bu eleştiriler daha çok dört konu üzerinde yoğunlaşmaktadır (Dabrowski, 2002):

- Döviz kuru çapası kolaylıkla bir spekülatif saldırıya maruz kalabilmektedir,
- Eğer kurumsal ve finansal sektör ciddi biçimde bir düzenlenme zayıflığı yaşıyorsa, sabit döviz kuru ülkeye sermaye girişini artırmakta ve döviz üzerinden aşırı borçlanmayı teşvik etmektedir,
- Sabit döviz kuru paranın değerlenmesine neden olmaktadır,
- Sürdürülemeyen çapa keskin bir devalüasyon ile sonuçlanmaktadır.

Sonuç olarak sabit döviz kuru rejimi uygulayarak yapısal problemlerini çözmeye çalışan ülkelerde ortaya çıkan sonuçlar yapısal problemlerin ortadan kaldırılması için yeterince özen gösterilememesi nedeni ile krizle sonuçlanmaktadır. Dolayısıyla, bu tarz bir kur rejiminin başarı ile uygulanabilmesi için yapılması gereken şey kararlı ve istikrarlı biçimde bu rejimin gereğini yerine getirmek ve makro ekonomik değişkenleri kontrol altında tutmaktır. Zaman zaman rejimde piyasanın işleyişini köklü olarak bozmayacak modifikasyonlar da yapılabilir. Zaten gelişmekte olan ülkeler için önerilen döviz kuru rejimi dalgalı döviz kuru rejimidir. Hemen hemen her ülke sabit döviz kuru rejimini uygulamaktan vazgeçmiştir.

2.3.2.3. Yetersiz Politikalar ve Merkez Bankası

Krize maruz kalan ya da yapısal problemlerini çözmek için çalışan ülkelerde yönetim son derece önemlidir. Bu yönetim özellikle ülke yetkililerinin benimsemiş olduğu döviz kuru rejimine göre önem kazanmaktadır. Döviz kuru yönetimi sabit, idare edilen ve serbest döviz

kuru politikasını benimsemiş olabilir. Merkez Bankası benimsemiş olduğu politikanın özelliğine göre politikalar uygulamalıdır. Sermayenin serbestçe giriş ve çıkış yapabildiği bir ekonomide fiyat seviyesi ile döviz kurundan sadece birini kontrol edilmelidir. Her ikisinin birden aynı anda kontrolü mümkün değildir ve bir para krizi ile sonuçlanır. Dolayısıyla makro ekonomik bir politika uygularken para ve maliye politikaları bir arada uygulanmalı birini daraltmak için kullanıyorsak ikincisi genişletmek için kullanılmalıdır. Bu görüş şu an çoğu ekonomi çevresi ve stabilizasyon programı uygulayan ülkelerde benimsenmiş olmakla birlikte bu teoriye karşı çıkan iktisatçılar da bulunmaktadır (Yağcı, 2001).

Türkiye'nin yaşamış olduğu 1994 ve 2000 krizleri bu kuralın ihlalinin bariz örnekleridir. 1994 yılında ülkenin yaşamış olduğu bütçe açığı para basılarak kapatılmak istenmiş ancak ülkede sermaye giriş ve çıkışı serbest olduğundan bir likidite artışı olmuştur. Artan likidite tüketim harcamalarını artırarak ithalatın artmasına sebep olmuş ve cari işlemler açığı büyümüştür. Sıcak paranın bu açığı kapatması gerekirken enflasyonun artacağını düşünen yatırımcılar paralarını dövizde çevirip kaçmışlar ve bir kriz doğmuştur. Kısaca Türkiye 1994 yılında para basarak hem genişletici para politikası uygulamış hem de artan tüketim harcamaları sebebi ile genişletici bir maliye politikası benimsemiştir. Bu durumda krize neden olmuştur (Bulutoğlu, 2002).

Özellikle yapısal problemlerini ortadan kaldırmak için sabit döviz kuru rejimini uygulayan ülkelerde sabit kurun sürdürülebilirliği ile ilgili bir zamanlama problemi ortaya çıkmaktadır. Eğer ki yapısal problemlerde bir düzelme yoksa ya da beklenen gelişmeler olmamışsa ülkenin risk primi artmakta ve sabit kura olan güven azalmaktadır. Nitekim Türkiye 2000 Kasım ayında bir kriz yaşamış ve bu krizle birlikte sabit kur üzerinde büyük bir baskı oluşmuştur. Her ne kadar bu baskı IMF tarafından ülke rezervlerine aktarılan kaynakla bertaraf edilmeye çalışılmışsa da piyasaların sabit kura olan psikolojik tepkisi aşılamamış, Türkiye tarihinin en büyük ekonomik krizini yaşamıştır.

Bununla birlikte bir kriz esnasında nasıl bir politika benimsenmelidir sorusu da önemlidir. Genel itibari ile Merkez Bankasının kriz anında benimsediği iki politika bulunmaktadır. Bu politikaların birincisi kriz başladığında piyasalara sakin olun mesajını doğru biçimde verebilmektedir. Daha sonra Merkez Bankası krizin nereden kaynaklandığını belirlemelidir. İkincisi ise krizin neden olduğu faktörü belirlemektir. Krizin kaynağı belirlendikten sonra, krizin önlenmesi ya da daha fazla büyümemesi için gerekli çalışmalarda bulunabilir.

2.4. Para Krizi Teorileri

Parasal kriz teorileri üzerine ilk çalışmalar Krugman tarafından gerçekleştirilmiştir. Salant ve Henderson, stok satışları yolu ile tükenebilir bir malın fiyatını sabitleme girişiminin kaçınılmaz olarak spekülâtif bir atakla sonlanacağı yargısına varmışlardır. Bu bağlamda bazı metallerin fiyatlarının uluslararası istikrarlandırma politikaları çerçevesinde sabitlenmesinin başarısız olacağı öngörülmüştür. Buna göre Krugman; Salant ve Henderson tarafından ortaya konulan, tükenebilir mallar genelinde ve altın piyasası özelinde olmak üzere, bu tür piyasalara yönelik spekülâtif atakların ve sonuçlarının değerlendirildiği çalışmayı temel alarak, bu çalışmadan elde edilen çıkarımların, ödemeler dengesi krizleri açısından da anlamlı geçerli olabileceğini savunmuştur. (Çolpan, 2008)

Kriz modelleri genel olarak üçe ayrılmaktadır. 1979'da Krugman'ın çalışmalarıyla başlayan birinci nesil kriz modelleri Latin Amerika'da yaşanan ekonomik krizleri açıklama konusunda kullanılmıştır. 1994 yılında Obstfeld'in çalışmalarıyla ikinci nesil kriz modelleri ortaya atılmıştır, özellikle Avrupa'da ve bazı gelişmekte olan ülkelerde yaşanan kriz spekülâtif saldırılara dayanan ekonomik krizleri açıklamada kullanılmıştır. Güneydoğu Asya krizinden sonra birinci ve ikinci nesil kriz modellerinin yetersiz kalması ile üçüncü nesil kriz modellerinin ortaya atılmasına sebep olmuştur.

2.4.1. Birinci Nesil Ekonomik Krizler (Kanonik Kriz Modeli)

Ekonomik krizleri açıklamaya yönelik oluşturulan modellerin ilki, spekülâtif atak modelleri olarak adlandırılan birinci nesil kriz modelleridir. İlk önce Paul Krugman tarafından ortaya konan (1979) ve daha sonra Flood ve Garber (1984) tarafından yeniden ele alınan Birinci Nesil Para Krizi Modeli, mal kurulunun davranışlarına benzer şekilde hareket eden bir açıklama içermektedir.

Birinci nesil modellerde özellikle vurgulanan sürekli olarak para ile finanse edilen mali açıklar ve sabit bir döviz kurunun taahhüdü gibi, ulusal politikadaki temel uyumsuzluklar, Merkez Bankası etkin bir biçimde geniş döviz rezervlerine sahip olduğu sürece ihmal edilebilir. Ancak resmi rezervler kritik bir biçimde düşük düzeylere indiğinde ve piyasa tarafından yetersiz olarak algılandığında paraya yönelik ani bir spekülâtif atak oluşacaktır. Bu nedenle birinci nesil modeller, temel göstergelerdeki bir bozulmanın, kriz öncesi, yüksek ya da büyüyen mali bütçe açıkları, yüksek oranda parasal büyüme, yüksek enflasyon, aşırı

değerlenmiş döviz kuru, büyük cari hesap ve ticaret açıkları, uluslar arası rezervlerde keskin düşüşler ve yurtiçi faiz oranlarının artışı gibi gelişmeler tarafından gösterilebileceğini öne sürmektedirler.

Özetle denilebilir ki, birinci nesil modeller, aşırı derecede genişlemeci kriz öncesi makroekonomik temel göstergelere sahip bir döviz kuru politikasının, özel sektörün de tutarsız politikalardan kar elde etmeye çalışmasıyla birlikte ekonomiyi nasıl krize sokacağını göstermektedir. Ayrıca birinci nesil ekonomik kriz modelleri spekülörlerin bekleyişlerinin, krizlerin yaşanmasındaki etkisine dikkat çekmiştir. (Çakmak, 2010)

Kraugman' a göre, para krizlerinin incelenmesinde kullanılan modelin iki özelliği olmalıdır. Bunlardan biri, ulusal para talebinin döviş kuruna bağlı olmasıdır. Diğer ise, yurtiçi para piyasasını dengeleyen döviz kurunun zamanla değişeceği.

Kanonik Kriz Modeli daha sonra bu tür krizlerin ekonomi politikalarındaki temel dengesizlikler (para basarak finanse edilen bütçe açıkları) ve döviz kurunu sabit tutma arasındaki tutarsızlıktan kaynaklandığını iddia etmektedir. Bu tutarsızlık geçici olarak şayet merkez bankası yeterli rezerve sahipse giderilebilir fakat bu rezervler yetersiz olmaya başladıkça spekülörler atağa geçip merkez bankasını zor duruma sokabilirler. (Kraugman, 1997)

Bu modelin önemli iyi yanları bulunmaktadır. İlk önce, pek çok para krizi yurtiçi ekonomi politikaları ve döviz kuru arasındaki tutarsızlıktan kaynaklanmaktadır. Özel olarak Kanonik Model'deki bu farklılığın oldukça basite indirgenmiş şekli, pek çok döviz rejimlerindeki daha karışık fakat aynı derecede basit olan politik tutarsızlıklara örnek olarak değerlendirilebilir. İkinci olarak, model bir günde milyarlarca dolarlık kayıpları doğuran ani para krizlerinin sadece yatırımcıların veya piyasayı yönlendirenlerin mantıksızlığına bağlı olamayacağını ortaya koymaktadır. Kriz, sadece fiyat istikrarsız hale geldiğinde artık o parayı elde tutmanın cazip olmayacağı şeklindeki mantıktan kaynaklanmaktadır ve fiyat istikrar programının sona ermesi sermayenin spekülatif kaçıışı ile kendiliğinden gerçekleşmektedir. (Kraugman, 1997)

Bu tür görüşler oldukça yararlıdır, özellikle dışarıdan bakarak para krizlerini ekonomik olayların doğal bir sonucu olarak görmeyen ve sanal paranın reel ekonominin önüne geçtiği şeklinde düşünen bazı gözlemcilerin olayın mantığını anlamaları açısından faydalı bulunmaktadır.

Diğer taraftan, sahip olduğu iyi yanlara rağmen Kanonik Model pek çok iktisatçı tarafından reel krizlerde yaşanan olayları gerçekçi bir biçimde yansıtmadığı konusunda eleştirilmektedir.

Bu grup iktisatçılar tarafından Kanonik Model'in anılan yetersizliklerin giderilmesi amacıyla "İkinci Nesil Kriz Modelleri" şeklinde anılan aşağıdaki model geliştirilmiştir. (Krugman, 1997)

2.4.2. İkinci Nesil Ekonomik Krizler

1992 yılında Avrupa'da yaşanan ve ekonomik literatüründe genellikle "Avrupa Para Krizi" olarak değerlendirilen ekonomik krizin mevcut modellerle açıklanamaması üzerine, Obstfeld'in 1994 yılında yaptığı çalışmalarda yola çıkarak oluşturulmaya başlanmıştır. Bu modeller para ve maliye politikaları tutarlı olsa bile, ülke para maliye politikaları tutarlı olsa bile, ülke para birimine yönelik spekülasyon saldırılarının ekonomik krizlere sebep olabileceğini ortaya koymaktadır. Ayrıca ekonomik yapıda dengesizliklerin olmadığı durumlarda da ekonomik krizlerin yaşanabileceği olasılığını göstermiştir. (Çolpan, 2008)

İkinci nesil kriz modellerinin iki anahtar özelliği vardır.

- Devlet bir amaç fonksiyonunu maksimize etmeye çalışan aktif bir birimdir.
- Ekonomide birden fazla dengenin oluşmasında etkili olan bir dairesel süreç vardır.

Krugman'a göre (1997):

- Eğer ekonominin temel göstergeleri yanlışsa, ekonomide çoklu denge olasılığı azdır.
- Eğer kamuoyu yetkililerinin tercihlerinin ne olduğu bilinmezse, piyasalar tarafından yapılacak spekülasyon saldırılar, piyasalar açısından bir sına niteliği taşır. Yani, ülke parasına yönelik spekülasyon saldırılar başarısız olabilir.

Ama yatırımcılar bu sayede en azından yetkililerin tercihleri konusunda bilgi sahibi olurlar.

Obstfeld tarafından örneği oluşturulan ikinci nesil modeller, krizleri, yatırımcıların, devletin pariteyi savunacağından kuşkuya düşmeye başlamaları ve hükümeti zor duruma sokacak faiz oranları ve daha genişlemeci bir para politikası isteği arasındaki çatışmanın bir sonucu olarak açıklamaktadır. (Çakmak, 2010)

İkinci nesil kriz modellerinde, hükümetin kısa dönem makroekonomik esneklik ve uzun dönem kredibilitesi arasındaki trade-offa bağlı olarak, sabit döviz kurunu savunmak ya da savunmamak gibi seçenekleri söz konusudur. (Çakmak, 2010)

Obstfeld, yaptığı çalışmalarda kendi kendini besleyen spekülasyon atakları ve çoklu denge ile ilgili örnekler vermiştir. Bu örnekler, parasal krizlerin sebepleri hakkında yeni bir bakış açısı

sunmaktadır. Çoklu denge, sabit döviz kuru politikasının sürdürülebilirliği ile ilgili şüphe olmadığı halde, piyasa katılımcılarının başarılı bir spekülasyon atağın mevcut politikayı değiştirebileceğine inandıklarında ortaya çıkar. Mevcut makroekonomik büyüklüklerden ziyade gelecekteki makroekonomik büyüklükler dikkate alınır. Gelecekteki makroekonomik büyüklüklerin sabit döviz kuru politikası ile uyuşmayacağı yönünde bir beklenti oluşur. Bu durum, kendi kendini besleyen krizlere ortam hazırlar. (Özatay, 2009)

Kendi kendini besleyen saldırılar için; eğer bir spekülasyon saldırırsa, sonuç diğer spekülasyonların davranışına bağlı olacaktır. Yalnız ve başarısız bir saldırı spekülasyon pahalıya mal olacaktır. Ortak saldırı ise, mevcut döviz kurundan her spekülasyonun alacağı miktar ile devalüasyon yüzdesi ile sabit maliyet farkı çarpımına eşit olacaktır. Bu işleyiş sürü psikolojisi denilmektedir.

Eğer iki spekülasyon saldırırsa, para %60 devalüe edilecek ve her ikisi de 2 birim kazanacaktır. Ama eğer her ikisi de saldırır ve başarısız olursa, her bir spekülasyon 1 birim kayıpla karşılaşır. Ama eğer spekülasyonlardan yalnızca birisi saldırırsa ve diğerine de saldırması için ödeme yapmazsa, saldırı spekülasyon sabit maliyete maruz kalır ve sonuçta paraya saldırı olmaz. Gerçek sonuç spekülasyonların birbirleriyle eşgüdümü sağlayıp sağlamadığına bağlı olur. (Özer, 1999)

Parasal kriz teorileri üzerine öne sürülen ikinci nesil kriz teorileri hakkında tartışmalar devam ederken, yaşanan Meksika ve Güneydoğu Asya krizleri sonucu, iktisatçılar arasında yeni tartışmalar ortaya çıkmıştır. Buna göre 94 Meksika krizi/Tekila krizi, toplam talepte gözlemlenen yoğun artışının yol açtığı klasik tarzda bir kriz olarak nitelendirilirken, bir başka görüşe göre de, yaşanan krizlerin, para piyasalarında öngörülen spekülasyon beklentilerin belirleyicisi oldu u bir panik havasından kaynaklandığı ifade edilmektedir. Bu konudaki farklı görüşlere göre de, ya anan Doğu Asya krizinin, ne bütçe açıklarının finansman yönteminin sabit kur sistemiyle tutarsızlığından kaynaklanan birinci nesil modelle, ne de makroekonomik büyüklükler, kriz yaratacak düzeyde olmadığı halde, spekülasyonların hükümetin sabit kur sistemini sürdüremeyeceği yönünde oluşan beklentilerin neden olduğu, ikinci nesil döviz krizi modeliyle açıklanması mümkün değildir. (Emirkadı, 2005)

2.4.3. Üçüncü Nesil Ekonomik Krizler

Üçüncü nesil kriz modelleri ya da Asya krizleri açıklamaya yönelik modeller olarak da adlandırılan yeni nesil kriz modelleri, krizin çeşitli unsurlarına değinen birçok modelden oluşmaktadır. Bu modeller genel olarak krizi bankacılık sektörü ile ilgilendirir.

Yaşanan Asya krizinden sonra ortaya konulan üçüncü nesil modeller, farklı üç ana konu üzerinde yoğunlaşmaktadır.

Bu konular;

- Ahlaki riziko sonucu meydana gelen riskli yatırımlar ve dış borçlanmadaki artışla sabit kur sisteminin sürdürülmesinin olanaksız bir hale gelmesi,
- Diamond-Dybving bankacılık sistemine yönelik atak modelinin, açık ekonomilerde meydana getirdiği durum, (Bu modelde banka mudilerinin, tasarruflarını yatırdıkları bankalar hakkındaki olumsuz beklenti ve düşünceleri sonucunda, bankalardan aniden mevduat çekilmesinin meydana gelebileceği ve bankacılık sisteminin bu nedenden ötürü, sorunlarla karşılayacağı ortaya konulmuştur.)

Ulusal parada yaşanacak değer kaybının, bilançolar üzerinde yarattığı etkiler ekinde ifade edilebilir. (Emirkadı, 2005)

Her ne kadar kriz türleri başlığı altında ekonomik krizler üç ana türe ayrılmış olsa da Güneydoğu Asya krizinin ardından ekonomi literatüründe ikiz kriz denen kriz türü de eklenmiştir. İkiz kriz modeline göre para ve bankacılık krizleri bir arada eş zamanlı olarak yaşanabileceği gibi, birbirlerini tetikler biçimde yakın zamanlarda da yaşanabilmektedir.

Bankacılık sektörü ile özellikle ödemeler dengesi başta olmak üzere makro ekonomik dengeleri birbirine bağlayan unsur ise uluslar arası sermaye hareketleri olmaktadır. Uluslar arası sermaye hareketlerinde beklentilere bağlı olarak yaşanan ani değişimler, döviz kurunda ciddi sapmalara yol açacak hem bankacılık sektörüne hem de makroekonomik dengeleri risk altına alabilmektedir. İkiz kriz modelleri ise bu durum sonucunda ortaya çıkmaktadır. (Çolpan, 2008)

Krugman, üçüncü nesil kriz modellerini açıklamak için geliştirilen 3 görüşün, Güney Doğu Asya krizinde meydana gelen olayların sadece bir kısmını açıklayabildiğini iddia etmiştir. Krugman, bu amaçla üçüncü nesil kriz modellerine farklı bir yorum getirmiştir.

Krugman'a göre, "açık ekonomi Bernanke-Gertler" etkisi Asya krizini açıklamada kullanılabilir. Bernanke ve Gertler, 1989 tarihli çalışmalarında, yatırımların sık sık servetle sınırlandırıldığını varsayımlardır. Yani, şirketler, borç/öz sermaye oranının sınırlarına tabi oldukları için, yatırım düzeyi, şirket sahiplerinin net değeri (varlık ve yükümlülükler arasında fark) tarafından etkilenir. Ayrıca bu çalışmada çoğu şirketin bazı nedenlerle önemli miktarda döviz cinsinden borca sahip oldukları varsayılmıştır. Bu yüzden iki kötü sonuç ortaya

çıkabilir: İlki, kredi veren yabancı yatırımcılar, güven kaybına uğrayabilirler; çünkü sermaye kaçıışı, para azalmaya yol açar ve bu azalmanın bilanço etkisi, iç yatırımlarda bir çöküşe neden olur. İkincisi, resesyona karşı kullanılan parasal genişleme politikası etkin değildir. Çünkü para kaybı, paranın devalüasyonunu gerektirir ve bu yüzden bilançolardaki kötüleşme daha fazla olur. Krugman, sahip olunan en ikna edici kriz modelinin bu olduğunu savunmaktadır. (Özatatay, 2009)

Yayıma etkisi modelleri başka ülkelerle ilişkilendirilerek açıklarlar. Kriz yaşandığı ülkenin dışında başka ülkelere de yayılabilmekte ya da ekonomilerin olumsuz olarak etkileyebilir. Kriz dış ticaret etkisiyle yayılabılır. Aralarında yoğun ticaret ilişkiler bulunan ülkelerden birine spekülâtif saldırılar sonunda yaşanacak bir devalüasyon, bu ülkenin para biriminin reel olarak değer kaybetmesi yüzünden; dış ticarete mutlak üstünlük sağlanmasına sebep olacaktır. Dış ticarete bu ülkeyle rekabet edemeyen diğer ülkelerde ithalat artacak, ihracat artacak ve cari açık oluşacaktır. Sonunda bu ülkelerde spekülâtif saldırılara maruz kalarak devalüasyona maruz kalacaktır.

Yayıma modellerin sonuncu modeli finansal piyasaların bağıllığı sonucu ortaya çıkan krizleri açıklamaktadır. Finansal piyasaları birbirine bağılı ülkelere birinde ortaya çıkan likidite eksikliği, özellikle uluslararası yatırımcıların diğer ülkelerdeki fonların aktif hale getirerek likidite sağlamaya çalışmasına sebep olacaktır. Bu durum likidite sorununun ülkelerin hepsine yayılmasına sebep olabilecektir. Uluslararası yatırımcılar geliştirmekte olan ülke piyasaları hakkında yeterince bilgiye sahip olmadıklarından, benzer ekonomik özellik ve verilere sahip piyasaları tek bir piyasaları tek bir piyasa gibi görmektedirler. Yatırımcılar sürü davranışı göstererek bu ülkelere birinde ekonomik kriz yaşanması halinde bu ekonomilerin tamamından çekilebilmektedir. (Çolpan, 2008)

Yeni nesil kriz modellerinde yola çıkarak yaşanan krizler yorumlandığında krizin devalüasyonla sonuçlanacağı dolayısıyla bir para krizi olduğu görülmektedir. Sonuçta kriz göstergeleri ile birlikte ikiz kriz modeli de göz önüne alındığında, yeni nesil kriz modellerinin hem para hem de bankacılık krizlerini açıkladığı ortaya çıkmaktadır.

3. DÜNYADAKİ EKONOMİK KRİZLER

3.1. 1929 Krizi (Büyük Buhran)

3.1.1. Kriz Öncesi Dönem

ABD savaş sonrasında görece bir istikrar yakalamış, işsizlik azalmıştı. Teknoloji ve üretim patlaması yaşanıyordu. Otomotivden, enerjiye kadar akla gelebilecek her sektörden her gün yeni bir buluşun haberi geliyordu. Yeni fabrikalar açılıyor, ücretler ve tüketim artıyordu. Seri üretim ön plana çıkmış, Henry Ford seri üretim sayesinde otomobil üretimini katlamıştı. Ülkedeki otomobil sayısı kısa sürede altı milyondan yirmi yedi milyona yükselmiş, bununla birlikte otomobil fiyatları düşmüştü. Satış adetlerinin fırlamasıyla birlikte Ford işçi ücretlerini günde beş dolar gibi görülmedik seviyeye çıkarmıştı. (Eğilmez, 2010)

Zenginlere özgü bir ayrıcalık olarak görülen seyahat sıradan insanlar için de geçerli olmaya başlamıştı. Sıradan Amerikalıların tatil yörelerine yönelmesiyle turizm sektöründe büyük patlama yaşandı. Arsa ve gayrimenkul fiyatları görülmedik boyutlara ulaşmıştı.

ABD, 1913 yılından itibaren dünyanın en büyük ekonomisi haline gelmişti ve toplam dünya sanayi çıktısının üçte birini üretiyordu. Bu çıktı miktarı Almanya, Büyük Britanya ve Fransa'nın toplamının biraz altındaydı. 1929' da ise ABD, dünya toplam çıktısının %42' den fazlasını üretirken, Avrupa' daki üç sanayi gücü için bu toplam % 28' in biraz altındadır. 1913 ile 1930 arasında ABD çelik üretimi yaklaşık dörtte bir oranında artarken, dünyanın geri kalan kısmında çelik üretimi yaklaşık üçte bir oranında düşmüştür.

Aslında bazı politikacılar ve ekonomistler bazı şeylerin iyi gitmediğini görüyordu. Borsadaki yükselişin anormal olduğunu, fiyatların aşırı yükseldiğini ileri sürenler vardı. (Dursunoğlu, 2009)

3.1.1.1. Gelir Dağılımı Bozukluğu:

Kriz öncesi ABD' de gelir dağılımı bozukluğu en ön plandadır. En üst %5' lik grup gelirin yaklaşık %33' ünü elde etmekte idi. (Rothbard, 2000)

3.1.1.2. Şirket Yapılarının Kötülüğü:

1870'li yıllarda Amerika'da irili ufaklı pek çok şirket varken 1. Dünya Savaşı'nın getirdiği zorluklar karşısında küçük şirketler birleşmek zorunda kalmış ve savaş sonrasında tekeller oluşturmuşlardır. International Harvester, International Nickel, American Tobacco gibi

firmalar buna örnek olarak gösterilebilir. Öyle ki 1929 yılına gelindiğinde Amerikan ekonomisinin %50'si üzerinde söz sahibi olan holding sayısı 200 kadardı. Bu da tek bir holdingin bile iflasının ekonomiyi sarsmaya yeteceğini gösteriyordu. (Rothbard, 2000)

Holding şirketlerinin sayısı artış gösterdi. Bazı holdingler operasyonları kontrol ederek elektrik ve gaz şirketlerini aynı çatı altında birleştirerek dikey entegrasyon sağladılar. Perakendecilik, butik mağazalar ve mağaza zincirleri ise, yatay entegrasyonlar yoluyla (corporate chain) birleşerek büyüdüler.

Bazı holdingler sermaye artırımını için ek hisse senetleri çıkararak yeni aktifler edindiler. Böylece zincirlerine yeni mağazaları ve sinema salonlarını da kattılar.

Banka holding şirketleri ise konsolidasyon kanunlarının engelleri yüzünden fazla büyüyemediler. Yeni şirketler hisse senedi çıkartsalar da talep yine daha çok bilinen ve mevcut firmalara yöneldi.

Yatırım şirketleri ters kaldıraç yolu ile şirket değerlerinin üstünde hisse satıyorlardı. Şirketler temettü dağıtmıyorlar, şirket borçlarını ödeyerek kârları düşük gösteriyorlardı. Bununla beraber temettülerin kesilmesi ise şirket bonolarının fiyatlarının da olumsuz şekilde etkilemiş ve şirket iflasları nedeni ile yapılanmaların bozulması kaçınılmaz olmuştur. Bu yüzden yeni yatırımlar için borçlanma imkansız hale gelmiş, yatırımcı kazançları sadece hisse senetlerinin artışından kaynaklanır olmuştu.

Bu dönemde başka alternatif finansal enstrüman olmadığı için hisse senetlerine talep artmıştı. Fiziki teslimat şeklinde yapılan hisse senedi alım satımında kişiler hisse senetlerini alıyor ve satana kadar saklıyorlardı. Bu noktada havacılık ve radyo endüstrisi iyi kâr sağlamaktaydı. (Apak ve Aytaç, 2009)

3.1.1.3. Bankaların Mali Yapısı

Bankaların sermaye esaslarını, rezerv ve kredi oranlarını belirleyen yasalar yoktu. Örneğin şirketlerin mali tablolarının güvenilirliğini sağlayan yasalar yoktu. Bu yüzden yatırımcı senedini aldığı firma hakkında yeterince bilgiye sahip olamıyordu. Yine ticari bankaları yatırım bankalarından ayıran yasalar da mevcut değildi. (Reed, 2008)

Özellikle bu dönemde bankaların ünleri kötü idi. Pek çok kredi, hisse senedi ile teminatlandırıldığı için hisse değeri düşüşleri kredileri de olumsuz etkilemekteydi. 1929 yılında toplam 346 banka batmış ve kötü bankalar nedeni ile iyi bankalarında yapıları bozulmuştur. Buna bağlı olarak azalan güven banka mevduat miktarlarının azalmasına yol

açılmıştır. Gerçekleşen bu banka iflasları ABD para arzının %33 azalmasına yol açarak yaşanan krizin “Büyük Buhran” haline gelmesinin en önemli sebebi olmuştur. (Öz, 2009)

3.1.1.4. Yatırım Şirketlerinin Durumu

Yatırım şirketleri (investment company) kurulması ile şirket varlıkları kadar şirket değerinin oluşması anlayışı ortadan kalkmıştır. Şirketler değerlerinin birkaç misli hisse senedi satmaya başladılar. Bunun nedeni ise, yatırım şirketlerinin garanti verme (underwriting) yolu ile mevcut hisseleri aynı şirket için değerinin birkaç katına çıkartmasıdır. Arada oluşan ve aynı hisse senedi için birkaç katına çıkan fark yeniden hisse senedi yatırımlarına, konuta ve promoter' lere gitmiştir. Böylece hisse senedi kıtlığı (shortage) önlenmiştir. Yatırım fonları ile risk dağıtıp yatırım şirketlerine birden fazla şirketin hissesine belirli yüzdeler ile katılımı sağladı. 1927 yılında 160 olan yatırım şirketi sayısı, 1928 sonunda 300'e ulaştı. (Apak ve Aytaç, 2009)

1929 yılında finans öğretisinde kaldıraç kavramı kullanılmaya başlandı. Hisse senetleri daha çok borsada işlem gören hisseler ile değerlendiriliyordu. Yatırım şirketlerinde sermaye yetersizliği ortaya çıkınca ya kendi hisselerini alarak ya da başka yatırım şirketleri ile birleşerek fiyatlarını artırıyorlardı.

İngiltere'de yatırım şirketleri kendi istedikleri şirketlere yatırım yaptılar. ABD de ise fon yöneticileri yatırımları yönlendirerek yatırım holdingleri oluşturdular. ABD'de 1929 yılında bu şirketlere borsaya kayıt izni çıktı. Böylece hisselerin alış ve satış (piyasa ve defter) değerleri tespit edilip her yıl hisse stoklarının borsaya bildirim zorunluluğu getirildi. 1929 yılında 265 adet yeni yatırım şirketi kuruldu. Bu şirketlerin cirosu 1927 yılında 400 milyon dolar iken 2 yıl sonra bu değer 3 milyar dolara ulaştı. Bu rakam o yıl yeni arz edilen hisselerin sadece 1/3 ünü oluşturuyordu. 1929 yılı sonunda yatırım şirketlerinin aktif büyüklüğü 8 milyar dolara ulaştı. (Öz, 2009)

Yatırım şirketlerine firmalar tarafından sponsor olunmaya başlandı. Sponsor şirket yatırım şirketini kurunca onunla uzun süre hareket edebilmek için anlaşma yapıyor, yöneticilerini atıyor, fonlarını idare ediyor ve satış komisyonlarını alıyordu. Pek çok sponsor yatırım bankalarının firmaları idi. Firmalar hisseleri üretip piyasaya veriyordu. Sponsorlar düşük fiyattan hisseleri çıkarıp dealerlar ile anlaşıp daha yüksek fiyata borsada satışı sağlıyor ve yüksek karlar elde ediyordu.

Yeni bir yöntem olarak yatırım şirketleri kişilerden aylık birikim toplayıp daha iyi gelir vaat ettiler. Trustların hisse değerleri sahip oldukları varlıklardan birkaç misli fazlaydı. Pek çok

yatırım şirketinin ofis yeri bile olmadığından yatırım şirketlerindeki hisselerin hepsinin satışı durumunda bu şirketlerdeki hisselerin değeri cari piyasa değerlerinin çok altında oluşmaya başladı. (Reed, 2008)

3.1.1.5. Başkan Hoover Yönetiminin Ekonomi Politikaları

Bu düşüncenin savunucularına göre başkan Hoover yönetimi, 1920'lerde hüküm süren liberal ekonomi anlayışına göre ekonomiye devlet müdahalesi yapmamayı uygun görmüştü. Ancak 1929 krizine müdahale etmemenin toplumsal maliyeti çok büyük olmuştu. Daha sonraları başkan müdahaleye karar verdiğinde ise hem çok geç olmuştu hem de müdahale başarılı değildi. Örneğin devlet bütçesini dengelemek için devlet harcamalarını kısması ve vergileri arttırmasının işsizliğe sebep olduğunu ve bunun da insanların satın alma gücünün azalmasına ve fiyatların düşmesine neden olduğu savunuldu. Hükümetin tecrübesizliğinin bir diğer göstergesi de altın standardına bağlı kalmakta ısrar ediydi. Hükümet altına bağlı olmayan para basmayı reddederek sıkı bir para politikası izledi ve piyasada para bulunmayınca ekonomik faaliyetler durdu, reel sektör küçüldü. Bu da daha fazla işsizlik, daha az gelir demektir. (Rothbard, 2000)

Krizde bütçe dengesinin sağlanması için kamu harcamaları azaltılınca doğal olarak işsizlik oranı yükseldi. Bu noktada enflasyon korkusu dengeli bütçe gereğini ortaya koydu. Faiz düşüşü kredi artışını ve borçlanmanın kolaylaşmasına yol açtı. Dolar devalüasyonu yapılmadığı için altın standardı şartları bozuldu. (Dursunoğlu, 2009)

3.1.1.6. Amerika'nın Dünya Üzerindeki Net Kreditor Olması

ABD, Dünya Savaşı sonrası Almanya ve İngiltere'den istediği tazminatların altın olarak ödenmesini talep ediyordu. Ancak yeryüzündeki altın stoğu yetersizdi ve varolan stoğu da zaten Amerika kontrol ediyordu. Bu sebeple de bahsedilen tazminatların ve kredilerin mal ve hizmet olarak ödenmesi denendi ancak bu da Amerika'nın kendi mal ve hizmet sektörünü vurdu. Son çare olarak gümrük duvarları koyma yoluna gidildi ancak bu da yalnızca dış ticareti küçülttü. Sonuçta Amerika hesapsızca vermiş olduğu kredileri geri alamadı.

ABD'nin cari fazlası olduğundan altın girişleri pozitif ticaret dengesi ile artış göstermiştir. ABD Özel sektöre, devletlere ve belediyelere uluslar arası borçlar vermekteydi. Bu borçlar daha çok Almanya, orta ve güney Amerika'ya veriliyordu. ABD bazen borçları Küba ve Peru gibi ülkelerdeki diktatörlere rüşvet vererek de gerçekleştiriyordu. Ticaret fazlasının devamını sağlamak için ABD ithalatı arttırmamayı politika olarak benimsediğinden gümrük duvarlarını yükseltmiştir. (Rothbard, 2000)

3.1.1.7. Altın Standardı

Birinci Dünya Savaşı'na girilirken ülkelerin çoğu altın standardı denen bir para sistemine sahipti. Kâğıt para, altın karşılığı olarak basılıyor ve dolayısıyla döviz kuru da altın kuru üzerinden oluşuyordu. Dünya Savaşı çıktıktan sonra paraya şiddetle ihtiyaç duyan Avrupa ülkeleri altın standardını terk ederek karşılıksız para basmaya başladılar. Karşılıksız para basımı enflasyona neden oldu. Avrupa ülkelerinin paralarının karşılıksız kalması ve enflasyonun hızlanması yatırımcıların paralarını ve altınlarını, altın karşılığı para basmayı sürdüren ABD'nin bankalarına yollamalarına ve bu gelişim de New York'un dünya finans merkezi unvanını Londra'nın elinden almasına neden oldu. (Eğilmez, 2010)

Bu sistemde para arzının rezervler tarafından belirlenmesi nedeniyle merkez bankaları dünyadaki sınırlı altın arzından daha fazla pay edinebilmek için aralarında kıyasıya mücadele etmeye başlamışlardı. 1932 sonlarında dünya ekonomisi içindeki paylarına kıyasla altın rezervlerini çok fazla artıran Fransa ve ABD (sırasıyla %28 ve %35), diğer ülkelerin altın rezervlerinin erimesine, dolayısıyla da para arzlarının düşmesine neden oldular. (Öz, 2009)

Altın Standardı ABD'de biriken bu büyük servet müthiş bir ekonomik sıçramaya yol açtı. Değerler şişmeye, balonlar oluşmaya başladı. Borsada değerler astronomik hızlarla yükseldi. Herkes tüm varlığını bu alanlara yatırmaya başladı. Hükümetler altın girişini özendirmek için altın standardını sürdürdüler ve deflasyonist politikalar izlediler. Bu politikalar sonucunda fiyatların düşüşü nedeniyle ekonomik faaliyetler gerilemeye başladı. (Eğilmez, 2010)

3.1.2. Krizin Gelişimi

1929 Buhranını reel sektör dengesizliklerine bağlayanlardan yatırım harcamalarına odaklananlar, 1928-29'da ABD ekonomisinde yatırım fazlası, 1929-30'da da eksik yatırım olmasının krizi tetiklediğini; tüketim harcamalarına odaklananlar ise krizi 1929'da borsadaki çöküşün servet düşürücü etkisi nedeniyle tüketimdeki ani düşüşün tetiklediğini savunmaktalar.

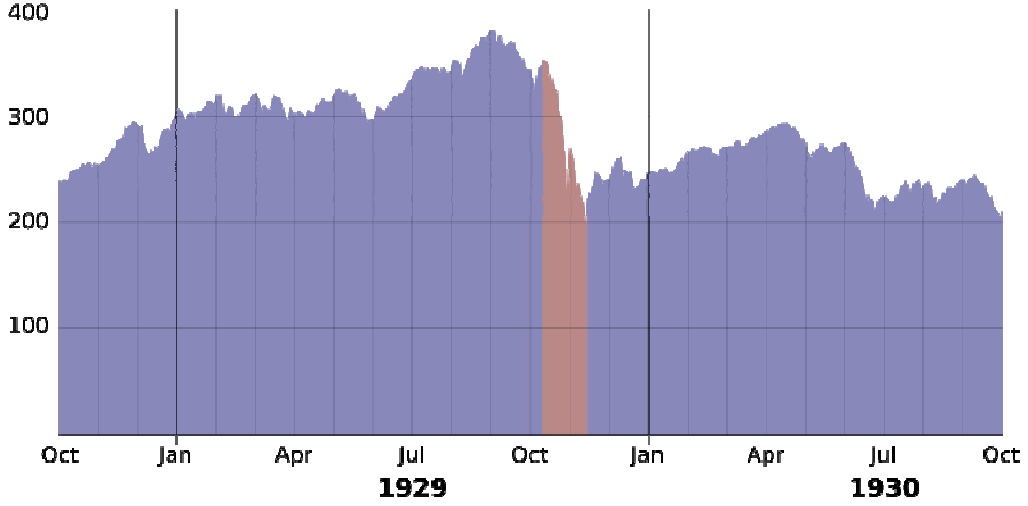
Büyük Bunalımı parasal nedenlere bağlayan görüşler ise, ABD borsasında 1928–29 yıllarında yaşanan aşırı yükselişten kaynaklanan kaygıların 1928'den itibaren sıkı para politikaları uygulanmasına neden olduğunu, bunun da tüketim ve yatırım harcamalarını kısarak krizi tetiklediğini öne sürmektedirler. (Öz, 2009)

Ana sebep ne olarak görülürse görülsün, bu hiçbir şekilde tek başına bu krize neden olmamıştır. Üstteki bölümde ayrıntılandırıldığı gibi, makroekonomik planda altın standardının

getirdiği refahın ekonomide balonlar oluşturması, dış ułkelere altın olarak verilen borçların geri alınmasında, rezerv yetersizliği sebebiyle uın ve hizmet olarak geri alınmasının etkisi, mikroekonomik planda ise olası zararı durumunda ekonomide telafi edilemeyecek kadar büyük zararlar verebilecek kadar büyük ama çok az sayıda şirketin piyasaya hakim konumda olması, bankacılık alanında hiçbir duzenleyici ve denetleyici yapının bulunmaması, yatırım bankalarının denetimsizliğin de katkısıyla borsada hileye varan yöntemlerle spekulatif işlemler yapıyor olmaları, gelir dağılımının bozukluğu ve bunlara ek olarak Hoover yönetiminin ekonomi yönetiminde başarısız politikalar üretmesi sayılabilir.

Dow Jones 20'li yıllarda 100'den 331'e çıkmıştı ve ekonomi çevreleri ebedi bir saadetten söz ediyorlardı. Ama süreç kısa vadeli ve yüksek faizli krediler sonucu hem büyük hem de küçük işletmelerin borca batmasına neden oldu. Hisse senetlerinin fiyatındaki korkunç artış, yatırımcıları pahalı ve aşırı borçlanarak kâğıt toplamaya yöneltti. Durumu tehlikeli görenlerin uyarıları ile dikkate alınmıyordu. Çünkü New York Borsası giderek yükseliyordu. Borsa yüksek fiyatla yüksek kazanç getiriyordu.

Ekonomik durağanlık borsaya hemen yansımadı. Ama birkaç holdingin kâğıtlarının değer yitirmesi üzerine 3 Ekim 1929 tarihinde yatırımcılar kâğıtlarını ellerinden çıkarmaya başladı. Borsa 21 gün boyunca süreli düştü ve 24 Ekim 1929'da ekonomi tarihine Kara Perşembe olarak geçen seanslarda borsa tam anlamıyla çöktü. Bir gün içinde günün değerıyla borsada 4 milyar doların üzerinde kayıp yaşandı. Süreç 4.000 bankanın batmasına, binlerce insanın mal varlığının yok olmasına kadar devam etti. Daha krizin ilk gününde birçok yatırımcı için, hisse alımında kullandığı kredi borcunu geri ödeme olanağı ortadan kalkmıştı. Çöküş, kısa sürede dünyaya yayıldı ve büyük dünya krizi adı verilen ve yaklaşık on yıl süren bir krize dönüştü. (Eğilmez, 2010)



Şekil 3.1 1929 Wall Street, Dow Jones endüstriyel endeksi değişimi
(<http://www.bls.gov/data/>)

3.1.3. Ekonomik Toparlanmanın Sağlanması

3.1.3.1. Roosevelt ve "New Deal"

Amerikan halkı bu büyük çöküşün faturasını Hoover yönetimine çıkardı. Bir sonraki seçimde Hoover'ın başkan seçilmeyeceği aşıkardı. Onun yerine adını verdiği programla ekonomik sistemde köklü değişiklikler vadeden Roosevelt seçildi. Roosevelt "New Deal" ı 1930-37 yılları arasında uygulama fırsatı buldu. Başa geldiği 1933 yılı bunalımın etkilerinin en fazla hissedildiği yıllardan biriydi. Ekonomide karlılık çökmüştü. Büyük bir talep eksikliği yaşanıyor çünkü insanların satın alma gücü çok düşmüştü. Amerikan ekonomisi tarihinde ilk kez devlet müdahalesine maruz kalıyordu.(Reed, 2008)

Roosevelt işe bankacılık sektörüyle başladı. O sıralarda sektörde likidite düşük olduğundan altın ve döviz kuru bizzat başkanlık tarafından kontrol ediliyordu. İlk kez Merkez Bankası kuruldu. Mevduatlar devlet güvencesine alındı. Bankacılık sisteminin düzeltilebilmesi için 500 kadar yeni düzenleme yapıldı. Reel sektörde de karlılığın artırılmasına karar verildi. Devlet kendi kontrolü altında olmak kaydıyla sanayicilerin yüksek fiyat uygulamalarına izin verdi ve yine bu amaca uygun olarak üretim sınırlandı. Talep sorunun çözmek için de, devlet yüksek sayılabilecek bir düzeyde minimum reel ücretleri belirledi. Çalışma saatleri azaltılarak işsizlik sorunu çözülmeye çalışıldı. 2,5 milyon Amerikan genci askeri bir disiplin altına alınarak ülkenin ormanlarını, parklarını düzenlemek üzere günde bir dolara işe alındı. Tarımda da bir takım yeni programlamalar yapıldı. Ancak bu programlar bazı yönlerden birbirleriyle çelişir durumdaydı. Devlet bir taraftan fiyatları yüksek tutmak için üretim kotası koyarken diğer taraftan da ne üretirlerse üretsinler belli yükseklikte bir fiyata bunları almayı

vaad ediyordu. Bu da çiftçilerin daha fazla üretim yapmak istemelerine neden oluyordu. Roosevelt'in devlet harcamaları politikası ise bir denge politikasıydı. Devlet müdahalesine karşı olan sanayicileri küstürmemek için özel sektörün ilgilenmediği büyük yatırımlar gerektiren alanlarda harcama yapılıyordu. Bu sektörlerde açılan iş alanlarıyla da işsizliğin azaltılmasına ve talebin arttırılarak düşük talep sorununun çözülmesine çalışılıyordu.

Genel anlamda "New Deal" programına bakıldığında çok da başarılı bir program olmadığı görüşü hakimdir. Devlet harcamalarının ekonomiyi canlandırmaya yetmediği, devletin ekonomideki payının da artmadığı ve yeni yatırımların yetersiz kaldığı bilinir. (Bryant)

3.1.3.2. Dünya Savaşı ve Toparlanma

Ekonomi tarihçilerinin ekserisinin görüşüne göre, Büyük Buhran, 2. Dünya Savaşı ile bitmiştir. Birçok ekonomist devletlerin savaş harcamalarının ekonomik toparlanmayı sağladığı, en azından ivmelendirdiğini söylemektedirler. Fakat, bazıları ise savaşın toparlanmada çok büyük bir rol almadığını, ama işsizliğin azaltılmasına yardımcı olduğunu söylemektedirler.(Romer, 1992).

2. Dünya Savaşı' nın ağır yeniden silahlanma politikaları 1937- 39 arasında Avrupa ekonomilerinin canlanmasına yardım etmiştir. 1937' ye kadar İngiltere' de işsizlik 1.5 milyona düşmüştür. 1939' da savaşın patlak vermesine müteakip seferberlik ilanı ile silah tutan herkes askere alınmış, böylelikle işsizlik ortadan kalkmıştır.

Amerika' nın savaşa 1941' de geç de olsa girmesi ile Büyük Buhran' ın en son etkilerini de ortadan kaldırmış, işsizlik %10' lardan daha aşağılara düşmüştür.

Amerika' da yüksek savaş harcamaları ekonomik gelişme oranlarını ikiye katlamış, hem bunalımın etkilerini maskeleymiş, hem de özellikle bunalımı bitirmiştir. İşadamları gitgide artan devlet borcunu ve ağır yeni vergileri önemsememiş, cömert hükümet kontratları ele etme için olan çabalarını katlayarak sürdürmüşlerdir. (Bakırtaş ve Tekinşen, 2003)

3.1.4. Krizin Sonuçları

Bu kriz, 20. yüzyılın en uzun,derin ve en geniş etkili ekonomik krizi olup 21. yüzyılda, dünya ekonomisinin ne kadar kötüye gidebileceğinin önemli bir örneği olarak sayılmaktadır.

Büyük Buhran zengin, fakir, zengin hemen hemen tüm ülkelerde yıkıcı etkiler bırakmıştır. Fakat krizin başlangıç noktası olan ABD'de Avrupa ülkelerinden daha kısa sürede atlatılmıştır. Kişisel gelirler, vergi gelirleri, karlar ve fiyatlar düşmüş, uluslararası ticaret üçte ikisinin yarısına gerilemiştir. ABD'nin GSYH'si 1929'da 315 milyar dolarken 1933'te 216

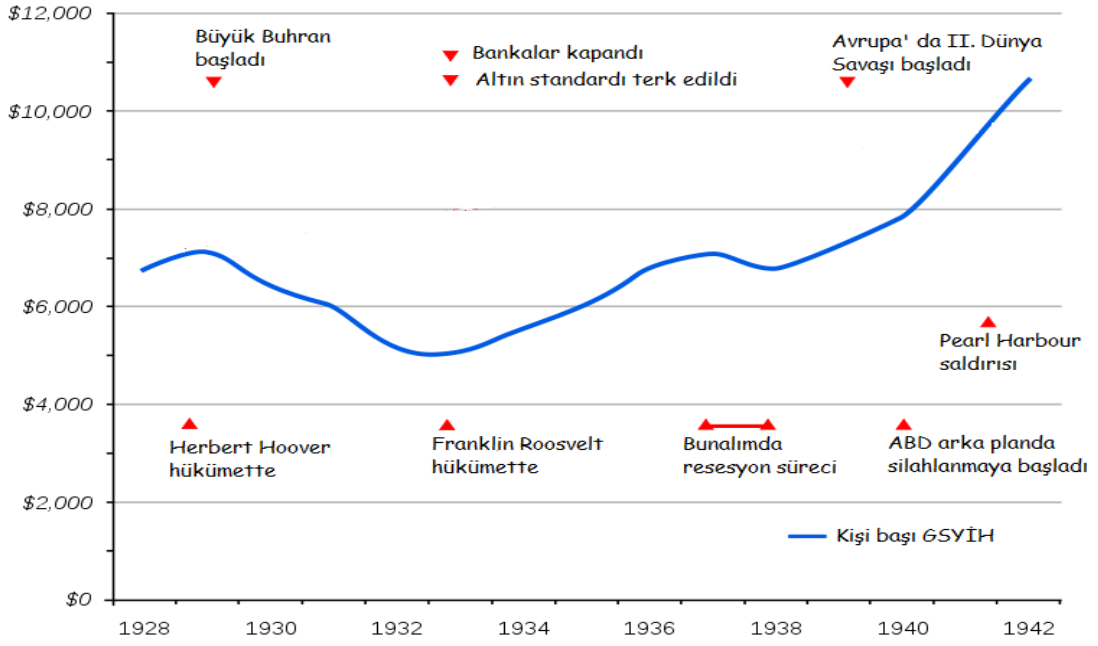
milyar dolara düşmüş, işsizlik 25'e yükselmiştir. İşsizlik oranı ABD' de 1929'da yüzde 3,2 iken 1933'te yüzde 25' lere, bazı ülkelerde ise yüzde 33' lere kadar yükselmiştir. Özellikle ağır endüstriye bağlı ülkeler ciddi yaralar almıştır. Birçok ülkede inşaat sektörü resmen durmuştur. Aynı dönemde fiyatlar yüzde 25, ürün fiyatları ise yaklaşık yüzde 60 düşmesinden dolayı başta tarım sektörü olmak üzere tüm sektörler olumsuz etkilenmiştir (deflasyon). (Rothbard,2000)

Ekonomik çalışmalar bize göstermektedir ki; ekonomik buhranın dünya çapına yayılması Altın Standardındaki rijitlik sebebiyle altın çevrilebilirliğinin sıkıntıya girmesi (mevcut para birimlerinin altın karşısında değerinin devalüe edilmesi ile olmuştur. Ülkelerin altın standardını terk etmelerinden itibaren izledikleri politikalar ve bunlara mukabil elde edilen sonuçlar oldukça çeşitlidir.

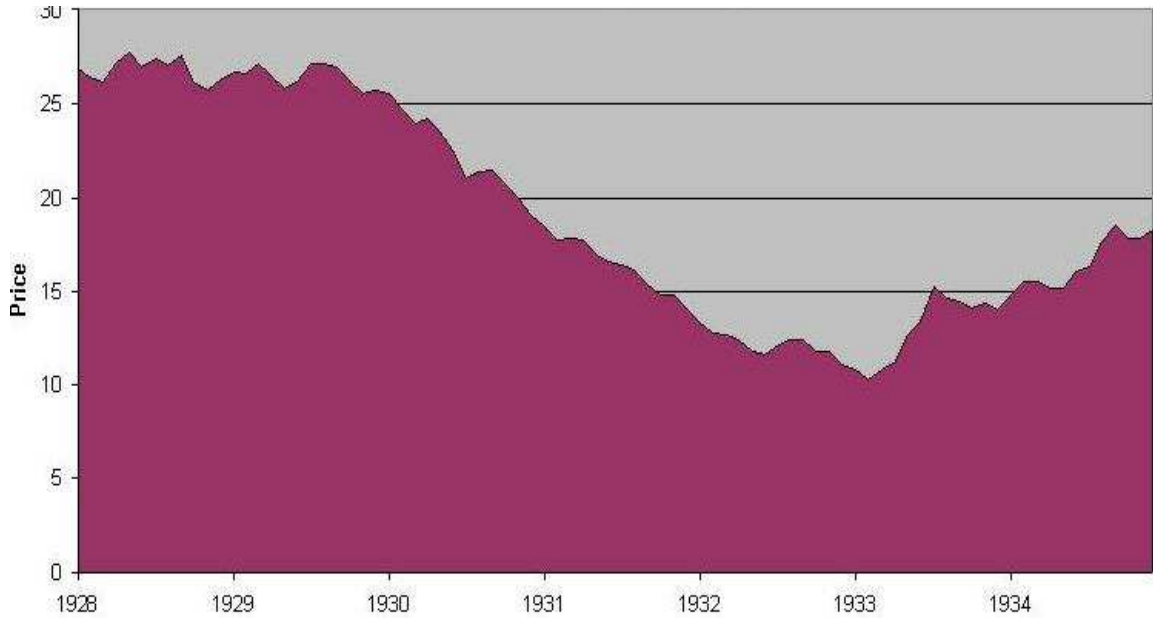
Büyük Buhran ile birlikte tüm ana para birimleri altın standardını terk etmiştir. Büyük Britanya ilk olarak terk eden ülke olmuştur. Para birimi pounda karşı yapılan spekülatif saldırılar ile altın rezervlerinin erimesi sebebiyle, Eylül 1931' de İngiltere Bankası pound' un altın ile değiştirilmesini durdurmuş ve pound yabancı serbest piyasalarda serbest harekete bırakılmıştır.

İngiltere, Japonya ve İskandinav ülkeleri altın standardını 1931 ' de terk etmişlerdir. İtalya ve ABD gibi diğer ülkeler, 1932- 1933' lere, "altın bloğu" olarak adlandırılan Fransa başta olmak üzere, Polonya, Belçika ve İsviçre gibi ülkeler 1935- 1936' lara kadar altın standardında kalmışlardır.

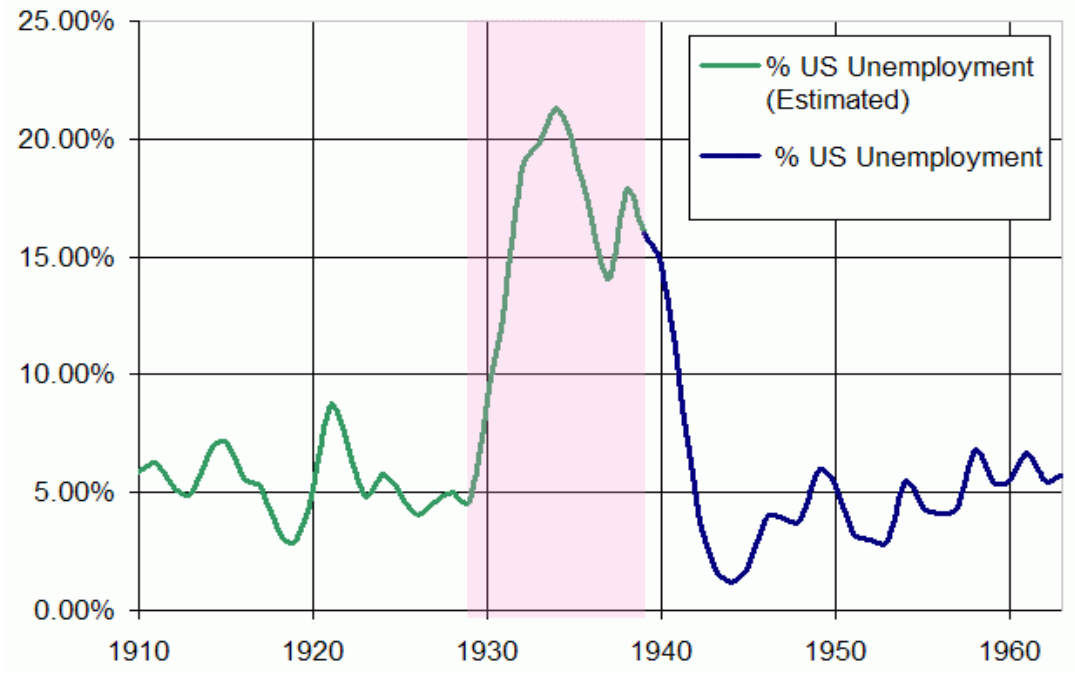
Sonraki analizlere göre, altın standardını hangi ülke daha önce terk etmişse, o ülke ekonomik iyileşmesini daha kısa sürede temin edebilmişlerdir. Örneğin, altın standardını 1931' de terk eden İngiltere ve İskandinav ülkeleri, altında daha uzun süre kalan Fransa ve Belçika' ya göre çok daha kısa sürede iyileşme sağlamışlardır. Dahası, Çin gibi gümüş standardı kullanan ülkeler bu sayede depresyondan tamamen uzak kalmışlardır. Altın standardını terk etmesi ile bu ülkenin bunalımı ne kadar şiddetli geçirdiği ve toparlanma süresi arasındaki ilişkinin tutarlılığı, gelişmekte olan ülkeler dahil onlarca ülkeler ile gösterilmiştir. Bu bile bunalım sonrası ülkelerin toparlanma sürelerinin niçin bu kadar farklı olduğunu açıklamaktadır. (Bernanke, 2004)



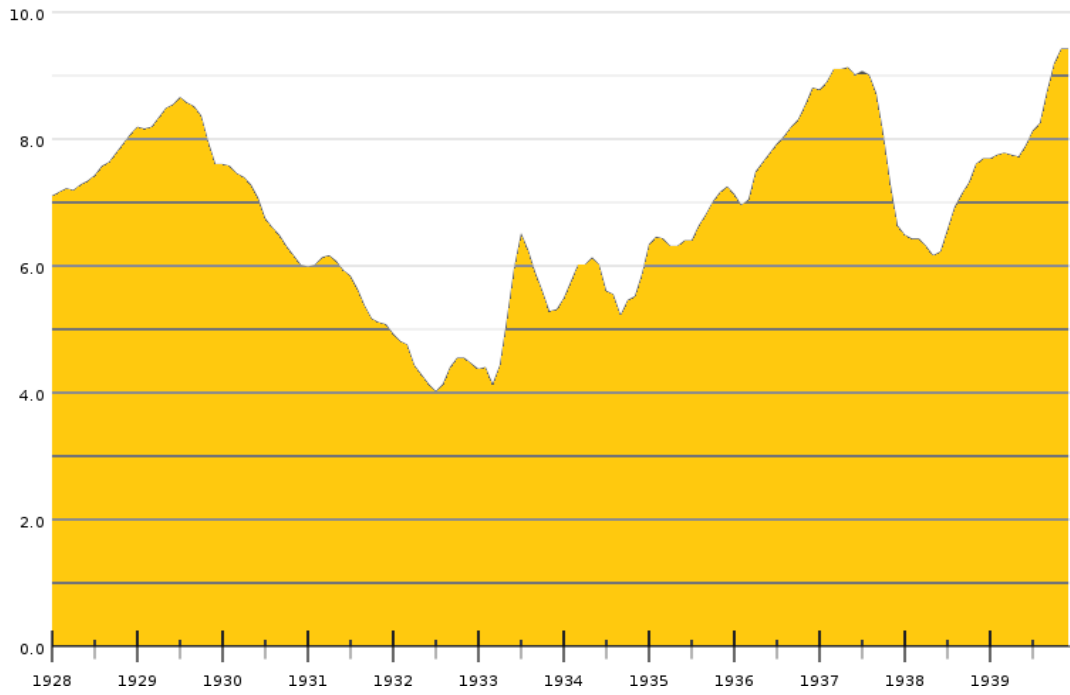
Şekil 3.2 Büyük Buhran süresince GSYİH' nın değişimi
(<http://www.measuringworth.org/usgdp>)



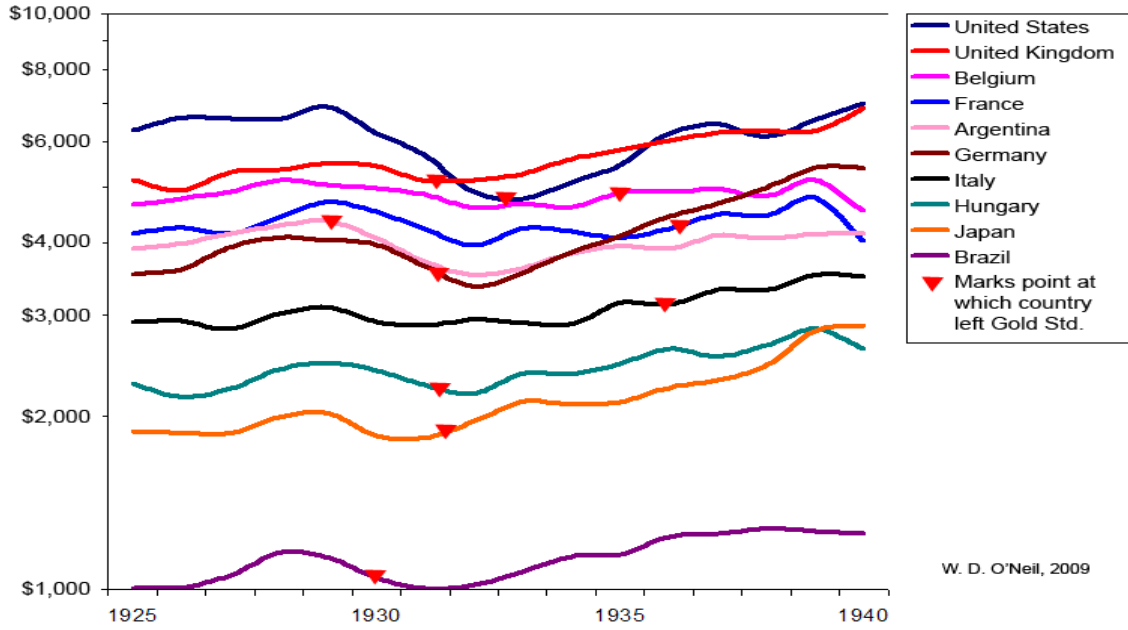
Şekil 3.3 ABD tarım fiyatları (1928-1935) (<http://www.bls.gov/data/>)



Şekil 3.4 1910-1960 arası ABD işsizlik oranları değişimi (<http://www.bls.gov/data/>)



Şekil 3.5 Amerikan endüstriyel üretim indeksi (1928-39)
(<http://research.stlouisfed.org/fred2/data/INDPRO.txt>)



Şekil 3.6 Dünya ülkeleri kişi başı düşen gelir miktarı gelişimi
(<http://www.ggdc.net/maddison>)

Tablo 3.1 Büyük Buhran sonrası dünya ülkeleri toplam sanayi üretim endeksleri (1929=100)
(Eğilmez, 2010)

Ülke	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935
ABD	90	100	83	69	55	63	69	79
İngiltere	94	100	94	86	89	95	105	114
Kanada	94	100	91	78	68	69	82	90
Fransa	94	100	99	85	74	83	79	77
Almanya	100	100	86	72	59	68	83	96
İtalya	99	100	93	84	77	83	85	99
Hollanda	94	100	109	101	90	90	93	95
İsveç	88	100	102	97	89	93	111	125

3.2. 1973 Petrol Krizi

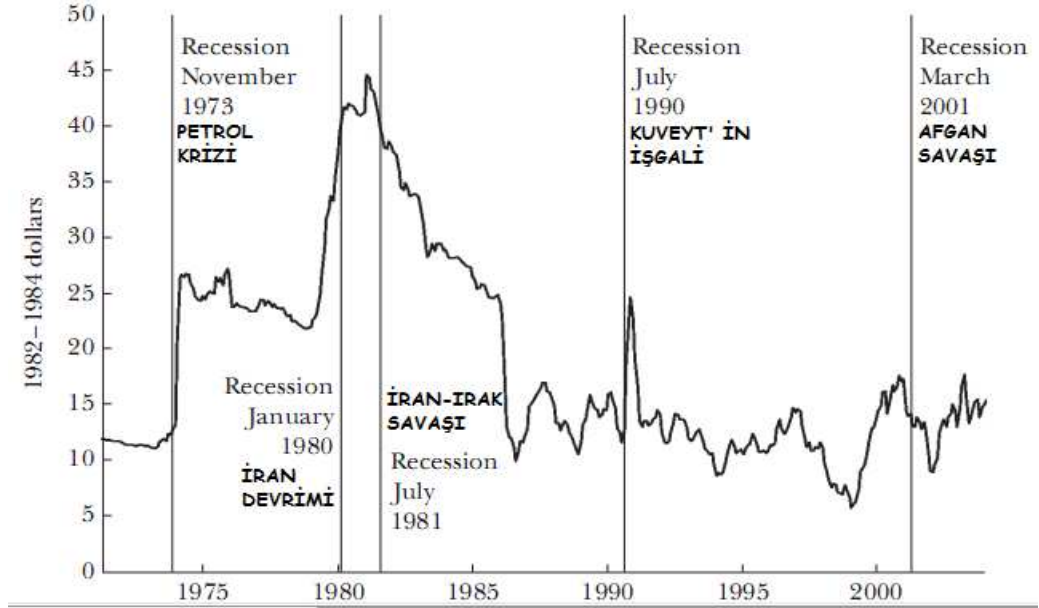
1973 Petrol Krizi, 15 Ekim 1973 tarihinde Petrol İhraç Eden Arap Ülkeleri Birliğinin OAPEC (OAPEC, OPEC üyesi Arap ülkeleriyle Mısır ve Suriye'den oluşur) Yom Kippur Savaşında ABD'nin İsrail Ordusuna destek vermesine karşılık olarak ilan ettiği petrol ambargosudur. OAPEC, ABD ve savaşta İsrail'den yana tavır sergileyen ülkelere artık petrol ihraç etmeyeceğini bildirir. Bununla beraber OPEC üyesi ülkeler dünya petrol fiyatlarını yükselterek ülkelere giren kaynakları artırmaya karar verirler. Gelişmiş ülke sanayileri petrole bağımlı durumda olduğu için OPEC ülkelerinin önde gelen müşterileri

durumundadır. 1973 yılında petrol fiyatlarındaki şaşkınlık verici artış ve 1973-74 dönemindeki borsanın çöküşü 1929 Krizinden beri yaşanan küresel bir ekonomik krizdi ve sadece fiyat artışlarıyla açıklanamayacak mekanizmalara ve uzun dönem etkilerine sahipti. (Perron, 1988)

3.2.1. Kriz Öncesi Durum

3.2.1.1. OPEC' in kuruluşu

Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (OPEC) 13 ülkeden oluşmaktadır. Bu ülkeler İran, 7 Arap ülkesi ve Ekvador, Endonezya, Nijerya, Angola ile Venezuela'dır. OPEC 14 Eylül 1960 tarihinde Bağdat Konferansında ve önde gelen ABD ve Hollanda petrol şirketlerinin baskılarına karşı çıkmak amacıyla kurulmuştur. Örgüt sayesinde petrol ihraç eden ülkeler Batılı şirketler tarafından üretilen petrolden daha yüksek pay almakta ve üretim seviyesini belirlemektedirler. Örgüt gittikçe daha birlikte davranmaya başlayacak ve 1970'lere gelindiğinde Batılı petrol şirketleri karşılarında birleşik bir blok olarak petrol üreticilerini bulmuşlardır (www.opec.org).



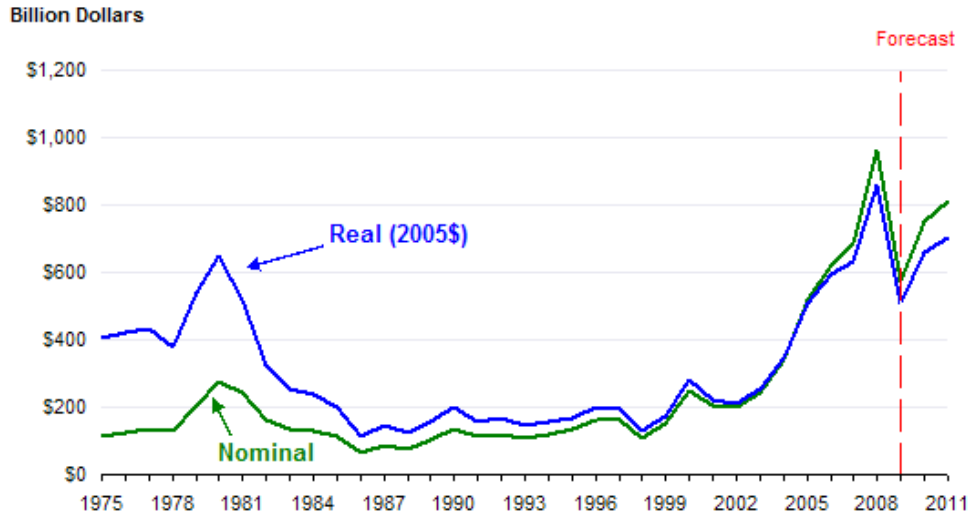
Şekil 3.7 1971- 2003 yılları arası önemli olaylar ham petrol fiyatlarının değişimi (Barsky ve Kilian, 2004)

3.2.1.2. Bretton Woods'un sonu

15 Ağustos 1971'de ABD altın borsasında tek geçerli değişim birimi olan ABD doları olarak belirten Bretton Woods Antlaşmasından çekildiğini açıklar. Değeri 1944 yılındaki antlaşmayla sabitlenmiş olan dolar bu kararla beraber dalgalı olacaktır. Bu kararın hemen ardından İngiltere benzer bir kararla İngiliz poundunu dalgalı kura geçirir. Sanayileşmiş

lkeler de benzer kararlarla kendi para birimlerini dalgalı kura geçirirler. Birbirleriyle bağlı Şekilde kararlar alan sanayileşmiş ülkeler ayrıca rezervlerini de artırarak önceden görülmemiŐ seviyelerde para basacaktır. Sonuçta ABD dolarının ve diğer para birimlerinin değeri düŐer. Petrol fiyatları dolar üzerinden olduğu için petrol üreten ülkeler aynı fiyata daha az net gelir elde eder hale gelmekteydi. (Eğilmez, 2010)

OPEC karteli ise yaptėı açıklamayla bundan sonra petrolün fiyatının dolara değil altın değerine göre hesaplanacağını belirtecektir. Bu kararla beraber 1970'lerdeki Petrol Őoku başlamış olur. 1971 yılını izleyen dönemlerde OPEC bu değer kaybını telafi edebilmek için ağır hareket etmiştir. 1947-1967 yılları arasında petrolün ABD doları üzerinden fiyatı yılda %2'den az artmıştı. Petrol Şokuna gelinceye kadar petrol fiyatı sabit olagelmiŐ ancak bu olaydan sonra çok dengesiz hale gelmiştir. OPEC lke bakanları yükselen fiyatların hızıyla aynı anda tepki verebilecek bir mekanizma kuramamıŐ ve piyasanın hızına yetiŐemeyince kazançları hep geriye düşmüştür. 1973-74 yılındaki fiyat artışları sayesinde Bretton Woods zamanındaki gelir seviyeleri altına referansla sağlanmıştı. (Hammes ve Wills, 2005)



Şekil 3.8 OPEC Net Petrol İhrac Gelirleri, 1972- 2007
(http://www.eia.doe.gov/cabs/OPEC_Revenues/Factsheet.html)

3.2.1.3. Yom Kippur Savaşı

6 Ekim 1973'de Suriye ve Mısır koordineli bir Şekilde İsrail'e saldırarak Yom Kippur Savaşını baŐlattılar. Arap-İsrail savaŐlarından dördüncüsü olan savaş zaten çıkmak üzere olan büyük krizi tetikler. Batı açısından bakıldığında yolun sonuna gelinmiŐti; enerji sarfiyatını yılda %5 artırmaya devam edip, petrolü düşük fiyattan almayı sürdürerek ve buna rağmen petrol üreten 3. Dünya ülkelerine iŐlenmiŐ ürünleri enflasyonlu fiyatlarla satamaz haldedir. Bu

gerçeklik o dönem bölgedeki ABD'nin en sadık müttefiki ve dünyanın en büyük ikinci petrol ihracatçısı olan İran Şahı tarafından New York Times'da dile getirilmiştir:

“Petrolün fiyatı tabii ki artacak, hem de nasıl! Siz (Batılı ülkeler) bize sattığınız buğdayın fiyatını %300 artırdınız, aynı durum şeker ve çimentoda da geçerli. Bizim ham petrolümüzü alıyor, onu rafine ettikten sonra tekrar bize 100 katı fiyata satıyorsunuz. Bundan sonra adil olan bize petrol için daha fazla ödeme yapmanızdır. Diyelim ki on kat daha.”(Smith, 1973)

Bunu izleyen günlerde 17 Ekim 1973 günü Arap ülkeleri ABD'ye Yom Kippur Savaşında İsrail'e verdiği askeri destek (Nickel Grass Operasyonu) yüzünden cezalandırma olarak petrol ambargosu başlatırlar. Ambargo hemen Batı Avrupa ve Japonya'yı da içerecek şekilde genişletilir. (Barsky ve Kilian, 2004)

3.2.2. Krizin Gelişimi

16 Ekim 1973 tarihinde OPEC petrol üretimini düşürüp, Batılı ülkelere özellikle de ABD ve Hollanda'ya petrol taşıyan sevkiyatlara ambargo koyar. Savaş sırasında Hollanda, İsrail'e silah sağlamış ve ülkesindeki havaalanlarından ABD'nin yardım uçuşları yapmasına izin vermiştir. OPEC ayrıca petrol fiyatlarını yükseltmiş ve arz azalmasına rağmen talep sabit kalınca fiyatlar muazzam artmıştır. Üretimin de sınırlanmasıyla petrol fiyatı sınırsızca artmaya başlar. Bretton Woods Antlaşmasının bozulmasıyla dünya finans sistemi zor durumdayken 1980'li yıllara kadar ekonomik durgunluk ve yüksek enflasyon çok sık yaşanacaktır. (Perron, 1988)

Tablo 3.2 1973- 1974 Petrol Krizi Kronolojik Gelişimi (Perron, 1988)

1 Ocak 1973	1973- 1974 Borsa çöküş süreci başlar.
13 Kasım 1973	Yom Kippur Savaşı hazırlıkları kapsamında Suudi kralı Faysal ve Mısır Cumhurbaşkanı Enver Sedat Riyad'da biraraya gelir ve gizli antlaşmaları tartışırlar. Antlaşmaya göre vaklamakta olan silahlı mücadelede Araplar petrolü bir silah
15 Eylül 1973	OPEC bir antlaşma zemini olarak 1971 Tahran Antlaşması uyarınca İsrail'e verilen desteğin kesilmesine karşılık 6 İran Körfezi ülkesinin fiyatların artışına engel olabileceklerini açıklar.
6 Ekim 1973	Mısır ve Suriye koordineli olarak İsrail'e saldırarak 4.Arap-İsrail savaşı olan Yom-Kippur Savaşını başlatırlar.
8-10 Ekim 1973	OPEC ile petrol şirketleri arasında yapılan 1971 Tahran fiyat antlaşmasını revize etme toplantısı başarısız olur.
12 Ekim 1973	ABD, <i>Nickel Grass</i> Operasyonunu başlatır, bu operasyon sırasında Yom Kippur Savaşında İsrail'e askeri malzeme ve silah hava yoluyla taşınacaktır.
16 Ekim 1973	Tek taraflı olarak aldıkları kararla Suudi Arabistan, İran, Irak, Abu Dabi, Kuveyt ve Katar petrol fiyatlarını % 17 artırarak varil başına fiyatı 3.65 dolara yükseltip üretimi azaltırlar.
17 Ekim 1973	OPEC petrol bakanları petrolü silah olarak kullanma ve Arap-İsrail savaşı sırasında Batının İsrail'e verdiği destek yüzünden cezalandırılması kararı alır. Dost olmayan ülkelere ambargo ve ihraç kesintisi öngörülür.
19 Ekim 1973	ABD Başkanı Richard Nixon Kongreden 2.2 milyar dolar mertebesinde İsrail için acil yardım paketini onaylamasını ister. Suudi Arabistan, Libya ve diğer Arap ülkeleri ABD'ye petrol ihracında ambargo yapılacağını bildirirler.
26 Ekim 1973	Yom Kippur Savaşı sona erer.
23-28 Ekim 1973	Arap petrol ambargosu Hollanda'yı da kapsayacak şekilde genişletilir.
5 Kasım 1973	Arap petrol üreticileri %25 üretim azaltılmasını ilan eder. %5 daha eksiltme tehdidi yapılır.
23 Kasım 1973	Ambargo kapsamına Portekiz, Rodezya ve Güney Afrika dahil edilir.
27 Kasım 1973	ABD Başkanı Nixon, petrol ürünlerinin fiyatını, üretimini ve satış koşullarını kontrol altına alan Acil Petrol Kanununu imzalar.
9 Aralık 1973	Arap petrol bakanları dost olmayan ülkelere ihraç edilen petrolde 1974 yılı Ocak ayından itibaren %5'lik bir indirim kararı alır.
25 Aralık 1973	Arap petrol bakanları Ocak ayı için öngörülen %5 indirimi iptal ederler. Suudi Petrol Bakanı OPEC üretim seviyesinin %10 artacağını bildirir.
7-9 Ocak 1974	OPEC petrol fiyatlarını 1 Nisan tarihine kadar dondurma kararı alır.
11 Şubat 1974	ABD Dışişleri Bakanı Henry Kissinger Bağımsızlık Projesini açıklar, bununla amaçlanan enerjide dışa bağımlı olmayan bir ABD'dir.
12-14 Şubat 1974	Arap-İsrail ateşkesi görüşmeleri sırasında Cezayir, Mısır, Suriye ve Suudi Arabistan liderleri petrol stratejilerini masaya yatırırlar.
17 Mart 1974	Libya hariç Arap ülkeleri petrol bakanları ABD'ye karşı uygulanan petrol ambargosunun sona erdiğini ilan ederler.
Aralık 1974	1973-74 Borsa Krizi sona erer.

3.2.3. Ekonomik Toparlanmanın Sağlanması

3.2.3.1. Ambargonun Kısa Vadeli Ekonomik Etkileri

Ambargonun kısa vadede çok çarpıcı etkileri olmuştur. OPEC, petrol şirketlerinden ödemeleri artırmalarını isteyince petrol fiyatı dört kat artarak varil başına 12 dolara çıkmıştır. Petrol fiyatındaki bu artış petrol ihraç eden ülkeleri çok etkilemiş, yıllarca Batılı devletlerin kontrolündeki petrol gelirleri Ortadoğu ülkelerine akmaya başlamıştır.

Kendi ihraç mallarının fiyatı düşen ve petrole yüksek fiyat ödemek zorunda kalan gelişmekte olan ülkeler bu açmazdan çok etkilenecektir.

Petrol fiyatlarının artmasıyla Suudi Arabistan iddialı beş yıllık kalkınma planları oluşturmaya başlayacaktır. 1980 yılı için öngörülen harcamalar 250 milyar dolardır. Diğer ülkeler de petrol gelirleri sayesinde büyük ekonomik gelişme programlarına başlarlar.

Öbür yandan petrol fiyatları Batı ülkelerinde kaos yaratır. ABD’de tüketiciye satılan benzinin galon fiyatı Mayıs 1973’de 38.5 sentten Haziran 1974’de 55.1 sent olacaktır. New York Borsası ise bu dönemde 97 milyar dolar değer kaybetmiştir.

Kriz ABD’de devletin petrol fiyatlarını kontrol etmesiyle büyüyecektir. ABD’de önceden bulunan petrolün fiyatı sabitlenirken, yeni bulunmuş olan petrol kaynaklarından elde edilen petrol yüksek fiyattan satılarak yapay bir yokluk yaratılacaktır. Petrol aramanın özendirilmesini amaçlansa da önceden bulunan petrol piyasada bulunmamaya başlayacaktır. Yokluğa çare olarak piyasadaki benzine karne uygulaması getirilecektir. Plakaları tek numaralı biten araç sahipleri ancak ayın tek günlerinde benzin alabileceklerdir. Aynı durum çift numaralı plakalı araçlar için de geçerliydi. Bazı ABD eyaletlerinde benzin satışı için üç renkli bayrak uygulaması yapılmıştır; yeşil bayrak karnesiz satış, sarı bayrak karneyle satış, kırmızı bayrak ise benzinin bulunmadığını simgelerdi. 1974-75 yıllarında Enerji Bakanlığınca kuponlar basılsa da kullanıma girmeyecektir.

Avrupa’daki ülkelere uygulanan ambargo her ülkeye eşit değildir. Avrupa Ekonomik Topluluğu AET üyesi 9 ülkeden Hollanda tamamen ambargo altındayken, ABD’ye askeri üslerini operasyon için kullandırmayan İngiltere ve Fransa petrolünü kesintisiz şekilde almaktaydı. İsrail’in geleneksel destekçisi olan İngiltere’de baştaki Ted Heath, kendinden önceki yönetimin tersine İsrail’i Araplara karşı desteklememiş ve İsrail’in 1967 sınırlarına çekilmesini talep etmiştir. Yom Kippur Savaşı karşısında AET üyeleri ortak bir tutum alamamıştır. Topluluk sonunda 6 Kasım’da yayınladığı bildiride Fransa-İngiltere hattında

açıklama yapınca, Arap yanlısı tutum sonucunda AET üyeleri ambargo kapsamından çıkartılır. (Barsky ve Kilian, 2004)

3.2.3.2. OPEC Örgütünün Düşüşü

1973 yılından sonra OPEC eski önemini yitirmeye başladı ve 1981 yılına gelindiğinde OPEC ülkelerinin petrol üretimi diğer ülkeler tarafından geçilecektir.

Ayrıca OPEC üyesi ülkeler arasında herhangi bir birlik kalmamış durumdadır. Petrol piyasasındaki pazar payını tekrar yakalamak isteyen Suudi Arabistan petrol üretimini artırınca petrol fiyatlarının düşmesi yönünde bir baskı oluşmuş, yüksek maliyetli petrol işletmeleri zararlı hale gelmiştir. 1979 Enerji Krizinde 80 dolar mertebesine yükselen varil başına petrol fiyatı 1980'lerde 38 dolar seviyelerine düşecektir. (www.opec.org)

Petrol fiyatlarının azalması ise petrol üreten ülkeler için büyük sorun haline gelmiştir. Yoksulluğun yoğun olduğu petrol ihracatçısı ülkeler (Meksika, Nijerya, Cezayir ve Libya) geçiş dönemine hazırlıksız yakalandıkları için zor durumda kalacaklardır. Talep azaldıktan ve aşırı üretim başladıktan sonra kartel petrol alanındaki hakimiyetini kaybedecektir.

1970'lerde petrol sayesinde ekonomisi büyüyen Meksika, Nijerya ve Venezuela gibi ülkeler durum normale dönünce ekonomik krize gireceklerdir.

3.2.4. Sonuç

- Amerika' nın önyak olması ile Avrupa iktisadi işbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (OECD) çerçevesinde, 1974 Ekiminde, Amerika, Kanada, Fransa hariç Ortak Pazar ülkeleri, Japonya, İspanya, Türkiye, Avusturya, İsviçre, İsveç ve Norveç'in katılması ile Milletlerarası Enerji Ajansı'nın (International Energy Agency) kurulması oldu. Bu kuruluşun amacı, enerji ve fakat bilhassa petrolün sağlanmasında, kullanılmasında bir işbirliğini, dayanışmayı ve ortak planlamayı gerçekleştirmektir. Ortak Planlama çalışmalarında, daha sonra, her üye ülkenin en az 60 günlük petrol stokuna sahip olması prensibi kabul edilmiş ve daha sonra da bu stok miktarı 90 güne çıkarılmıştır. Bundan başka, petrol sıkıntısına düşmeleri halinde, üye ülkelerin birbirlerine yardım etmeleri esası da kabul edilmişti.
- Batılı ülkelerinin artık enerji alanındaki bağımsızlıkları ve artan güvenlik tehlikeleri Arap ülkelerini Batı ile ilişkilerinde daha dikkatli olmaya sevk etmiştir. Bunun en iyi görüldüğü alan olarak Suudi Arabistan'ın petrol fiyat ve üretim miktarlarında sürekli Batılı ülkelerin istekleri doğrultusunda hareket etmesi gösterilebilir. Düşük petrol

fiyatlarıyla alternatif enerji kaynaklarına olacak olası yönelimler engellenmeye çalışılır.

- 1973 petrol ambargosundan önce 1971 model 6,5 litre motor hacimli Chevrolet Caprice' deki gibi büyük, ağır ve güçlü, dolayısıyla çok fazla yakıt tüketen araçlar ABD'de standarttı. Petrol ambargosundan sonra büyük araçlar satılmamaya başlamış, talebin tamamı yeni üretilen küçük motorlu araçlara yönelmiştir. Bu durum karşısında büyük üçlü (General Motors, Ford ve Chrysler) daha küçük ve yakıt tasarrufu sağlayan araçlara dönmüşler ancak bu dönüşüm gerçekleşene kadar piyasayı Toyota, Honda ve Nissan ele geçirmiştir bile.
- Petrol Kriziyle beraber Avrupa'da otomobil alanlar küçük ve tasarruflu araçlara yöneldiler. Fakat ABD' den farklı olarak, petrol ithal edildiği için 2. Dünya Savaşından sonra çoğu Batı Avrupa ülkesi araçlarda kullanılan benzine ağır vergiler koyulmuştu. Dolayısıyla Avrupa otomotiv endüstrisi küçük motorlu araçlar ekseninde gelişim göstermiş, bu sayede de Japon otomobillerinin tekeline girmemiştir.
- Arap ülkelerinin petrolü silah olarak kullanmak istemelerine rağmen sonuçta Arap ülkeleri diplomatik alanda Batılı ülkeleri kendi saflarına çekmiş olsalar da ekonomik ve askeri olarak daha da Batı bağımlısı duruma gelmişlerdir.
- Ambargodan önce bölgedeki ABD-SSCB çekişmesi ve ucuz petrol fiyatı yüzünden aranamayan alternatif enerji kaynakları Arap ülkelerine finansal anlamda bir güvence ve ortalama bir gelişme hızı vermektedir.
- Ambargoyu izleyen dönemde ise yüksek petrol fiyatları yeni petrol alanlarının araştırılmasına ve Alaska, Kuzey Denizi, Hazar Denizi ve Kafkaslarda petrol çıkartılmasına yol açacaktır.
- Hidrokarbon ürünlerinin fiyatlarının artmasıyla beraber Sovyet petrol ürünlerine bölgede ihrac pazarları açılmış ve Hazar Denizi ile Sibiry'a da petrol arama faaliyetleri pahalı olmaktan çıkmıştır. Bu seviyede petrol ihracatı artan Sovyetler Birliği 1980 yılında dünyadaki en fazla petrol üreten ülke olacaktır.
- Yeni petrol sahaları araştırmaları ile birlikte Venezuela' nın başını çektiği Latin Amerika ülkeleri sahneye çıkmıştır ve ihrac edilen petrol sayesinde bölgesel bir ekonomi halini almışlardır.
- Artan petrol fiyatları, silah harcamalarını da artırmış ve savaş tehlikesini yükseltmiştir. Bölgeye ABD ve Sovyetler Birliği tarafından çok sayıda yüksek teknoloji içeren silahlar satılmış ve farklı sebeplerle bölge ülkeleri arasında sürekli olarak sürtüşmeler çıkmıştır. Özellikle Suudi Arabistan ve İran yükselen iç ve dış tehlikelere karşı

gelebilmek için kesinlikle ABD desteğine bağımlı hale gelmiştir. (Washington Post, 3 Ocak 1980)

- 1973 Petrol Krizi, Japon ekonomisinin petrole bağımlı sanayiden elektroniğe yönelmesinde belirleyici olmuştur. Batı Merkez Bankaları büyüme hızlandırmak için faiz oranlarını düşürecek, artan enflasyon önemsenmeyecektir. Uygulanan bu politikalarla krizin uzun dönem etkileri önlenememiştir. 1974 yılında dünyadaki en zengin 15 şirket arasında 7 tanesi petrol şirketleriydi.

3.3. 1992 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi

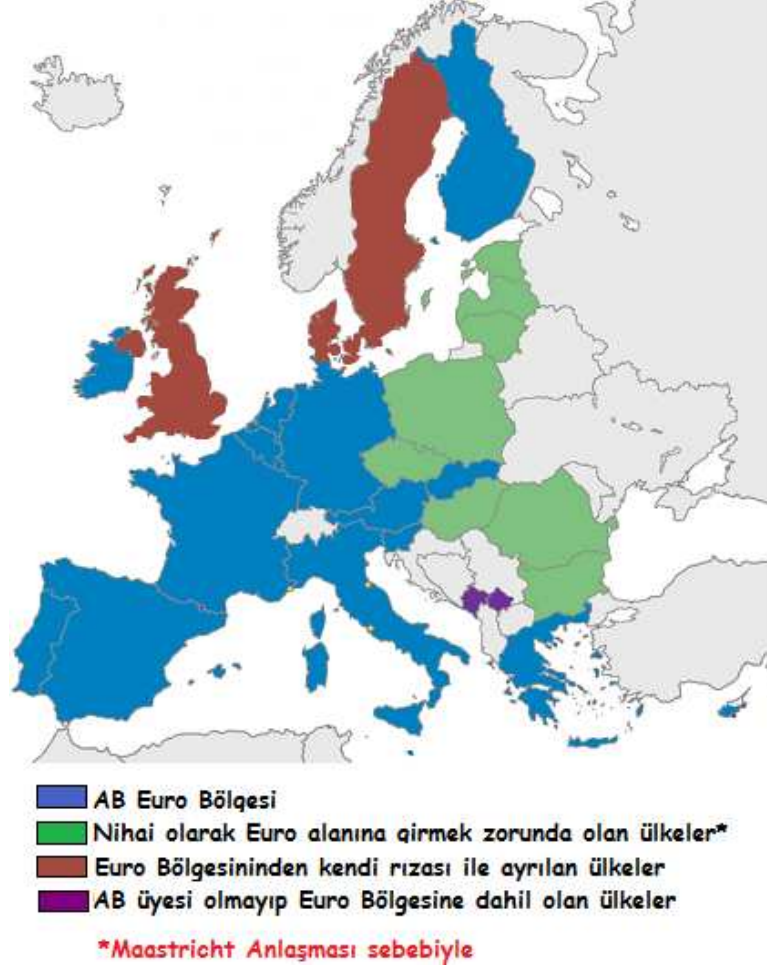
3.3.1. Avrupa Döviz Kuru Mekanizması

Döviz Kuru Mekanizması (ERM), 1979 Mart'ında Avrupa Topluluğu tarafından Ekonomik ve Parasal Birlik (Economic and Monetary Union, EMU)'ya geçişte ön hazırlık olarak Avrupa Para Sistemi (European Monetary System, EMS)'nin bir parçası olarak döviz kurlarının çığınca dalgalandığı bir dünyada, görece parasal istikrarın sağlandığı bir alan oluşturmak amacıyla başlatılan ve Avrupa para sisteminin çekirdeğini oluşturan bir girişimdir ve 1 Ocak 1999'da euronun Avrupanın ortak para birimi olmasına giden sürecin başlangıcını teşkil etmektedir. ERM, katılımcıların para birimlerinin birbirleri karşısında, kabul edilen merkezi oranların başlarda yüzde $\pm 2,25$ 'i, daha sonra ± 15 'i ile (2,25'lik bant içinde kalmaya devam eden Alman markı ve Hollanda florini dışında) sınırlanan, önceden belirlenmiş bir bant içinde dalgalanmalarına izin vermektedir. 1980'lerin ve sonra da 1990'ların başındaki, İngiliz poundunun mekanizmadan ayrılmasına yol açan döviz krizleri esnasında, ERM'de birtakım yeni ayarlamalar yapılmıştı. (Dinan, 2005)

İngiltere, Danimarka ve İsveç ile AB üyesi olmayan Norveç, İzlanda ve İsviçre harici Batı Avrupa ülkeleri ve yeni katılan eski Doğu bloku ülkeleri eurozone bölgesine dahildir.

31 Aralık 1998'de Eurozone bölgelerinin Avrupa Para Birimi döviz kurları dondurulmuş; bunun yerini avro almıştır. 1999'da ise, ERM II, ERM'nin yerini almıştır. Yunanistan ve Danimarka bu yeni sistemin parçası olmalarına rağmen, 2001'de Yunanistan'ın avroya katılımı onayladığı gün, Danimarka halkı oylarıyla euroya girişi reddetmiştir.

28 Haziran 2004'de Estonya, Litvanya, Slovenya, 2 Mayıs 2005'de Kıbrıs Rum Kesimi, Litvanya ve Malta, 28 Kasım 2005'de Slovakya eurozonea katıldı. 1 Mayıs 2004'de AB'ye giren Polonya, Çek Cumhuriyeti ve Macaristan'ın da yakın zamanda katılacağı düşünülmektedir. (The Times, 9 Haziran, 2005)



Şekil 3.9 Euro bölgesi ve çevreleyen ülkelerin durumu (Desmond, 2005)

3.3.2. Krizin Gelişimi

Avrupa Birliğinin parasal birlik yolunda kararlaştırdığı Maastricht Anlaşmasına 1992 Haziran ayında Danimarkalılar red oyu vermişlerdi. Bu durum ERM içinde döviz kurları üzerindeki baskıların artması sonucunu doğurmuştur. Bu gelişme sonrasında ilk olarak, İtalyan bütçe açıklarının Liretin desteklenmesine yol açacağı düşüncesi ile Liret üzerinde spekülasyon işlemleri gerçekleştirilmiştir. Finlandiya ve İsveç üzerinde denenen spekülasyon ataklarının sonuç vermesi ve İtalyan Liretinin baskılara dayanamayarak %7 oranında devalüe edilmesi, bu defa spekülasyoncuların dikkatlerini İngiliz Sterlini'ne çevirmiştir. İngiliz Sterlini'ne yönelik ataklar sonucu 16 Eylül 1992'de Bank of England' ın yoğun müdahalelerine rağmen İngiltere'de faiz oranları bir günde %5 oranında yükselmiştir. (Akdiş, 2000)

1992 sonbaharındaki spekülasyoncuların yönetimindeki dev boyutlu sermaye akışının ülke milli paralarına karşı yürüttükleri spekülasyon hareketleri sonuçta İngiltere, İtalya ve İspanya'nın Avrupa Para Sistemi'nin döviz kuru mekanizmasının dışına çıkmasına neden olmuştur (bir başka deyişle sistemin içinde olmalarına rağmen mekanizmanın öngördüğü dalgalanma

bantlarının dışına çıkmışlardır). 1993 yazında ise, ikinci bir dalga, Fransız Frangı'nın öngörülen değişim bandında kalmasını sağlamak amacıyla döviz kuru bandının genişletilmesi yönünde bir kararın alınmasına yol açmıştır. Takip eden yıllarda olayların gelişimi piyasalarda şaşkınlık yaratabilecek şekilde olmuştur; Fransa kısmen zayıflamış olan Frangı kullanmayı reddetmiş ve Alman Markı karşısındaki dar dalgalanma bandına dönmüş, bu sırada ERM'den çıkışın ardından yükselişe geçen İngiltere ekonomisi Pound'u ERM' den çıktığı düzeylere geri getirmiştir. ERM' de meydana gelen krizler spekülative saldırılara iyi birer örnek oluşturmakta ve genellikle bu bağlamda incelenmektedir. (Kraugman, 1997)

ERM krizlerini klasik hale getiren etken, bu krizlerin “İkinci Nesil Modellerin” önemini ortaya koymasındır. Avrupa ülkelerinin 1992 ve 93 yıllarında maruz kaldıkları spekülative saldırılar Kanonik kriz modeliyle tam olarak açıklanamaz. Hükümetler bütün örneklerde ister yerli ister yabancı olsun sermaye piyasalarına erişme yeteneklerini kaybetmemişlerdir. Herşeyden önce bu, hükümetlerin bütçe açıklarını para basmak suretiyle finanse etmeye ihtiyaç duymadıkları anlamına gelmektedir; gerçekten de yurtiçi kredilerde marjinal ve hızlı bir artış olmamıştır. Bu aynı zamanda döviz kuru rezervlerinde bir kısıtlamayla karşılaşmadığına da işaret etmektedir. İngiltere ve Fransa uluslararası piyasalardan borçlanmak için gerekli kredibilitelerini korumuşlardır. Para birimlerini dalgalanmalardan korumak için gereken tek şey yalnızca yurtiçi faizleri artırmaktır. (Kraugman, 1997)

Peki İkinci Nesil Modellerin öngördüğü devalüasyona yol açan motivasyon ne olmuştur? Cevap; açık bir şekilde yetersiz talebe bağlı olarak oluşan işsizliktir, hükümetlerin genişlemeci politika (bu politikayı sabit kur sistemi altında uygulamak neredeyse imkansızdır) uygulama konusunda maruz kaldıkları baskı krizlerin itici gücünü oluşturmuştur. Gerçekten de Avrupa hükümetlerinin doğal ve yapısal seviyesinin üstünde olan işsizliğin politik maliyetleriyle, ERM'den çıkmanın politik maliyetleri arasında bir seçim yapmak zorunda kaldıklarını düşünebiliriz.

İşsizlik probleminin ardında, Berlin Duvarı'nın yıkılması ve Alman Markı'nın Avrupa Para Sistemi'nde “de facto” olarak kilit bir rol oynamasının etkileşime girerek alışılmadık bir duruma yol açması yatmaktadır. Doğu'yla birleştikten sonra Almanya ağır harcamaları karşılayabilmek için genişlemeci politikalara başvurmuş, Bundesbank da tıpkı 1980'lerde Federal Reserve gibi harcamaların yarattığı açığı kapatmak için sıkı para politikası izlemek zorunda kalmıştır. Ancak paralarını Alman Markı'na sabitleyen diğer Avrupa ülkeleri kendilerini mali genişleme olmaksızın sıkı para politikasına uyum göstermek mecburiyetinde

hissetmişler, bu durum da beraberinde kaçınılmaz olarak durgunluğu getirmiştir. Böylelikle krizin tüm bileşenleri yerli yerine oturmuştur. (Kraugman, 1997)

Döviz Kuru Mekanizması II (ERM II)

Tek para birimi öncesinde döviz kuru mekanizmasını model alan ERM II, (tek para birimi) avro ile diğer AB para birimleri (Ekonomik ve Parasal Birlik' in üçüncü aşamasına katılmayan ülkelerin para birimleri) arasındaki ilişkileri düzenleyecektir. Avrupa Konseyi, 1996 Aralık'ında Dublin' de Ekonomi ve Maliye Bakanları Konseyi (ECOFIN) ve Avrupa Para Enstitüsü' nün (APE) hazırladığı teklifleri temel alarak, ERM II' nin çerçevesini belirledi ve 1997 Haziran' ındaki Amsterdam zirvesinde, mekanizmanın ilkelerini ve temel göstergelerini belirleyen bir kararı kabul etti. ERM II, avro dışındaki para birimlerinin avro ile ilişkileri için nispeten daha geniş dalgalanma marjlarına olanak vermektedir. Avrupa merkez bankaları sistemi (AMBS) ve avro kapsamı dışındaki ülkelerin ulusal merkez bankaları, paritenin dalgalanma sınırları (\pm yüzde 15) içinde kalmasını sağlamak amacıyla müdahalelerde bulunacaklardır. (Dinan, 2005)

3.3.3. ERM Krizinin Özellikleri ve Alınması Gereken Dersler

İngiliz Sterlini ile başlayan ve ERM sistemini sarsan krizin kendine özgü olarak belirtilebilecek dört özelliği bulunmaktadır. (Kraugman, 1997)

- 1) Krizlerde spekülasyon büyük rol oynamaktadır. para sihirbazı olarak anılan George Soros'un krizin tetiğini çekmede oynadığı roldür. Soros daha işin başında Sterlin'deki devalüasyon olasılığını farketmiş, kısa dönemli krediler şeklinde yaklaşık 15 milyar dolarlık kısa pozisyon almıştır. Kısa pozisyonun amacı döviz kuru rejimindeki bir çöküşten kar etmektir ve Soros kendi satışlarıyla bu çöküşü hızlandırmaya çalışmıştır. Hala, Soros'un bu çabalarının çöküşte ne derece önemli rol oynadığı kesinlik kazanmamıştır, Soros' un çabaları olmasa da zaten krizi yaratacak şartların mevcudiyeti ortadadır.
- 2) Bu tecrübe göstermiştir ki, sermaye hareketlerinin yüksek olduğu bir dünyada döviz rezervleriyle krizler arasındaki ilişki yok denecek kadar azdır. İngiltere ve İtalya merkez bankalarının yeterli rezervleri vardı, üstelik ERM düzenlemeleri çerçevesinde Almanya'dan kredi alma haklarını da kullanabilirlerdi. Döviz kuruna büyük meblağlarda müdahale edebilecek konumdaydılar (İngiltere'nin birkaç gün içerisinde 50 milyar dolar değerinde Sterlin aldığı sanılmaktadır). Üstelik bu müdahaleyi para tabanında bir azalmaya meydan vermeyecek şekilde açık piyasa işlemleriyle

dengeleyerek sterilize şekilde yapmışlardır. Doğal olarak bu işlem beklenen etkiyi yaratmamıştır. Sterlin sadece para tabanındaki kısıtlamayla korunmaya çalışılmış, başka enstrüman kullanılmamıştır, nitekim faiz oranlarının yükselmesinden yalnızca iki gün sonra Bank of England sabit pariteyi terketmiştir.

- 3) ERM'deki geçmişe dönük krizler şaşırtıcı bir gerçeği daha ortaya çıkarmıştır; krizler finans piyasaları tarafından beklenmedikleri anda ortaya çıkmaktadır. Yapılan bazı çalışmalar, spekülasyon hareketlere maruz kalan para birimlerinin bandın dışına doğru genişlemeye, ancak çöküşten bir ay kadar önce başladığını göstermiştir.
- 4) ERM krizlerinden alınacak dikkate değer bir ders de, krizden etkilenen ve para birimleri bandın dışına çıkan ülkelerin süregelen dönemde aldıkları önlemlerle, para birimlerini korumaya çalışan ülkelere nazaran ekonomik açıdan daha iyi konuma geldikleridir. Özellikle İngiltere enflasyon oranında bir artış olmadan işsizliği önemli ölçüde azaltabilmiştir.

3.4. 1994 Meksika Krizi

1994 Meksika Finansal Krizi, Ekim 1994' de Meksika pezosunun ani devalüasyonu sonucu meydana gelmiş olup Meksika pezo krizi olarak da bilinir. Yaşanan kriz diğer Latin Amerika ülkelerine de sıçrayarak birçok ülkeyi etkilemiş, kriz ekonomi literatürüne "Tekila Krizi" olarak geçmiştir. Birçok iktisatçıya göre 21.yüzyılın ilk krizidir. (Özel, 2005)

Krizi açıklamaya yönelik çeşitli yaklaşımlar vardır.

- Bunlardan ilkinde göre, devalüasyon beklenmekteydi ve kamu borcunun ulaştığı boyutla ilgili finansal paniğin bir sonucuydu. Bu tür bir açıklama krizleri açıklamaya yönelik spekülasyon saldırı yazınıyla ilişkilendirilebilir. Bu modele göre, ülkenin döviz rezervleri, aşırı iç kredi genişlemesi nedeniyle yavaş yavaş azalır; eninde sonunda bir stok uyumu nedeniyle kalan rezervler bir spekülasyon saldırıyla karşı karşıya kalacaktır.
- İkinci açıklamaya göre, kriz büyük oranda beklenmemekteydi. Devalüasyon ve onu izleyen panik ortamı birbiri ile ilişkili değil, birbirinden ayrı olaylardır. Çünkü önce devalüasyon olmakta ve bu da paniğin oluşmasına yardım etmektedir. Bu görüşe göre, Meksika hükümeti, kriz öncesinde yüksek maliyetle borçlandırılabilirdi. Oysa hükümet sonunda sabit kuru devam ettirmenin maliyeti yüksek olduğunun anladı. Ancak hükümetin devalüasyon beklentilerinin değişmesine ve bu gelişme de Meksika kamu kağıtları piyasasında kendi kendini besleyen bir panik oluşmasına neden oldu.

Yatırımcılar, eğer diğer yatırımcılarda Meksika'ya borç para vermeyi durdururlarsa Meksika'nın borçlarının geri ödeyemeyeceklerini fark ettiler ve bu beklenti de tüm yatırımcıların fonlarını Meksika'dan çekmeleri ile sonuçlandı (Özer, 1999).

3.4.1. Kriz Öncesi Durum

Meksika'da yaklaşık olarak 1985 yılından itibaren yapısal reformlar başlatılmıştır. Bu dönemde ithalat üzerindeki tarife dışı engellerde ve tarifelerde gerçekleştirilen indirimler ile birlikte ticaretin serbestleştirilmesi amaçlanmıştır. Bunun yanı sıra önemli bir özelleştirme hamlesiyle, 1984-1994 yılları arasında kamu kesiminin sahibi olduğu işletmelerin yaklaşık % 80'i özelleştirilmiştir. Ayrıca 1985 yılındaki vergi reformuyla başlayan mali reformlar sayesinde, bütçe açıklarından bütçe fazlalıklarına ulaşılması sağlanmıştır. Reformların bir başka ayağı da, finans ve bankacılık kesimlerini içeriyordu. Söz konusu reformlar çerçevesinde, 1988 yılında faiz oranları serbest bırakılmış; 1990 yılından itibaren kamu bankaları yavaş yavaş özelleştirilmiş ve yerli para (peso) mevduatları üzerindeki rezerv zorunlulukları tamamen kaldırılmıştır. Adı geçen reformlar gerçekleştirilirken, finansal kesim üzerindeki düzenleme ve gözetim kapasitesinin oldukça zayıf olduğunu belirtmek gerekir (Edwards vd. 1997).

Meksika kriz öncesi reform programının temel özellikleri şunlardır (Edwards 1997):

- (i) ekonominin uluslararası rekabete açılması;
- (ii) sert bir özelleştirme ve deregülasyon (hükümet kontrolünden uzaklaştırma) süreci
- (iii) önceden belirlenmiş nominal döviz kuru çapasına dayanan ve kısıtlayıcı maliyet ve para politikalarıyla desteklenen bir istikrar programı
- (iv) fiyat, döviz kuru ve ücret artışlarını yönlendirmesi amaçlanan, hükümet, özel kesim ve işçi birlikleri arasındaki geniş sosyal ve ekonomik uzlaşma

Meksika iç piyasasını serbest ticarete açmakla kalmamış, ABD ve Kanada ile serbest ticaret antlaşması imzalayıp, Kuzey Amerika Serbest Ticaret Antlaşması'nın (NAFTA) üyesi haline gelmişti. Ülkenin kapıları yabancı yabancı sermayeye açılmış, malî piyasalar liberalleştirilmiş, kamu iktisadi kuruluşları büyük ölçüde özelleştirilmiş, enflasyon aşağı çekilebilmişti.

Bu arada, kişi başına gelirin hâlâ 1980 düzeyini yakalayamaması, gelir dağılımının iyice bozulması, servetin sınırlı sayıda ailenin elinde yoğunlaşması, eğitim ve sağlık standartlarının gerilemesi "detay" olarak görülmüştü.

Aslına baktığımızda 1994 yılının başlangıcından, sonuna kadar Meksika için herbiri birbirinden önemli birçok olaylarla dolu bir yıl olduğunu rahatlıkla söyleyebiliriz:

- 1 Ocak 1994'de, NAFTA yürürlüğe girdi.
- Mart 1994'de, 65 yıldır iktidarda bulunan Kurumsal Devrimci Parti'nin (PRI) başkan adayı Colosio bir suikast sonucu öldürüldü.
- Mayıs 1994'te, Meksika, Türkiye'den sonra ikinci GOÜ (Gelişmekte Olan Ülke) olarak OECD'ye üye oldu.
- Ağustos 1994'te, Yale Üniversitesi mezunu ekonomist Ernesto Zedillo başkanlık seçimini kazandı.
- Eylül 1994'de PRI Genel Sekreteri Ruiz Massieu da bir suikaste kurban gitti.
- Aralık 1994'de, Zedillo'nun görevi devralmasını izleyen günlerde pezo değer yitirmeye başladı ve finansal kriz patladı.

Kısaca söylemek gerekirse, finansal krizin patlak verdiği dönemde Meksika siyasi olarak çok çalkantılı bir dönem geçirmekteydi. (Kozanoğlu, 1995)

Meksika krizinin değerlendirmesine ilişkin yapılan çeşitli çalışmalarda krizi destekleyen diğer etmenler arasında hükümete güveni sarsan nitelikteki siyasi gelişmeler, ABD'deki faiz artışlarının yabancı sermaye kaçışlarına yol açması, kamu borç yönetiminde vade ve döviz yükümlülüklerindeki uyumsuzluklar, bankacılık sektöründe takipteki kredilerin hızla artması ve uygun bankacılık düzenlemelerinin bulunmadığı koşullar altında bankaların yanlış tutumları ve özellikle IMF' in Meksika bankalarındaki riskli kredileri fon desteği sağlayarak karşılayacağı şeklindeki bir beklentiyle daha riskli yatırımlara yönelerek bankacılık krizini tahrik etmeleri gibi nedenler de sıralanmaktadır. (Ergenç, 2009)

3.4.2. Krizin Gelişimi

1980li yılların ortalarından itibaren Meksika ekonomisinde başlayan yapısal değişim ve reform sürecinde istikrarlı büyüme hedeflenmiştir. 1994 yılında para politikası uygulamasında önceden belirlenmiş döviz kuru rejiminin korunması ancak zayıf bankacılık sisteminin etkilenmemesi koşuluna bağlı kılınmıştır. Ne var ki Meksika parası pezonun aşın değer kazanması ekonomik dengeleri bozmuştur. 1990'lı yıllarda finansal serbestleşme ve büyük

sermaye girişleri ile birlikte oluşan kırılganlıklara ilaveten 1994 yılında ekonomide yaşanan iç ve dış şoklar, döviz kuru baskı altında iken Aralık 1994'de bir ödemeler dengesi krizi ve finansal krize yol açmıştır.

Ülkede yaşayan politik çalkantı karşısında, yerli ve yabancı yatırımcılar portföy yatırımlarını ülke dışına taşımaya başlamıştır. Bu durum, sermaye çıkışını sterilize etme politikası nedeniyle, hükümetin yabancı rezervlerinde önemli bir düşmeye yol açmıştır. Sonuçta yapılan devalüasyon sonrasında, yatırımcı paniği kendi kendini besleyerek daha da genişlemiştir. Devalüasyonun hemen sonrasında yabancı ve yerli yatırımcılar, gelecek birkaç ay içinde hükümetin 28 milyar dolarlık Tesebonos borcunu geri ödemesi gerektiğini, fakat rezervlerinin 6 milyar dolar düzeyinde olduğunu anlamışlardır. Böyle olunca hükümet vadesi gelen borçları yenilemeyi başaramamış ve birdenbire kendisini likidite sıkıntısı içinde bulmuştur. Böyle olunca Meksika hükümeti 1995 başında ödeyebilirliğini yitirmenin eşiğine gelmiştir. Sabit kur çöktükten sonra yatırımcıların bekleyişleri daha da kötüleşmiş ve finansal panik ortaya çıkmıştır (Chang vd. 1998b).

Meksika'da likidite sıkıntısının en önemli göstergesi, Meksika hükümetinin vadesi gelen kısa vadeli döviz borçlarını yenileyememiş olmasıdır. Gerçekte sabit kur rejimini çöküşe götüren dövize yönelik spekülasyon saldırı, hükümet bonolarını hedef almıştır. Bu yüzden Meksika hükümetinin Aralık 1994 ve Ocak 1995 döneminde borcunu yenileyememesi, bir mali kriz (borç krizi) olarak değerlendirilebilir. Bir mali kriz, piyasalar, ödeyebilirliği bulunan fakat likiditesini kaybetmiş olan bir hükümetin, borçlarını ödeyemeyeceğini rasyonel olarak beklediği zaman ortaya çıkmaktadır.

Meksika'nın borç krizinde; yatırımcılar, Meksika hükümetinin vadesi gelen bonolar üzerindeki yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğinden korkmuşlardır. Böyle olunca yatırımcılar, yeni bonolar satın almaya isteksiz davranmışlardır. Meksika hükümeti yeni bonolar satamayınca borcunu ödememenin kaçınılmaz görüldüğü bir duruma düşmüş ve yatırımcıların, Meksika'nın taahhütlerini yerine getiremeyeceği yönündeki beklentileri haklı çıkmıştır. O halde hükümetin borcunu çevirme ihtiyacı nedeniyle yeni bonolar satamamasından kaynaklanan likidite sıkıntısı, Meksika'da bir borç krizine yol açmıştır. (Balmumcu, 2006)

Kriz ortaya çıktığı zaman, Meksika hükümetinin borç/GSYİH oranı (% 10) uluslararası standartlara göre çok yüksek değildi. Fakat borcun ortalama vadesi oldukça kısaydı. Borcun bu büyüklüğü ve vade yapısı, Meksika'nın kriz aralığı içinde olması için yeterliydi. Hükümetin borcunu yenileyemeyeceği yönündeki bir inanış, hükümet için borcu ödememeyi

optimal kılacak ve bu yüzden hiçbir kreditor hükümete yeni fonlar vermeye istekli olmayacaktır (Balmumcu, 2006)

Meksika ekonomisinin kötü dengeye kayması, uluslararası sermaye piyasalarında şaşkınlık yaratmıştır. Fakat yatırımcılar, çabuk öğrendiklerini göstermişler ve benzer temel yapı dayanıksızlıklarının bulunduğu diğer gelişen piyasalarda da aynı olayın ortaya çıkabileceğini düşünmüşlerdir. Bu düşüncenin sonucunda yatırımcıların diğer gelişmekte olan ülkelere fonlarını hızla geri çekmesi, Tekila etkisini doğurmuştur. Böylece Meksika'daki kriz, başka ülkelere de bulaşmıştır.

3.4.3. Ekonomik Toparlanmanın Sağlanması

3.4.3.1. Dalgalı Kur Rejimine Zorunlu Geçiş

1994 yılı sonunda yaşanan kriz ile döviz kuru nominal olarak yüzde 100'ün üzerinde değer kaybına uğramış, ekonomik faaliyet bozulmuş ve üretimdeki azalma tehlikeli boyutlara ulaşmıştır. Meksika hükümeti dalgalı kur rejimini sürdürülebilir tek rejim olarak görmüş ve uygulamaya geçirmiştir.

Dalgalı kur rejimine geçiş sonrasında uygulanacak politikaların belirlenmesi için öncelikle krizin temel nedenleri belirlenmiştir. Bu belirlemelere göre; (Apak ve Aytac, 2009)

1. Kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilen büyük cari işlemler açığı bulunmaktadır. Hem özel sektör hem de kamunun dış yükümlülükleri hızla artmıştır.
2. Kamu borçlanmasının kısa vadede yoğunlaşmış olması, hükümetin Ödeme gücü olduğu halde olası bir finansal paniğe işaret etmektedir. Yatırımcılar dahi hükümetin ödeme gücüne inandıkları halde her kesimin borçlarının dönüşümünü durdurması halinde devletin yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği endişesi doğmuştur. Dolayısıyla hükümetin likit olmaması borçları üzerinde Önemli bir baskı oluşturmuştur.
3. Gözle görülmeye başlanan bankacılık krizi ve acil önlemlerin alınması gerekliliği artmıştır.

3.4.3.2. Devalüasyon Sonrası Alınan Önlemler ve Politikalar

Meksika'da problemlerin çözülüp, paniğin yatıştırılması ve piyasalarda güvenin yeniden inşa edilmesi için krizin nedenleri anlaşıldıktan sonra bir önlemler paketi hazırlanmıştır. Meksika

hükümeti öncelikle enflasyonist bir politika uygulamadan tüm yükümlülüklerini karşılayacağı taahhüdünde bulunmuştur.

1994 yılında pesonun devalüe edilmesinin ardından ekonomi politikaları üç temel unsura dayandırılmıştır: (Apak ve Aytaç, 2009)

1. Sermaye girişlerindeki sert inişlere tepki olarak makroekonomik ayarlamaların yapılması,
2. Kamunun kısa vadeli döviz borçlarının yeniden finanse edilmesi (yaklaşık 30 milyar Dolar),
3. Bankacılık sektörünün ödeme gücünün ve mevduatların korunması.

Bu amaçların gerçekleştirilmesi için 1995 yılı boyunca önemli önlemler alınmıştır. Bu önlemler aşağıda yer almaktadır: (Apak ve Aytaç, 2009)

- i. Devalüasyonun yarattığı enflasyonist baskının kontrol altında tutulması için sıkı para politikası uygulanmıştır. Programın kredibilitesinin sağlanması için Meksika Merkez Bankası'nın (Banco de Mexico) özerkliği ile uyumlu olarak para politikasının ekonomik nominal değişkenlerin istikrara kavuşturulması için yönlendirileceği açıkça ifade edilmiştir. Bankacılık sektörünün sorunlarının çözümü için özel programların geliştirilmesi ve yeniden yapılandırmanın doğuracağı maliyetlerin maliye politikasında yapılacak yeni ayarlamalarla karşılanmak üzere uzun bir döneme yayılması öngörülmüştür. Dalgalı döviz kuru rejiminde enflasyonun düşürülmesi para politikasının tek hedefi olarak belirlenmiştir. Ancak, para politikasının bankacılık sektöründen gelebilecek herhangi bir sıkıntı olmaksızın yürütülmesi kaydıyla enflasyon hedefi seçilmiştir.
- ii. 1994-95 döneminde faiz öncesi dengedeki artış (yüzde 2.1'den yüzde 4.7'ye yükselmiş, Gayri Safi Yurtiçi Hasıla yüzde 6 oranında küçülmüştür) sonucu maliye politikaları sıkılaştırılmıştır. Ayrıca bankacılık sektörünün sağlıklı bir yapıya kavuşturulması için uygulanacak önlemler paketinin maliyetini karşılamak üzere ek mali önlemlerin gerekliliği ortaya çıkmıştır. Sıkı para ve maliye politikalarının yanında harcamalarda yapılan ayarlamalar ile dövizin istikrara kavuşturulması ve cari işlemler dengesinde iyileşme sağlanması için gerekli adımlar atılmıştır.
- iii. Ülke borçlarına ilişkin taahhütlerin kredibilitesi kredilerin dönüşümü açısından önem taşımaktadır. Hükümet 52 milyar Dolarlık bir acil yardım desteği için uluslararası

kreditörlerle anlaşmıştır (IMF ve Exchange Stabilization Fund başlıca kreditorler arasındadır.)

iv. Bankacılık sektörüne ilişkin sorunların çözümü için yoğun bir uygulama planı geliştirilmiştir. Buna göre;

- Bankacılık sisteminde sistemik riskin önlenmesi,
- Ahlaki bozulma riskinin en aza indirilmesi,
- Sektörün yeniden yapılandırma maliyetinin mali bir olgu olarak ele alınması,
- Merkez bankasının nihai ödünç verme fonksiyonuna duyulan ihtiyacın mümkün olduğu ölçüde azaltılması,
- Sektörde denetim ve düzenlemelerinin güçlendirilmesi,

amaçlanmıştır. Bu amaçlara paralel olarak, merkez bankası döviz cinsinden kredi hatlarını kullanılmak suretiyle ticari bankaların yükümlülüklerini yerine getirmelerinde rahatlamalarını sağlamıştır. Programda sektörün yeniden sermayelendirilmesini teşvik etmek üzere sektörün yabancı bankaların girişine açılması için yasal reformların yapılmasına öncelik tanınmıştır.

Mali otorite bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması maliyetini, sorunların mali kaynaklar yoluyla çözümü konusunda taahhüt vermek suretiyle üstlenmiştir. Para otoritesi ise fiyat istikrarı hedefini sağlamak üzere bağımsız hale getirilmiştir. Bu noktada dalgalı kur rejimi altında enflasyonun düşürülmesi hedefi üzerinde yoğunlaşmıştır.

Uluslararası rezerv seviyesinin düşük olması ve devalüasyon sonrası finansal piyasalardaki belirsizlik nedeni ile başka alternatif bir döviz kuru rejimi tartışması olmamıştır. Bu nedenle dalgalı döviz kuru rejimine devam etmek kaydıyla, kurumsal ve operasyonel değişikliklerin yapılması ve merkez bankasının kredibilitésinin yeniden sağlanması için gerekli adımların atılması kaçınılmaz olmuştur.

Meksika'da dalgalı döviz kuru rejimine geçiş sonrasında, bu rejimi uygulayan diğer ülkelere benzer şekilde döviz kurunda istikrarlı bir seyir izlenmiştir. Dalgalı döviz kuru dezenflasyon hedeflerini engellemediği gibi, şoklar karşısında ekonomide gerekli ayarlamaların yapılabilmesi ve kısa dönemli sermaye hareketlerinin caydırıcı olmasında da etkili olmuştur.

Meksika deneyimi uzun dönemli istikrar için birbiriyle uyumlu makro ekonomik politikaların sürdürülmesinin önemini ortaya koymaktadır. İncelenen 1994–2000 döneminde dalgalı döviz kuru rejimi enflasyonun yüzde 50 seviyelerinden tek haneli bir rakama çekilmesinde ve

Meksika ekonomisinin bu süreç içinde nispi olarak yüksek büyüme performansı göstermesinde bir engel teşkil etmemiştir.

Meksika krizi öncesinde ciddi sorunlar göstermemektedir. Dolayısıyla Meksika'da 1994 yılında yaşanan ekonomik krizi ikinci nesil kriz modelleri açıklayabilmektedir (Çolpan, 2008)

3.5. 1997 Güney Doğu Asya Krizleri

Doğu Asya Mali Krizi Temmuz 1997'de Tayland'da başlayan ve Asya Kaplanları olarak bilinen birçok Doğu Asya ülkesinin para birimlerini, borsalarını ve diğer kıymetlerini etkileyen ekonomik krizdir. Yerel olarak IMF Krizi olarak da bilinir, ama bu isim tartışmalıdır. Krizin varlığı ve sonuçları üzerinde görüş birliği olsa da nedenleri, kapsamı ve çözümleri tartışılmaktadır.

Güneydoğu Asya Krizi bir ekonomik kargaşa olarak ortaya çıkmış ve aynı zamanda finansal bulaşıcı bir hastalık olarak etki göstermiştir. Tayland para birimi "bahtın çökmesi ile beraber 1997 temmuzunda etkisini gösteren bu durum, Asya ülkelerindeki döviz, borsa ve diğer varlık fiyatları üzerinde büyük etki meydana getirmiştir. 2 Temmuz 1997'de Tayland, ulusal parası Baht 'ı yüzde 15 oranında devalüe ederek dalgalanmaya bırakmıştır. Güneydoğu Asya Krizi olarak isimlendirilen süreç bu şekilde tetiklenmiş ve 1997'nin geri kalan yarısında bir saman alevi gibi bütün küresel ekonomiye yayılmıştır (Yeldan, 2007).

İlk şokla beraber, Tayland ekonomisi 1997'de yüzde 2.4, 1998'de ise yüzde 11.4 oranında gerileme göstermiş, aynı yıl Malezya ekonomisi yüzde 9.6, Kore yüzde 7.5, Filipinler ise yüzde 2.5 daralmıştır. Kriz en şiddetli biçimde Endonezya ekonomisini sarsmış ekonomi yüzde 14.3 küçülmüştür.

Krizin nedeni, oluşumu hakkında bir konsensüs bulunmasına rağmen krizin değerlendirmesinde ise bu konsensüs ortamı tam sağlanamamıştır. Satınalma gücü paritesine göre dünya GSMH'sının %30'unu üreten bölge ülkelerinin yaşadığı bu krizin gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere uluslararası etkilerinin olması kaçınılmazdır (Bustelo, 1998). Bu noktada uluslararası toplum ve IMF başta olmak üzere bölge ülkelerine yönelik rehabilite çalışmalarına önem ve öncelik verilmiş, Endonezya, Güney Kore ve Tayland özel olarak mercek altına alınmıştır. Kriz sürecini takiben yerli paraların yabancı paralar karşısında değerinde aşırı düşüşler gözlenmiş, bankaların aldıkları açık pozisyon ve vade riskleri nedeni ile banka iflasları meydana gelmiş, bölge ülkelerinde resessona (ekonomik durgunluğa) bağlı olarak istihdam seviyesinde azalma- işsizlikte- artma meydana gelmiş, menkul kıymetler borsalarında keskin ve hızlı düşüşler krizin finansal ve reel sektör bağıntı gözler önüne sermiş

ve bölge ülkeleri krizin başladığı Temmuz 1997 yılına göre fakirleşmiş ve şirket değerleri gerilemiştir.

Endonezya, Güney Kore ve Tayland krizden en çok etkilenen ülkelerdir. Hong Kong, Malezya, Laos ve Filipinler de bu krizden oldukça etkilenmişlerdir. Anakıta Çini, Tayvan, Singapur ve Vietnam ise görece az etkilenen ülkelerdendir. Japonya bu krizden fazla etkilenmemiştir ama kendi içinde uzun dönem sürecek olan mali zorluklarla karşı karşıya idi. Bütün bunlara rağmen tüm bu ülkelerin para birimleri dolara karşı oldukça değer yitirdiler. Etkilenen tüm ülkeler arasında Güney Kore en fazla zarar gördü. Bazıları, Güney Kore'nin bu krizden çıkarak dünyanın en büyük 9. ekonomisi olmasını bir mucize olarak görürler.

Kriz daha çok "Doğu Asya" krizi olarak bilinip adlandırılrsa bile etkileri tüm dünyada hissedildi ve küresel bir mali krize neden oldu. Bu etkiler Rusya ve Brezilya gibi ülkelerde bile hissedildi, yatırımcılar gelişen pazarlara güvenlerini yitirmişlerdi. Yatırımcı olarak Birleşik Devletler bu krizden bir miktar etkilendi.

Asya ülkelerinde krizden önce iki çeşit temel yapı zayıflığının bulunduğunu söyleyebiliriz. Birincisi, bağlanmış döviz kuru rejiminin eşliğinde yürütülen finansal serbestleşmenin yarattığı para krizine karşı dayanıksızlıktır. İkincisi ise, bankalara yönelik örtük garantilerin bulunduğu bir finansal sistemin serbestleşmesinden kaynaklanan finansal kırılganlıktır. Birinci politika bileşimi, sermaye girişlerini teşvik etmiş; bu da yatırım ve tüketim genişlemesini beslemiştir. İkinci politika bileşimi ise, yetersiz düzenleme ve gözetim altında bankaların kredilerinde genişlemeye yol açmış ve bunların bilançoları üzerindeki riskleri yükseltmiştir. Böylece ekonomiler bir yandan para krizine karşı, bir yandan da bankacılık krizine karşı dayanıksız hale gelmiştir. Üstelik bu iki temel yapı zayıflığı karşılıklı olarak birbirini beslemiştir.

3.5.1. Kriz Öncesi Dönem

3.5.1.1. Asya'nın Kalkınması ve Asya Kaplanları

1999 yılında hazırladığı "The Four Asian Tigers: Economic Development & the Global Political Economy" isimli çalışmasında Eun Mee Kim, Asya Kaplanlarının önde gelenlerinden Tayvan, Singapur, Güney Kore ve Hong Kong'un genel ortak özelliklerini şu şekilde sıralamıştır:

- Zengin sanayileşmiş ülkelere ihracatı temel ilke edinmek
- Sözü edilen ülkelerle ticaret fazlası meydana getirmek

- Son dönemlerde yüksek büyüme oranlarına sahip olmak
- Demokratik olmayan nispi olarak otoriter bir politik rejim yaratmak
- Yüksek miktarlarda Amerikan Hazine Bonolarına sahip olmak
- Yüksek tasarruf oranına sahip olmak
- Nominal GSMH oranlarında dünya sıralamasında ön sıralarda yer almak (G.Kore 12., Tayvan 21., Honk Kong 36., Singapur 44.)
- Herhangi bir güç, hile veya çalıntı olmaksızın mal ve hizmetleri üretmek, tüketmek ve ticaretini yapmak olarak bilinen ekonomik özgürlük sıralamalarında üstlerde yer almak (Hong Kong 1., Singapur 2., Tayvan 26. ve Güney Kore 36.)

Anılan ülkelerin 1990'lı yıllardaki ekonomik performansı incelendiğinde, Endonezya, Malezya ve Tayland'ın 1992 yılından krizin ortaya çıktığı 1997 yılına kadar ortalama % 7'nin üzerinde bir büyüme hızı gerçekleştirdiği, Güney Kore'nin ise yaklaşık % 9'luk bir büyüme hızına ulaştığı gözlenmektedir (IMF, 1998).

Tablo 3.3 ASEAN GSMH Büyüme Oranları (%) (1995 – 2000)(Asian Development Bank)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Endonezya	7.3	7.8	4.6	-13.7	0.1	5.1
Malezya	9.6	8.2	7.5	-6.2	4.9	4.6
Filipinler	4.8	5.5	5.1	0.3	2.1	3.0
Singapur	8.9	7.0	7.8	1.2	6.3	5.0
Tayland	8.5	6.7	-0.4	-7.7	2.5	2.8

Nedenleri ne olursa olsun, Asya krizi 1997'nin ortalarında başladı ve çeşitli Doğu Asya ülkelerinin para birimi, borsa ve diğer kıymetlerinin büyük miktarda değer kaybetmesine yol açtı. Güney Amerika'daki olaylar, özellikle 1994 Meksika peso krizi yüzünden güvenlerini kaybeden batılı yatırımcılar Doğu Asya ülkelerinde tuttıkları portföy yatırımlarını çekmeye başladılar. Oluşan domino etkisi sayesinde bir süre sonra küresel bir kriz oluştu.

1994 yılında, ünlü ekonomist Paul Krugman Asya mucizesini eleştiren bir makale yayınladı. Krugman'a göre Doğu Asya ekonomileri yüksek büyüme hızlarını verimlilik artışına yol açan sermaye yatırımlarına borçluydular. Ancak, toplam faktör verimliliği çok az artmıştı. Krugman'a göre sermaye yatırımları değil, toplam faktör verimliliğindeki artış sürdürülebilir büyüme sağlayabilirdi. Krizden sonra pek çokları Krugman'ı iyi bir gelecek tahmincisi olarak gördüler, ancak kendisi krizi ve büyüklüğünü önceden tahmin etmediğini belirtti.

3.5.1.2. Sermaye Girişleri, Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler

Doğu Asya krizinden en fazla etkilenen beş ülke, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland olmuştur. Söz konusu ülkeler, 1990 yılından kriz ortaya çıkıncaya kadar yoğun sermaye girişlerine maruz kalmışlardır.

Geniş hacimli özel sermaye girişleri, özellikle Tayland, Malezya ve Kore'de göze çarpmaktadır. Adı geçen üç ülkede toplam özel sermaye girişlerinin GSYİH içindeki payı 1991-96 döneminde sırasıyla, yıllık ortalama % 11,5, % 10,2, % 11,5 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde Endonezya ve Filipinler' de ise bu oran sırasıyla, yıllık ortalama % 5,1 ve % 4,1 olmuştur.

1997 yılına kadar Asya, gelişmekte olan ülkelere akan sermayenin neredeyse yarısına yakını çekmekteydi. Özellikle Güney Asya ekonomileri yüksek faiz politikası izleyerek yüksek kar elde etmek isteyen yabancı yatırımcıları kendilerine çektiler. Bunun sonucu olarak bu ekonomiler yüksek miktarda sıcak para çektiler ve değerli kıymetlerin fiyatları yükseldi. Bu yıllarda, yani 1980'lerin sonları ve 1990'ların başlarında, Tayland, Malezya, Endonezya, Filipinler, Singapur ve Güney Kore ekonomileri %8 ile %12 arasında yüksek büyüme gerçekleştirdiler. Bu başarı IMF ve Dünya Bankası gibi çeşitli uluslararası kurumlar tarafından sahiplenildi ve Asya mucizesinin bir parçası olarak görüldü.

Tablo 5'den görüleceği gibi, Malezya hariç diğer dört ülkede sermaye girişlerinin önemli bir bölümü, diğer yatırım bileşeni altında toplanmıştır. Tayland'da özel sermaye girişlerinin % 70'i diğer yatırım bileşeninden oluşmaktadır. Diğer yatırımlar, aynı zamanda Endonezya ve Malezya'da da en geniş bileşendir. Bu kategori, kısa ve uzun vadeli kredileri, alınabilir ve ödenebilir döviz, mevduat ve diğer hesapları kapsamaktadır. Sermaye girişlerinin bu bileşeni, en oynak olanıdır (Bird vd. 2000). Öyleyse kriz öncesi dönemde Asya ülkelerinin büyük oranda kısa vadeli ve istikrarsız sermaye akımlarını elde ettiğini söyleyebiliriz.

Bu yoğun sermaye girişleri sırasında, en geniş ve sürekli cari işlem açıklarına sahip olan Asya ülkeleri, Tayland ve Malezya'dır. Tayland'da cari işlem açıkları, 1990-1996 döneminde GSYİH'ya oran olarak ortalama % 6'nın üzerinde seyretmiştir. Üstelik kriz ortaya çıkmadan önceki iki yılda % 8'in üzerinde cari işlem açıkları vermiştir. Cari işlemler hesabında geniş ve sürekli açıklar veren bir başka ülke de Malezya'dır. Malezya'da 1990-1996 dönemi içinde, cari işlem açıklarının en yüksek olduğu yıllar 1991 ve 1995'tir. Söz konusu yıllarda cari işlem açıkları GSYİH'nın % 8'inden daha yüksek gerçekleşmiştir.

Tablo 3.4 Asya'da Net Sermaye Akımları (GSYİH'ya Oran%) (Kaynak: Bird ve Rajan, 2001)

Endonezya	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Ort.	1997
Özel Sermaye Akımları	4,6	2,5	3,1	3,9	6,2	6,3	5,1	1,6
Doğrudan Yatırım	1,2	1,2	1,2	1,4	2,3	2,8	1,7	2
Portföy Yatırımı	0	0	1,1	0,6	0,7	0,8	0,5	-0,4
Diğer Yatırım	3,5	1,4	0,7	1,9	3,1	2,7	3	0,1
Resmi Akımlar	1,1	1,1	0,9	0,1	-0,2	-0,7	0,7	1
Rezerv Değişmesi	-2,5	-3	-1,3	0,4	-0,7	2,3	-1,7	1,8
Malezya								
Özel Sermaye Akımları	11,2	15,1	17,4	1,5	8,8	9,6	10,2	4,7
Doğrudan Yatırım	8,3	8,9	7,8	5,7	4,8	5,1	7,2	5,3
Portföy Yatırımı	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Yatırım	2,9	6,2	9,7	-4,2	4,1	4,5	2,9	-0,6
Resmi Akımlar	0,4	-0,1	-6	0,2	-0,1	-0,1	0	-0,1
Rezerv Değişmesi	-2,6	-11,3	-17,7	4,3	2	-2,5	-5,1	3,6
Filipinler								
Özel Sermaye Akımları	1,6	2	2,6	5	4,6	9,8	4,1	0,5
Doğrudan Yatırım	2	1,3	1,6	2	1,8	1,6	1,8	1,4
Portföy Yatırımı	0,3	0,1	-0,1	0,4	0,3	-0,2	0,2	-5,3
Diğer Yatırım	0,2	0,6	1,1	2,5	2,4	8,5	2,1	4,5
Resmi Akımlar	3,3	1,9	2,3	0,8	1,4	0,2	2	0,8
Rezerv Değişmesi	-2,3	-1,5	-1,1	-1,9	-0,9	-4,8	-1,8	2,1
Tayland								
Özel Sermaye Akımları	10,7	8,7	8,4	8,6	12,7	9,3	11,5	-10,9
Doğrudan Yatırım	1,5	1,4	1,1	0,7	0,7	0,9	1,6	1,3
Portföy Yatırımı	0	0,5	3,2	0,9	1,9	0,6	1,4	0,4
Diğer Yatırım	9,2	6,8	4,1	7	10	7,7	8,5	-12,6
Resmi Akımlar	1,1	0,1	0,2	0,2	0,7	0,7	0,1	4,9
Rezerv Değişmesi	-4,3	-2,8	-3,2	-3	-4,4	-1,2	-4,3	9,7
Güney Kore								
Özel Sermaye Akımları	10,7	8,7	8,4	8,6	12,7	9,3	11,5	-10,9
Doğrudan Yatırım	1,5	1,4	1,1	0,7	0,7	0,9	1,6	1,3
Portföy Yatırımı	0	0,5	3,2	0,9	1,9	0,6	1,4	0,4
Diğer Yatırım	9,2	6,8	4,1	7	10	7,7	8,5	-12,6
Resmi Akımlar	1,1	0,1	0,2	0,2	0,7	0,7	0,1	4,9
Rezerv Değişmesi	-4,3	-2,8	-3,2	-3	-4,4	-1,2	-4,3	9,7

Yüksek büyüme hızıyla beraber, enflasyon oranının sadece tek haneli rakamlarla ifade edilir düzeyde olması bölge ülkelerine yönelik yabancı sermayenin ilgisini arttırmıştır.

Bunun yanında önemli oranda bütçe açıklarının bulunmaması nedeni ile izlenen maliye politikalarının sağlıklı bir görünüme sahip olması, tasarruf oranlarının yüksek olması, yabancı yatırımcılar tarafından bu ülkelerde makro-ekonomik istikrar açısından herhangi bir sıkıntı bulunmadığı şeklinde yorumlanmış ve gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının düşmesinin de

etkisiyle, gelişen pazarlar olarak kabul edilen ve sermaye piyasası araçlarının getirilerinin yüksek olduğu söz konusu ülkelere yönelik yabancı sermaye akımı hızla devam etmiştir.

Tablo 3.5 Bölge Ülkeleri Enflasyon Oranı (%) 1994-1997 (IMF)

	1994	1995	1996	1997
Hong Kong	8,1	8,7	6,0	6,5
Malezya	3,7	3,4	3,5	2,7
Filipinler	9,0	8,1	8,4	5,1
Singapur	3,1	1,7	1,4	2,0
Tayland	5,1	5,8	5,9	5,6
G.Kore	6,3	4,5	4,9	4,3
Tayvan	5,1	5,8	5,9	5,6

Tablo 3.6 Bütçe Dengesinin GSMH'ya Oranı (1994-1997) (Asya Kalkınma Bankası)

	1994	1995	1996	1997
Hong Kong	1,3	-0,3	2,2	4,2
Malezya	2,5	3,8	4,2	1,6
Filipinler	-4,6	-4,4	-4,7	-4,5
Singapur	13,7	12,0	8,4	8,3
Tayland	2,0	2,6	1,6	-0,4
G.Kore	1,0	-1,1	-1,4	-0,5
Tayvan	0,2	0,4	0,2	0,2

Ancak, anılan dönemde kamu kesiminde tasarruf-yatırım dengesizliği yaşanmazken, özel sektör yatırımlarının özel sektör tasarruflarının (iç tasarruf oranı yüksek olmakla birlikte) üzerinde gerçekleşmesi ile birlikte, söz konusu ülkelerin para birimlerinin genelde ABD dolarına bağlı olması ve son iki yıldır doların başta en önemli ticaret ortaklarının para birimi olan Japon yeni olmak üzere diğer para birimlerine karşı reel bazda değer kazanması nedeni ile anılan ülkeler artan oranda cari işlem açıkları ile karşılaşmış ve söz konusu açıklar (tasarruf açığı) doğrudan yabancı sermaye yatırımları vasıtasıyla değil, kısa vadeli dış borçlanma vasıtasıyla finanse edilmiştir.

Tablo 3.7 Tasarruf ve Yatırımın GSMH'ya Oranı (1994-1997) (Asya Kalkınma Bankası)

	1994		1995		1996		1997	
	Tasarruf	Yatırım	Tasarruf	Yatırım	Tasarruf	Yatırım	Tasarruf	Yatırım
G.Kore	33,1	31,9	31,0	34,5	31,0	32,0	33,7	32,9
Malezya	35,5	42,5	36,4	45,4	38,8	45,1	41,2	45,6
Filipinler	19,0	23,5	19,0	21,6	20,5	23,9	21,0	25,5
Singapur	49,2	32,3	49,9	33,0	49,7	34,8	51,3	36,2
Tayland	35,2	42,0	35,0	44,2	35,3	43,8	34,7	44,1
G.Kore	35,2	36,3	36,2	37,4	35,4	36,5	34,7	36,2
Tayvan	26,7	23,6	26,4	23,4	26,0	21,2	26,5	21,6

Kurların reel anlamda değer kazanması dış borçlanmayı Özendiren bir atmosfer meydana getirmiştir. Genelde devletin garantisinde bankalar vasıtasıyla alınan dış borçlar yerli para cinsinden özel sektöre kredi şeklinde plase edilmiştir. Ancak bu durum açık pozisyon riskinin giderek artmasına yol açmış ve muhtemel bir banka krizinin de temellerini atmıştır.

Tablo 3.8 Reel Döviz Kurundaki Değişmeler (1993=100) (IIF)

	1994	1995	1996	1997
Hong Kong	108,2	110,4	116,2	129,9
Malezya	98,0	98,7	103,2	84,8
Filipinler	116,3	117,7	124,0	107,4
Singapur	104,7	106,2	109,7	110,5
Tayland	98,9	102,3	107,8	81,5
G.Kore	100,4	106,1	106,3	83,2
Tayvan	98,6	96,8	99,1	92,7

Tablo 3.9 Asya'da Cari İşlemler Hesabı (GSYİH'ya Oran %)

	Endonezya	G. Kore	Malezya	Filipinler	Tayland
1990	-2,82	-0,69	-2,03	-6,08	-8,50
1991	-3,65	-2,83	-8,69	-2,28	-7,71
1992	-2,17	-1,28	-3,74	-1,89	-5,66
1993	-1,33	0,30	-4,66	-5,55	-5,08
1994	-1,58	-1,02	-6,24	-4,60	-5,60
1995	-3,18	-1,86	-8,43	-267	-8,06
1996	-3,37	-4,75	-4,89	-4,77	-8,10
1997	-2,24	-1,85	-4,85	-5,23	-1,90

Diğer yandan Filipinler' de, 1991 ve 1992 yıllarında görece düşük olsa bile, dönem boyunca sürekli cari işlem açıklarına maruz kalmıştır. Endonezya'da ise 1995 yılına kadar görece düşük gerçekleşen açıklar, 1995 ve 1996 yıllarında % 3'ün üzerine çıkmıştır. Son olarak

Kore'de cari işlem açıkları 1996 yılına kadar oldukça düşük seyretmiş; hatta 1993 yılında küçük de olsa bir fazlalık vermiştir. Buna rağmen 1994 yılından itibaren açıklar büyümeye başlamış, 1996 yılında % 5'e yaklaşmıştır. Kısacası Asya krizinden en çok etkilenen beş ülkede, değişik oranlarda olsa bile 1990-96 dönemi boyunca cari işlem açıkları görülmüştür.

1990 yılından 1997 yılının baharına kadar yerli paraların reel değer kazancı Tayland, Malezya, Filipinler ve Endonezya'da sırasıyla % 12, % 19, % 23, ve % 8 oranında olmuştur. Diğer yandan bu dönemde Kore'de yerli para reel olarak % 14 oranında değer kaybetmiştir.

Buna rağmen 1997 yılında spekülatif saldırıya uğraşan beş ülkede yerli paralar önemli ölçüde değer kaybına uğramıştır. 1997 yılında yerli paranın ABD Doları karşısındaki değer kaybı oranları Tayland, Malezya, Filipinler, Kore ve Endonezya'da sırasıyla % 78, % 52, % 52, % 107, % 151 olmuştur.

Artan cari işlem açıkları ve sermaye girişleri, Asya ülkelerinin dış borç stoklarında yükselmelere yol açmıştır. Dış borç stokundaki artış, özellikle Kore, Tayland ve Malezya'da yüksek oranda gerçekleşmiştir. Adı geçen üç ülkede toplam dış borçların GSYİH' ya oranı, 1990-1996 yılları arasında önemli ölçüde büyümüştür. Söz konusu dönemde dış borç/GSYİH oranı, Kore'de % 13,75'ten % 28,4'e çıkmıştır. Bu oran, aynı dönemde Tayland'da % 32,8'den % 50,5'e; Malezya'da ise % 35,8'den % 40,06'ya yükselmiştir. Endonezya ve Filipinler' de, 1990-1996 döneminde dış borçların GSYİH' ya oranı azalmıştır.

Tablo 3.10 Asya'da Dış Borçlar (GSYİH' ya Oran %)(Corsetti vd., 1998)

	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland
1990	65,89	13,75	35,80	69,02	32,80
1991	68,21	13,51	35,48	71,45	38,38
1992	68,74	14,34	34,51	62,29	37,51
1993	56,44	14,18	40,74	66,09	34,10
1994	60,96	14,32	40,40	62,42	33,31
1995	61,54	23,80	39,31	53,21	33,78
1996	56,74	28,40	40,06	49,75	50,05

Diğer taraftan 1990-1996 arasında kısa vadeli dış borçların toplam dış borçlar içindeki payı beş Asya ülkesinde de artış kaydetmiştir. Öyleyse kriz öncesi dönemde krizden en çok etkilenen beş Asya ülkesinde, dış borçların bileşiminin kısa vadeli borçlar lehine değiştiği söylenebilir. Kısa vadeli borçların toplam içindeki payında en yüksek oranlı artış, Malezya'da gerçekleşmiştir. Bu ülkede 1990 yılında % 12,43 olan kısa vadeli borç/toplam borç oranı, 1996 yılı sonunda % 27,83'e ulaşmış ve % 124 oranında büyümüştür. Aynı dönemde söz

konusu orandaki artış oranı; Endonezya % 56,6, Kore'de % 63, Filipinler'de % 33,5 ve Tayland'da % 39,7 olmuştur.

Kısacası kriz öncesi dönemde Asya ülkeleri, yüksek büyüme hızlarına ulaşmışlar ve büyük miktarlarda yabancı sermaye elde etmişlerdir. Diğer yandan söz konusu dönemde krizden en çok etkilenen ülkelerde; geniş cari işlem açıkları, yerli paraların reel değer kazancı ve kısa vadeli dış borçlarda artışlar gibi temel yapı zayıflıkları göze çarpmaktadır.

Tablo 3.11 Asya'da Kısa Vadeli Borçların Toplam İçindeki Payı (%) (Corsetti vd.,1998)

	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland
1990	15,92	30,87	12,43	14,48	29,63
1991	18,00	28,19	12,14	15,24	33,13
1992	20,52	26,99	18,18	15,93	35,22
1993	20,17	25,85	26,58	14,01	53,01
1994	18,05	25,47	21,13	14,29	60,67
1995	20,87	51,60	21,19	13,38	72,36
1996	24,98	50,20	27,83	19,34	41,41

3.5.1.3. İç ve Dış Finansal Serbestleşme

Asya ülkelerinde krizden önceki dönemde yürütülen iç ve dış finansal serbestleşme süreci, bu ülke ekonomilerinde bazı dayanıksızlıkların ortaya çıkmasına katkıda bulunmuştur. Neo-klasik teori, dış finansal serbestleşme sonrasında gelişmekte olan ülkelerdeki yurtiçi faiz oranlarının, dünya faiz oranı düzeyine düşeceğini öngörmektedir. Oysa iç ve dış finansal serbestleşme sürecinde Asya ülkelerinde yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki fark ortadan kalkmamıştır. Böyle olunca söz konusu ülkelere yönelik sermaye girişleri teşvik edilmiştir. Bu durum, bankaların dış yükümlülük ya da döviz cinsinden belirlenmiş yurtiçi yükümlülük biriktirme kabiliyetlerini arttırmıştır. (Eğilmez, 2010)

Finansal serbestleşme sonrasında süregelen yüksek faiz oranlarının, uluslararası sermayenin eksik hareketliliğini yansıttığı düşünülebilir. Ancak Asya ülkelerinde yabancı sermaye akımlarının önündeki engellerin hızlı bir şekilde önemli ölçüde kaldırıldığı düşünülürse, bu görüşün tek başına faiz farklarını açıklaması olası görünmektedir. Diğer yandan faiz paritesi teoremine göre, faiz farklarının kaynağı, döviz kurunun beklenen değer kaybı ve/veya risk primi olabilmektedir. Oysa başta Tayland olmak üzere Asya ülkeleri, yüksek bir risk primi taşımamış ve bu ülkelerde yüksek bir devalüasyon beklentisi de söz konusu olmamıştır (Bird vd., 2001).

Oysa Asya ülkelerinde bankacılık kesiminin uluslararası rekabete kapalı olması, yerli bankaların yüksek karlılığa ve yüksek maliyet yapısına sahip olmalarına yol açmıştır. Diğer yandan faiz oranlarının yüksek kalmasının bir başka nedeni de, firmaların banka kredilerine yönelik taleplerini artırmış olmalarıdır. Firmalar, olumlu beklentiler altında ekonominin uzun süre hızlı büyüyeceğini tahmin etmişler ve bu yüzden yatırımlarını ve finansman taleplerini artırmışlardır. Böyle olunca sermaye girişleri sayesinde artan banka kredilerine yönelik talep de yükselince, yurtiçi faiz oranları yüksek kalmaya devam etmiştir.

Bu koşullar altında yabancı sermaye girişlerine aracılık etmek, yerli bankalar için kazançlı bir iş haline gelmiştir. Bankalar düşük yabancı faiz oranları üzerinden kısa vadeli borçlanıp, yüksek yurtiçi faiz oranları üzerinden kredi vermeyi sürdürmüşlerdir. Bankalar, döviz cinsinden borçlanmalarına rağmen, otoritelerin güvenilir sabit kur taahhütleri veri iken, döviz risklerini çok düşük algılamışlardır. Aynı zamanda olumsuz durumlarda örtülü güvenlik ağının devreye gireceği inancının olması, sistemde ahlaki risk yaratmıştır. Yüksek karlar ve düşük algılanan riskler karşısında tedbirli düzenleme ve gözetimin olmayışı, uluslararası finansal aracılığı bankalar için tamamen rasyonel bir iş haline getirmiştir. Bankalar, yüksek döviz borçları ve aktifleri ile yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğu nedeniyle bir devalüasyona karşı dayanıksız hale gelmişlerdir. Ayrıca sermayenin azalan marjinal verimliliği ve ekonominin performansının firmaların performansına duyarlılığı da bankacılık kesimini zayıflatmıştır. Bu koşullar altında bankalar expost aşırı borçlanmışlar ve aşırı kredi vermişlerdir.(Apak ve Aytaç, 2009)

Asya ülkelerinde 1990'lı yıllarda bir kredi genişlemesi gözlenmiştir. Bu kredi genişlemesinin bulguları, özel kesime verilen banka kredilerinin artış hızına ve özel kesime verilen kredilerin GSYİH'ya oranına ilişkin verilerden çıkarılabilir.

Asya'da genişleme safhasında özel kesime verilen kredilerin GSYİH'ya oranı, krizden etkilenen bütün ülkelerde yukarı yönde bir hareket sergilemiştir (Tablo 9). 1990-96 döneminde, özel kesime mevduat bankalarının verdikleri kredilerin GSYİH'ya oranı, Filipinler'de % 151, Tayland'da % 58 ve Malezya'da % 31 oranında artış göstermiştir. Ayrıca Endonezya (% 10) ve Kore'de (% 11) daha ılımlı olsa da, söz konusu oranın bu dönemde arttığı görülmektedir (Tablo 3-12).

Tablo 3.12 Asya'da özel kesime verilen banka kredileri artış hızı (%)(Corsetti vd., 1998b)

	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland
1991	17,82	20,78	20,58	7,33	20,45
1992	12,29	12,55	10,79	24,66	20,52
1993	25,48	12,94	10,80	40,74	24,03
1994	22,97	20,08	16,04	26,52	30,26
1995	22,57	15,45	30,65	45,39	23,76
1996	21,45	20,01	25,77	48,72	14,63
1997	46,42	21,95	26,96	28,79	19,80

Tablo 3.13 Asya'da Özel Kesime Verilen Banka kredileri (GSYİH'ya oran %)(Corsetti vd., 1998b)

	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland
1990	49,67	52,54	71,36	19,17	64,30
1991	50,32	52,81	75,29	17,76	67,70
1992	49,45	53,34	74,72	20,44	72,24
1993	48,90	54,24	74,06	26,34	80,01
1994	51,88	56,84	74,61	29,06	91,00
1995	53,48	57,04	84,80	37,52	97,62
1996	55,42	61,81	93,39	48,98	10,19
1997	69,23	69,79	106,9	56,53	11,63

Daha önce belirtildiği gibi, Asya ekonomilerinde finansal serbestleşme eşliğinde uygulanan hükümet garantileri, ahlaki risk problemlerine yol açmak suretiyle kredi genişlemesine ve finansal kırılganlığa katkıda bulunmuştur. Asya'da ahlaki riziko problemi, şirketler, finans ve uluslararası düzeyde kendini göstermiştir. Şirketler düzeyinde ahlaki riziko, özel projelere hükümet tarafından sağlanan garantiler yüzünden ortaya çıkmıştır. Hükümet destekleri, çoğu durumda doğrudan sübvansiyon ya da seçilmiş firmalar ve/veya sektörler kredilerin yönlendirilmesi biçiminde gerçekleştirilmiştir. Açık bir kurtarma vaadinin olmadığı durumda bile, şirketler kesiminin üretim planları ve stratejileri, büyük ölçüde yatırım projelerinin maliyetlerine ve riskliliğine bakılmaksızın yapılmıştır. Hükümetin sıkıntıya düşen firmaları desteklemeye istekli görüldüğü bir ortamda, piyasalar, yatırım getirisinin ters yönde karşısında sigorta edildiğine inanmışlardır. Bu inanışlar, sürekli sermaye birikimi yanında, sürekli ve geniş cari işlem açıklarına yol açmıştır. Finansal ahlaki riziko, yerli bankaların yurtdışından aşırı şekilde borçlanmalarına ve yurt içinde aşırı kredi vermelerine yol açmıştır.

Asya'da kriz öncesinde finans ve bankacılık kesiminde bazı çarpıklıklar göze çarpmaktadır. Bu çarpıklıklar; gevşek gözetim ve zayıf düzenleme, düşük sermaye yeterlilik oranları, düzenleyici kurumların yeterli uzmanlığa sahip olmayışı, proje seçiminde ve gözetiminde

çarpık güdüler ve kredi dağıtımında piyasa-dışı kriterler (ilişkili bankacılık) biçiminde kendini göstermiştir. (Özel, 2005)

Ahlaki rizikonun uluslararası yönü, krize yol açan dönem boyunca bölgenin yurtiçi aracılara, risk değerlendirme standartlarını ihmal ederek, büyük miktarlarda kredi veren uluslararası bankaların davranışlarından kaynaklanmıştır. Bu aşırı kredi verme sendromu, kısa vadeli dış yükümlülüklerin, ya finansal borçlular lehine hükümet müdahalesi yoluyla ya da dolaylı olarak IMF kurtarmaları yoluyla garanti edileceği öngörüsüne dayanmıştır. Asya bölgesinde dış borç birikiminin çok büyük bir kısmı, kısa vadeli, korunmasız ve döviz cinsinden banka yükümlülükleri biçiminde gerçekleşmiştir. 1996 yılı sonuna kadar bölgede kısa vadeli yükümlülüklerin toplam yükümlülükler içindeki payı % 50'nin üzerinde olmuştur. Üstelik kısa vadeli dış yükümlülüklerin uluslararası rezervlere oranı, Kore, Endonezya ve Tayland'da % 100'ü aşmıştır.

3.5.2. Makroekonomik ve Finansal Dayanıksızlıklar

Bu konuda üç temel gelişme ortaya çıkmıştır. Birincisi, kısa vadeli sermaye akımları ile finanse edilen geniş cari işlem açıkları, Asya ekonomilerini sermaye akımlarının ani geri dönüşü riskine maruz bırakmıştır. İkincisi, yurtiçi finansal piyasaların yeterli düzenlemenin ve gözetimin olmadığı bir ortamda serbestleştirilmesi, bankaların vade ve para uyumsuzluğu ile korunmasız dış borç pozisyonlarının artmasına fırsat tanımıştır. Böyle olunca söz konusu ülkeler ani para dalgalanmalarına karşı daha dayanıksız hale gelmişler ve döviz risklerine maruz kalmışlardır. Üçüncüsü, bankalarla yakın ilişki içinde bulunan ve sermayeyi etkinsiz kullanma eğiliminde olan şirketler, tam olarak gelişmemiş tahvil ve hisse senedi piyasalarının bulunduğu bir ortamda, hızlı genişlemelerini finanse etmek amacıyla bankalardan aşırı borçlanmışlardır. Böyle olunca firmalar, faiz oranı dalgalanmalarına dayanıksız hale gelmişlerdir. Sermaye piyasasının yeterince gelişmediği ve bankacılık kesiminin baskın olduğu bir ortamda, şirketler kesimi hızla büyümüştür. Bu süreçte şirketlerin borçluluk oranları oldukça yüksek düzeylere ulaşmıştır. Böyle olunca kriz ortaya çıktığı zaman, otoritelerin karşı karşıya kaldığı bir açmaz söz konusu olmuştur.

Sonuçta piyasalar Tayland'da döviz kurunun sürdürülebilirliği konusunda kaygı duymaya başlayınca, sermaye girişleri çıkışa dönüşmüş ve aktif fiyatlarında düşüş ortaya çıkmıştır. Düşen aktif fiyatları, serveti azaltmış ve finansal kurumların bilançolarına kayıplar yüklemiştir. Böyle olunca talep düşmüş ve daralan piyasalar nedeniyle daha büyük sermaye çıkışları olmuştur (The World Bank 1998).

Bazı Asya ülkelerinin özellikle Tayland, Kore ve Endonezya dış şoklara karşı dayanıksız hale gelmesinde özellikle üç faktör etkili olmuştur. Bunlar; özellikle kısa vadeli özel sermayenin kolay elde edilebilirliği, sermaye girişinin bir kredi genişlemesine dönüşmesinde etkili olan makroekonomik politikalar ve yeni serbestleştirilmiş fakat yeterince düzenlenmemiş finansal piyasalardır. Uluslararası sermaye piyasalarından gelen itiş, yeterince düzenlenmemiş yurtiçi finansal sistemle karşılıklı etkileşim içinde, bir kredi genişlemesini beslemiştir. Bu durum kendisini aktif fiyatlarında şişkinlik biçiminde göstermiştir. Böyle olunca özellikle Tayland'da, halihazırda sermayeye göre borçluluk oranı yüksek olan firmaların dış borcu daha da artmıştır. Bu da ülkeleri yatırımcı bekleyişlerindeki kayma riskine karşı dayanıksız kılmıştır.

Asya ülkeleri sermaye akımlarının en hareketli biçimlerini -mevduat bankalarının aldığı borçlar ile portföy yatırımları- yüksek oranda çekmiştir. Öyle ki Doğu Asya, gelişmekte olan ülkelere yönelik toplam kısa vadeli sermayenin yaklaşık % 60'ını elde etmiştir. Bu akımlar, bölge genelinde yurtiçi kredi genişlemesini finanse etmiştir. Bunun sonucunda 1996 ve 1997 yıllarında beş Asya ülkesinde M2, yaklaşık % 20 oranında büyümüştür. Söz konusu kredi genişlemesi aktif fiyatlarında artışa yol açmış ve böylece yüksek getiriler ortaya çıkmıştır. Artan aktif fiyatları bankaları daha çok kredi vermeye yöneltmiştir.

Gerçekte eğer yabancı yatırımcıların geri dönmeyen kredilerin farkında olmadığı asimetrik bilgi ortamı söz konusu ise ve sonuçta ülkenin para risk primi değişmiyorsa, paradoksal bir sonuçla karşılaşırız: Bu durumda artan yurtiçi finansal kırılganlık, kısa ve orta vadede ilave sermaye girişlerine neden olabilir. Bu sonuç, geri dönmeyen kredilerin artışı biçiminde yurtiçi finansal kırılganlığa sahip olmalarına rağmen, sermaye girişlerinde artış yaşayan Asya ülkelerinin deneyimleriyle tutarlıdır (Bird vd. 2001).

3.5.2.1. Finansal Dayanıksızlık

Asya'da finansal sistem, başlangıçta yurtiçi tasarrufları büyük oranda bankacılık sistemi aracılığıyla yatırım ve büyümeye kanalize edecek şekilde dizayn edilmiştir. Bu sistem içinde yatırımların büyük bir kısmı, örtük ya da açık hükümet garantileriyle korunmuştur. Kredi dağılım süreci, genelde kamu kesiminin yönlendirmesiyle banka kredilerinde bir genişlemeyi içermiştir.

Finansal serbestleşme, getirisi artan ve riski düşen yatırım fırsatlarının dışarıdan finanse edilmesini mümkün kılarak, bir yatırım genişlemesini hızlandırmıştır. Finansal sisteme yönelik örtük garantilerin çok kayda değer şekilde artmış olmasıdır. Bu süreçte finansal araçlar, bilançolarındaki genişlemeye eşlik eden riskleri sistematik olarak küçümsemişlerdir.

Asya ülkelerinde makroekonomik ve finansal dayanıksızlıkların, birbirlerini karşılıklı olarak etkilediklerini söyleyebiliriz. Tutarsız makroekonomik politikalar, ekonominin para krizine olduğu kadar finansal krize karşı da dayanıksızlığını artırmıştır. Sabit döviz kuru rejimi, yabancı para üzerinden borçlanmayı sabit döviz kurunun örtük garantisiyle mümkün kılmıştır. Bu para politikası, sabit döviz kuru ile yüksek yurtiçi faiz oranını birleştirmeye çabaladığı zaman özellikle cazip hale gelmiştir. Böyle olunca yabancı para cinsinden belirlenmiş borç stoku çok yüksek düzeylere ulaşmıştır. Bu yüzden yurtiçi firmalar bilançolarındaki aktif tarafın riskini küçümsemekle kalmayıp, aynı zamanda yurtdışından borçlanma ile yükümlülük yönüne gelen riskleri de önemsememişlerdir. Bu firmalar adı geçen risklerin her ikisine karşı da büyük ölçüde garanti edilmiş olduklarını düşünmüşlerdir. Buna ilave olarak, yeterince gelişmemiş finansal sistem, ekonominin finansal kriz yanında para krizine de dayanıksızlığını artırmıştır. Finansal sisteme getirilen garantiler, yatırım üzerindeki risk primini düşürerek, yatırım genişlemesini teşvik etmiş ve sonuçta aşırı yatırım ortaya çıkmıştır. Böylece ekonominin para krizine dayanıksızlığı daha da artmıştır. (Balmumcu, 2006)

3.5.2.2. Uluslararası Likidite Sıkıntısı

Asya'da sermaye girişleri ve kredi genişlemesi, dayanıksızlığı iki yönde artırmıştır. Bir yandan ülkenin mevcut yükümlülüklerini kendi likit kaynaklarından ödeme kabiliyetinin göstergesi olan kısa vadeli borcun uluslararası rezervlere oranı, 1994-1997 arasında hızla artmıştır. Haziran 1997'de Kore, Tayland ve Endonezya'da kısa vadeli borç, uluslararası rezervleri önemli ölçüde aşmıştır. Kısa vadeli yükümlülüklerin likit döviz aktiflerine oranının yüksek olması, bu ülkeleri yatırımcıların güven kaybından kaynaklanan bir spekülasyon saldırısına karşı dayanıksız kılmıştır. Diğer yandan M2' nin uluslararası rezervlere oranı, dayanıksızlığın daha geniş bir göstergesidir. Bu oran, sabit kura sahip olan bir ülkenin bir güven kaybı karşısında döviz rezervlerine hücum potansiyelini gösterir. Sermaye hesabı açık olan ve döviz kontrolleri daha düşük olan ülkeler, böyle bir hücum karşısında fonların ülke dışına kaydırılmasının kolaylığı nedeniyle daha dayanıksız olacaktır.

Yukarıda sözü edilen iki oran, uluslararası (döviz) likidite eksikliğinin göstergesidir. Krizden önce Asya'da finansal dayanıksızlığın esas kaynağı, uluslararası likidite eksikliği olmuştur. Uluslararası likidite eksikliği, finansal sistemin uluslararası aktifleri ile yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğunu ifade etmektedir. Eğer bir finansal sistemin yabancı para cinsinden kısa vadeli yükümlülükleri, kısa vadede kullanabileceği yabancı para miktarını aşarsa, bu finansal sistemin uluslararası likidite sıkıntısına sahip olduğunu düşünmek gerekir.

Uluslararası likidite sıkıntısı, finansal çöküşler ve/veya para krizleri için gerekli ve yeterli bir koşuldur (Chang vd. 1998).

Beş Asya ülkesinde finansal sistemlerin uluslararası likidite pozisyonu krizden önce kötüleşmiş durumdaydı (Tablo 3-14)' den de anlaşılacağı üzere, uluslararası bankalardan alınan kısa vadeli kredilerin rezervlere oranı, Kore, Tayland ve Malezya'da 1990-97 arasında, Filipinler'de ise 1994-97 arasında artmıştır.

Tablo 3.14 Asya'da Kısa Vadeli Borçlar Ve Uluslararası Rezervler

Uluslararası Bankalardan Alınan Kısa Vadeli Borçlar (Milyar US\$)						
	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland	Toplam
Haz-1990	10,360	15,528	1,761	3,019	7,026	37,694
Haz-1994	18,882	34,908	8,203	2,646	27,151	91,790
Haz-1997	34,661	70,182	16,268	8,293	45,567	174,971
Uluslararası Rezervler (Milyar ABD Doları)						
	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland	Toplam
Haz-1990	4,693	14,642	8,114	0,948	11,882	40,279
Haz-1994	10,915	21,684	32,608	6,527	27,375	99,109
Haz-1997	20,336	34,069	26,586	9,781	31,361	122,133
Kısa Vadeli Borç/Uluslararası Rezerv Oranı						
	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland	Toplam
Haz-1990	2,208	1,061	0,217	3,185	0,591	0,936
Haz-1994	1,730	1,610	0,525	0,405	0,992	0,926
Haz-1997	1,704	2,060	0,612	0,848	1,453	1,433

Tablo 3.15 Asya' Da Kısa Vadeli Borçlar/ Uluslararası Rezervler

	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland
1990	149,28	72,13	1,954	479,11	62,55
1991	154,62	81,75	1,905	152,31	71,31
1992	172,81	69,62	2,112	119,37	72,34
1993	159,70	60,31	2,551	107,68	92,49
1994	160,36	54,06	2,434	95,00	99,48
1995	189,42	171,45	3,060	82,85	114,21
1996	176,59	203,23	4,098	79,45	99,69

Tablo 3-15' de görüldüğü üzere, kısa vadeli borç düzeyinin rezervlere oranı 1997 yılının ortasında Kore, Endonezya ve Tayland'da 1'in çok üzerindedir. Bu, finansal kırılganlığı göstermektedir ve yabancı bankaların kısa vadeli borçları yenilemeyi reddetmeleri durumunda, uluslararası rezervlerin bunları geri ödemeye yetmeyeceği anlamına gelmektedir. Malezya ve Filipinler'de bu oran 1'in altında olmasına rağmen, 1994-97 yılları arasında ikiye katlanmıştır.

Görüldüğü gibi Asya ülkelerinde kriz öncesinde finansal sistemin kısa vadeli dış yükümlülükleri, likit uluslararası aktiflerden daha hızlı bir artış göstermiştir. Buna göre beş Asya ülkesinin uluslararası likidite pozisyonu, yabancı kreditorlerin güven kaybının finansal sistemi kriz içine düşürebileceği bir noktaya ulaşmıştır.

3.5.2.2.1. Uluslararası Likidite Eksikliğinin Ardındaki Faktörler

Söz konusu ülkelerin uluslararası likidite pozisyonlarının kötüleşmesinde üç faktör önemli rol oynamıştır. Birincisi, kriz öncesinde gerçekleştirilen finansal serbestleşmedir. Beş Asya ülkesinde uluslararası likidite pozisyonundaki kötüleşmeye katkıda bulunan ikinci faktör, kısa vadeli yükümlülüklerdeki hızlı artıştır. Asya'da kriz patlak verinceye kadar yabancı yatırımcılar Asya ülkelerine verdikleri kredileri sürekli olarak artırmışlardır. 1990 sonunda Asya'ya yabancı bankaların vermiş olduğu krediler 150 milyar dolar iken, 1997 ortasında 390 milyar dolara yükselmiştir.

Üstelik yabancı bankalardan sağlanan kredilerin çoğu kısa vadeli. Vadeleri bir yıldan uzun olan kredilerin toplam krediler içindeki payı, 1990'da % 38 iken, 1997 ortasında % 30'a düşmüştür. Tam kriz zamanında ise toplam dış yükümlülükler içinde kısa vadeli kredilerin payı Kore'de % 68, Tayland'da % 66, Endonezya'da % 59, Malezya'da % 56 ve Filipinler'de % 59'idi (Tablo 3-16).

Tablo 3.16 Asya'da kısa vadeli borçlar ve toplam borç

Toplam Borç (Milyar ABD Doları)						
	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland	Toplam
Haz-1990	20,076	23,369	6,864	9,055	11,675	71,039
Haz-1994	30,902	48,132	13,874	5,990	36,545	135,443
Haz-1997	58,726	103,432	28,820	14,115	69,382	274,475
Kısa Vadeli Borç (Milyar ABD Doları)						
	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland	Toplam
Haz-1990	10,360	15,528	1,761	3,019	7,026	37,694
Haz-1994	18,882	34,908	8,203	2,646	27,151	91,790
Haz-1997	34,661	70,182	16,268	8,293	45,567	174,971
Kısa Vadeli Borçların Toplam Borç İçindeki Payı (%)						
	Endonezya	Kore	Malezya	Filipinler	Tayland	Toplam
Haz-1990	51,60	66,45	25,66	33,34	60,18	53,06
Haz-1994	61,10	72,53	59,12	44,12	74,29	67,77
Haz-1997	59,02	67,85	56,45	58,75	65,68	63,75

Asya ülkelerinin çok fazla kısa vadeli borçlanmasına, finansal serbestleşmenin katkıda bulunduğunu söyleyebiliriz. Deregülasyon ve sermaye hesabındaki serbestleşme, sermaye girişlerinin önündeki engelleri düşürmek suretiyle toplam sermaye girişinin artmasına yol

açmıştır. Serbestleşme öncesinde hükümet doğrudan yabancı sermayeyi teşvik etmek istemişse de, düşürülen engeller esas olarak kısa vadeli akımları etkilemiştir. Böyle olunca finansal serbestleşme, kısa vadeli borçların payının artmasına yol açmıştır.

Beş Asya ülkesinde uluslararası likidite pozisyonundaki kötüleşmeye katkıda bulunan üçüncü faktör döviz borçlarındaki artıştır. 1990'lı yıllarda Asya ülkelerinde finansal sistemin yükümlülüklerinin sadece vadesi değil, ayın zamanda para kompozisyonu da finansal kırılganlığa katkıda bulunmuştur. Söz konusu dönemde yurtdışından yapılan borçlanmaların büyük bir kısmı yabancı para cinsinden olmuştur.

3.5.3. Dış Şoklar ve Tetikleyici Faktörler

Asya bölgesinde para ve finans krizlerini tetikleyen şoklardan biri, yatırımın azalan getirisi olmuştur. Doğu Asya'da aşırı yatırım olduğu doğru ise ve büyüme birincil olarak yatırım tarafından yönlendiriliyorsa, sermaye birikimi sırasında sermayenin azalan getirisi söz konusu olacaktır. Getiri oranındaki bu azalma tek başına krizi açıklamasa da, ekonomiler üzerinde olumsuz bir şok etkisi yaratmıştır.

Krizleri tetikleyen bir başka şok da, kötüleşen dış pozisyonudur. Reel döviz kuru ile ölçülen rekabetçilik, kriz öncesi dönemde bütün Doğu Asya ülkelerinde kötüleşmiştir. Bu kötüleşmenin birçok sebebi olabilir. Bağlanmış döviz kuru varken, nominal döviz kurundaki değişimler ve özellikle Doların Yen karşısında değer kazanması rekabetçilik kaybında etkili olmuştur (The World Bank 1998).

3.5.3.1. Tayland'da Para Krizi

1997 yılının ortasına gelindiğinde makroekonomik ve finansal dayanıksızlıklar, en çok Tayland'da göze çarpıyordu. Bu ülkede kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilen cari işlem açıkları, GSYİH'nın % 8'ine ulaşmıştır. Yoğun sermaye girişi ve kredi genişlemesi, yatırımları gayrimenkul kesimine doğru yöneltmiş ve bu da aktif fiyatlarında şişkinlik yaratmıştır. Özel kesim, yurtdışından büyük miktarlarda borçlanmış ve sabit kurun avantajlarını kullanarak döviz risklerine karşı korunmamıştır (The World Bank 1998).

Ekonomide giderek su yüzüne çıkmaya başlayan dayanıksızlıklar karşısında önce hisse senedi yatırımcıları bölgeden fonlarını geri çekmiştir. Tayland'da menkul kıymetler piyasası, Şubat ayından yıl ortasına kadar % 30 oranında düşüş yaşamıştır. Piyasalarda aktif fiyatlarının çok yükseldiği ve döviz kurunun yanlış değerlendirildiği görüşü hakim olmaya başlamıştır. 1997 başından itibaren toplam özel sermaye girişi azalma eğilimi göstermiştir. 1997'nin ilk

çeyreğinde tahvil ihracı ve sendikasyon kredileri, önceki yılın aynı dönemine göre % 30 oranında azalmıştır. Şubat 1997'de baht saldırı altına girdiğinde, hükümet sabit kuru desteklemek üzere müdahalede bulunmuştur. Merkez bankası vadeli piyasada 23 milyar dolar sözleşmesi ihraç etmiştir. Yatırımcıların güven kaybı devam ettikçe finans kurumlarının sıkıntıları artarken, hükümet bunlara yüksek düzeylerde likidite desteği vermek zorunda kalmıştır. Söz konusu gelişmeler sonucunda finansal piyasalardaki baskı azalmamış, aksine artmıştır. Yüksek faiz oranları ve azalan uluslararası rezervler nedeniyle 2 Temmuz 1997 tarihinde hükümet sabit kurdan vazgeçmiştir.

Tayland ekonomisi, ihracattaki bir daralmaya bağlı olarak olumsuz bir talep şokuna maruz kalmış görünmektedir. Ayrıca yerli para Bahtın bağlanmış olduğu Doların değer artışı, Japonya'daki durgunluk nedeniyle Tayland'ın mallarına olan talebin düşmesi ve Çin'in devalüasyonundan kaynaklanan rekabetçilik kaybı bütün bölgeyi etkilemiştir. Fakat Tayland'da özellikle maliyet ve fiyat artışından kaynaklanan olumsuz bir şok vardır. Bu şok, reel ücretlerin artmasına ve yerli paranın reel değer kazancına yol açmıştır.

Tayland'da genişletici para politikasının yokluğunda, böyle bir şok bir resesyona sebep olmuştur. Zira hükümetin sabit bir döviz kuru taahhüdü söz konusuydu. Bu taahhüden genişletici bir para politikası aracılığıyla ayrılmak, kredibilite kaybına yol açabilirdi. Yine de ekonominin olumsuz şoklarla gelen daralması, bir devalüasyon beklentisi yaratmıştır. Ekonominin dayanıksızlığı, ihracat kesimindeki rekabetçilik kaybı nedeniyle sabit kuru sürdürmenin maliyetinin çok yüksek hale geldiği anlamını taşımaktadır. 1997 yazında kriz patladığı zaman, değer kaybı beklentileri, açık faiz paritesi ile tutarlı faiz oranını artırmış ve sabit kuru savunulması daha maliyetli hale getirmiştir. Ekonominin dayanıksızlığı, artan faiz maliyetlerine dayanma kabiliyetinin yetersiz olduğu anlamına gelmektedir. Bu durumda devalüasyon yapmamak çok maliyetli olabilirdi. Hükümetin bu maliyetleri halihazırda dayanıksız ihracat kesimine ve yurtiçi ekonomiye yükleme istekliliği sınırlı olduğu sürece, paranın devalüasyonuna izin vermesinin rasyonel bir tercih olduğu savunulabilir. Belirsizlik nedeniyle Tayland bahtının 1997 yazındaki ilk değer kaybı beklenenden daha büyük olmuş ve tıpkı Meksika krizinde olduğu gibi, döviz kuru hedefi aşmıştır. (Özel, 2005)

3.5.3.2. Bulaşma

Tayland bahtının devalüasyonu, bölgede finansal panik yaratmış ve sermayenin geri çekilmesini tetiklemiştir. Tayland'daki gelişmeler, yatırımcıların önceden ihmal ettikleri zayıflıkları daha ciddi şekilde değerlendirmelerine yol açmıştır. Yatırımcılar, zamanla finansal sistemin sağlığına ve kısa vadeli borcun büyüklüğüne ilişkin kaygılarını doğrulayan yeni

bilgiler elde etmişlerdir. Piyasa şüpheleri, finans ve şirketler kesiminin şeffaflığının olmayışı ile daha da artmıştır. Rezervlerin kısa vadeli borçları karşılamayacağı düşüncesiyle yatırımcı güveni kaybolunca, yerli ve yabancı yatırımcılar ülke dışına kaçmak için birbirleriyle yarışmaya başlamışlardır.

Bulaşma, aktif fiyatlarında düşüş ile sermaye çıkışlarında eşanlı bir hareket yaratmıştır. Kriz öncesinde bölgeye yönelik net sermaye girişi, altı ay içinde 12 milyar dolar çıkışa dönüşmüştür. Gayrimenkul piyasalarında düşüş, Tekila krizinden de şiddetli olmuştur (The World Bank 1998: 28). Böyle olunca Endonezya, Malezya, Filipinler ve Kore'nin finansal piyasalarındaki baskı artmaya başlamıştır. Söz konusu ülkelerde dövize yönelik spekülasyon saldırı, yurtiçi faiz oranlarının yükselmesine ve uluslararası rezervlerin erimesine yol açmıştır, sonuçta adı geçen dört ülkede yerli paralar devalüe edilmiştir.

3.5.4. Finansal Panikten Çöküşe

Tayland'da para krizine yol açan olumsuz şoklar, aynı zamanda finansal sistem içinde bir probleme neden olmuştur. Halihazırda yurtiçi maliyetlere ve fiyatlara bağlı olarak dayanıksız olan ekonomiye maliyet getiren olumsuz şok, bankacılık sisteminin aktiflerinin değerini düşürmüştür. Böyle olunca hükümetin finansal sistemi kurtarması gerekmiş ve bu da finansal krize yol açmıştır. Ayrıca yerli paranın değer kaybetmesi, hükümetin garanti altına aldığı özel kesimin dış yükümlülüklerin değerinin artmasına yol açmış ve hükümetin vaat ettiği kurtarmaları yapamama olasılığı ortaya çıkmıştır. Böyle olunca yabancı kreditorler paniğe kapılmış ve finansal çöküş hızlanmıştır.

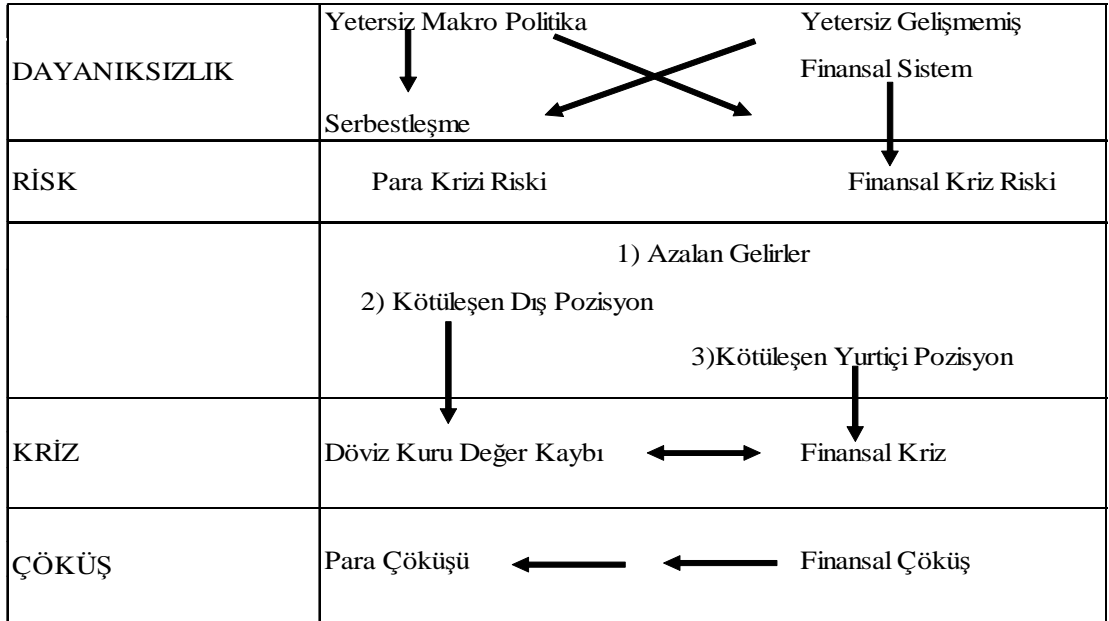
Hükümetin örtük garantileri karşılamak için vergileme aracılığıyla fonları arttırdığı durumda, eğer hükümet garantileri karşılamak için borçlanabilirse çöküş önenebilir. Fakat garantiler uzun vadeli olsa bile, finansal sistemin kısa vadeli kreditorleri, kredilerini aniden geri çektiği zaman panik olasıdır. Finansal sistemin kısa vadeli borçları, hükümetin garantileri ödemek üzere derhal harekete geçirebileceği kısa vadeli aktiflerini aştığı ve hükümete likidite sağlayacak bir en son kredi mercii olmadığı zaman problem ortaya çıkacaktır.

Asya ülkelerinde paranın değer kaybı da, finansal çöküşe katkıda bulunmuştur. Bu ülkelerde sabit döviz kuru rejimi altında, korumasız döviz yükümlülüklerinde hızlı artışlar olmuştur. Tayland bahtının devalüasyonu, söz konusu yükümlülüklerin değerini arttırmıştır. Paranın devalüasyonu, finansal sisteme kredi verenlerin sistem üzerindeki hükümet garantilerini yerine getirilemeyeceğini düşünür hale gelmelerine yetecek kadar büyük olduğu zaman, finansal çöküşle sonuçlanmış; bu da, hükümetin yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği

orkusunu tetiklemiştir. Bu noktada panik ortaya çıkmış ve bundan sonra finansal çöküş hızlanmıştır. (Akdiş,2000)

Tayland bahtının devalüasyonundan önce uluslararası kredi derecelendirme kurumları, Kore bankalarının finansal güçlük içinde olduklarını bilmelerine rağmen, hala hükümetin bankaları kurtarma taahhüdünü göz önüne aldıkları için kredi notlarını düşürmemişlerdir. Bununla birlikte bu hükmü verirken büyüyen kurtarma maliyetlerini, sadece bankalara yeterli sermaye enjekte etme maliyetiyle ilişkili olduğu ölçüde hesaba katmışlardır. Bunlar hükümetin bütçe kapasitesi içinde dikkate alınmıştır. Eğer derecelendirme kurumları büyük bir değer kaybı olasılığının farkında olsalardı ve bankaların değer kaybeden paralar cinsinden dış yükümlülüklerinin garantisinin tümünü yerine getirmenin hükümete yükleyeceği maliyeti göz önüne alsalardı, bütçe açığının buna dayanamayacağını hesaplamaları gerekirdi. Bu bütçe kısıtı, bankalara verilecek desteklere ilişkin tahminlerini revize etmelerine ve notlarını düşürmelerine yol açabilirdi. Öyleyse Asya ülkelerinde para krizi, finansal çöküşü beslemiş ve hızlandırmıştır.

Kısacası Asya'da ekonominin para krizine dayanıksız olduğu bir ortamda ortaya çıkan olumsuz şoklar, yerli paranın devalüasyonunu hızlandırmıştır. Bu devalüasyon, para krizi diye adlandırılabilir fakat bunun bir çöküşe yol açması gerekli değildir. Aynı olumsuz şoklar, finansal sistem üzerine de önemli kayıplar getirmişlerdir. Bu şoklar, ekonominin finansal krize dayanıksız olduğu bir ortamda, hükümetin finansal kesimi kurtarma yükümlülüklerini tetiklemiştir.



Şekil 3.10 Asya' da krizler, para çöküşü ve finansal çöküş (Corbett, 1999)

Asya'da çöküşe yok açan faktörlerden birincisi, bekleyişlerin finansal paniği hızlandırmasıdır. Çöküşe neden olan ikinci faktör, finansal kesimin olumsuz dış şokların etkilerini genişletmiş olmasıdır. Üçüncü önemli faktör ise, para krizi ile finansal kriz arasındaki karşılıklı etkileşimdir. Yerli paranın değer kaybı, finansal krizin kötüleşmesine yol açmıştır. Bu durum, sabit döviz kuru rejiminin kendine özgü özelliğinden kaynaklanmaktadır. Sabit kur, döviz cinsinden büyük miktarda korunmasız borçlanmaya yol açmıştır. Yerli paranın devalüasyonu, finansal sisteme kredi vermiş olanların hükümet garantilerinin yerine getirilemeyeceğine inanmalarına yetecek kadar geniş olunca, finansal çöküş ortaya çıkmıştır. Finansal çöküş, hükümetin ödeyebilirliğini kaybedeceği yönündeki korkuları tetiklemiş ve bu korku da para çöküşüne yol açmıştır. Böyle olunca finansal çöküş daha da ağırlaşmıştır.

3.6. 1998 Rusya Krizi

Rusya, altı yıllık ekonomik reform sürecinden ile ancak özelleştirme ve makroekonomik stabilizasyonda çok kısıtlı bir başarı elde etmişti. Ağustos 1998' de, Sovyet Rusya' sının yıkılışından bu yana ilk defa pozitif büyüme oranlarının ilk defa artıyı gösterdiği bir zamanda, Rusya ağır borç yükünün altından kalkamayarak, para birimi rubleyi devalüe etmek ve borçlu olduğu yabancı kreditorlerin ticari bankalarına karşı olan yükümlülüklerini askıya aldığını bildirmek, yani moratoryum ilan etmek zorunda kalmıştı. Rusya gibi devasa büyüklükteki bir ekonomiyi ekonomik krize sürükleyen sebepler oldukça çeşitli idi.

Tablo 3.17 Rusya sermaye akışı (net, milyar dolar) (Özel, 2005)

	1990-94 ortalama	1995	1996	1997	1998
Özel	-1.1	7.5	18.8	36.6	7.2
-Sabit Sermaye	0.4	1.8	2.2	2.6	1.4
-Portföy Yatırımı	0.0	0.3	0.9	1.0	0.6
-Banka Kredileri	-3.3	4.3	7.1	9.9	-2.2
-Diğer Krediler	1.8	1.1	8.7	23.2	7.3
Resmi (IMF vs.)	8.7	6.3	9.5	5.1	8.1
Toplam	7.6	14.8	26.1	41.7	15.3

Rusya krizinin nedenlerini genel olarak sıralayacak olursak; (Akdiş, 2000)

- Çok geniş bütçe açıkları
- Firmaların aşırı boyutlarda kur riskine maruz bırakılması
- Yabancı kredilerde geri ödeme süresi bir yıl içinde dolan kısa vadeli borçların ağırlığı
- Finans ve bankacılık sektörlerinde altyapı ve denetim mevzuatının yetersizliği

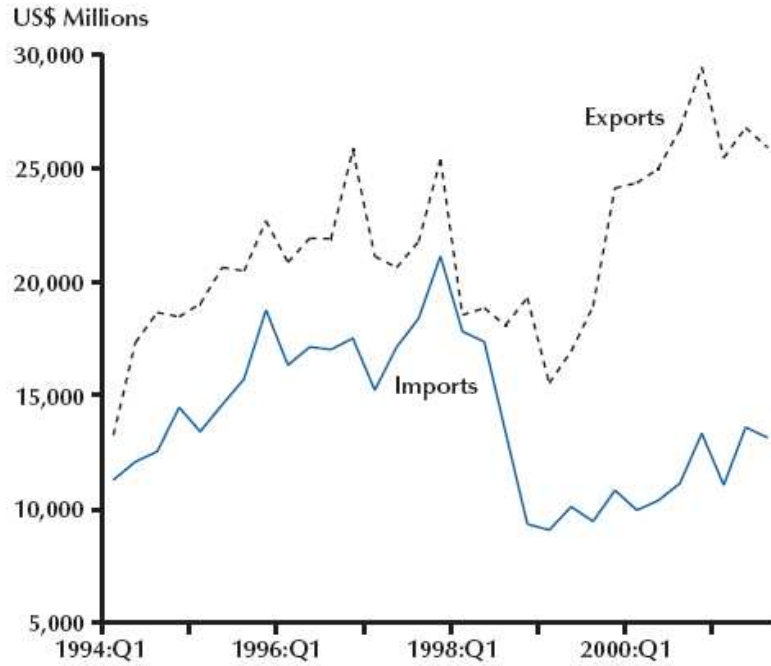
- Maaş ve ücretlerin bütçe disiplinin kaybolması nedeniyle ödenmemesi ve sosyal ödemelere bağlı borçların artması
- Borçların ödenmesi için tekrar borçlanmanın getirdiği faiz yükü
- Müesseseler arasında karşılıklı olarak borçların artması ve reel kesimde bir çok müessesenin iflas etmesi
- Dünya hammadde piyasasında özellikle petrol ve gaz gibi ürünlerin fiyatlarında düşmeler
- Rublenin ABD dolarına endekslenmesi ve suni olarak aşırı değerli tutulması
- Devletin ve mahalli idarelerin özel sektörün sorunlarına ciddi yanaşmaması ve özel kesimle beraber iktisadi faaliyetlerle birlikte iş yapabilme veya entegre olabilmenin zayıf olması
- Sanayi ve tarım işletmelerinin hantallığı
- Serbest pazar ekonomisinin talep ettiği güçlü kanuni sistemin kurulamayışı nedeniyle sözleşme, yatırım, şirket kuruluşu, iflası vb. alanlardaki sorunlar
- İktisadi alanda yetersiz güvenlik sistemi, cinayetkarlık, rüşvet ve yolsuzluklar, pazara hakim monopol ve oligopol firmalar, müteşebbis sınıfının yetersiz olması
- Rusya Yönetimi'nin bu yapısal sorunları çözmek ve piyasa ekonomisine daha yaygın işlerlik kazanması için gereken reformları yapmayı göze alamayacak kadar zayıf ve destekten yoksun olması
- İktisadi reformları yürütecek kadroların keyfiyet ve kemiyet açısından zayıf olması
- Döviz rezervlerinin düşük seviyede olması, ekonominin reel durumunu yansıtmayan borsanın spekülasyon karakterli olması
- İktisadi Büyüme ve sanayi üretiminde artışı sağlayacak herhangi bir hükümet programının olmayışı
- Dışsal sebepler (Asya krizi, petrol fiyatlarının düşmesi vb. gibi sebepler şeklinde özetlenebilir.

3.6.1. Kriz Öncesi Durum

3.6.1.1. Reformlar ve İyimserlik Dönemi

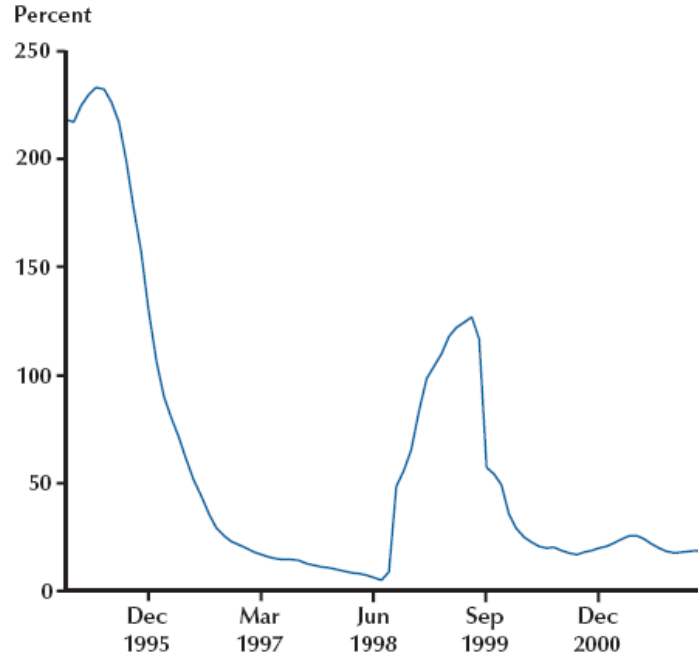
Nisan 1996’ da Sovyet yetkilileri Sovyet Rusya döneminden kalmış olan dış borç ödemelerinin yeniden yapılandırılması için görüşmelere başladılar. Yatırımcı güveninin kazanılmasında, dış devlet borçlarının yeniden yapılandırılması ilk ve en önemli adım idi. Dış görünüşte, 1997 yılı ekonomik stabiliteye kavuşulmasında bir dönüm noktası gibi görünmekte idi. (Chiodo ve Owyang, 2002)

Dış ticaret fazlası dengede hareket etmekte (Bakınız Şekil 3-12)



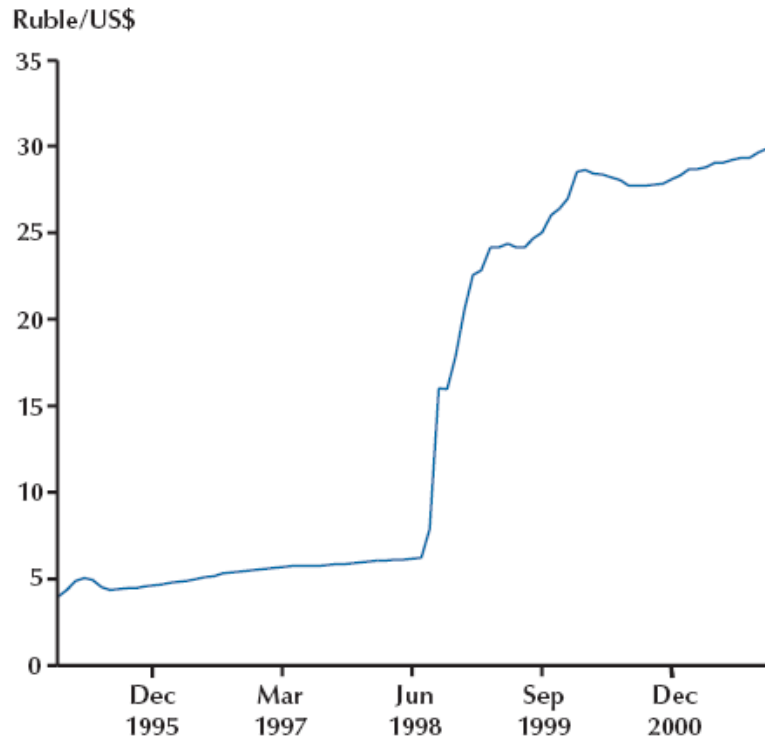
Şekil 3.11 Rus Dış Ticaret Dengesi (IMF)

- Batı ile ilişkiler umut verici idi: Dünya Bankası yıllık 2- 3 milyar \$ lık genişletilmiş bir yardıma hazırlanırken, IMF yardım görüşmeleri için Rus yetkililer ile görüşmelere devam etmekte idi. (Chiodo ve Owyang, 2002)
- Enflasyon oranı, 1995’ teki %131’ lik orandan, 1996’ da %22’ ye, 1997’ de %11’ e düştü. (Bakınız Şekil 3-13)



Şekil 3.12 Tüketici Fiyat Endeksi Enflasyonu (IMF)

- Çıktı miktarı hafifçe düzelmekte idi. (Chiodo ve Owyang, 2002)
- Döviz kurunu 5- 6 ruble= 1 \$ de tutacak şekilde dar bir döviz kuru oranı söz konusu idi. (Bakınız Şekil 3-14)



Şekil 3.13 Döviz Kuru Değişimi (IMF)

- Rusya' nın en önemli ihracat kalemi olan petrolün varil fiyatı 23\$ idi ki bu fiyat o zamanın standartlarına göre yüksek bir miktardır. (1997 yılında petrol- doğalgaz gibi doğal kaynaklar Rusya' nın tüm ihracatının %45' ine tekabül etmekte idi.

Eylül 1997' de diğer ülkelere olan 60 milyar \$' lık Sovyet borcunun yeniden yapılandırılmasından hemen sonra kreditor ülkelerin Paris Kulübü' ne katılımını kabul edildi. 33 milyar \$' lık bir diğer bir borç geri ödemesi antlaşması ise Londra klübü ile yapılmıştır. Analistler, Rusya' nın kredi derecesinin iyileşmesinin ülkenin daha ucuza borçlanmasına imkan sağlayacağını düşünmekte idiler. Devlet mülklerinin yabancı yatırımcı tarafından satın alınmasının önündeki tüm kısıtlamaların kaldırılmasıyla, yabancı yatırımcıların önleri açılmıştır. 1997 sonlarında kısa dönemli devlet bonolarının yaklaşık %30' unda yabancı yatırımcılar için ayrılmıştır. Rusya, 1997 yılını, %0.8' lik ekonomik büyüme ile genel ekonomik beklentiler iyimser bir şekilde tamamlamıştır. (Chiodo ve Owyang, 2002)

3.6.1.2. Gelir, Yatırımlar ve Borçlar

Optimistik bakış açısına rağmen, bazı problemler mevcudiyetinin devam ettirmekteydi: (Chiodo ve Owyang, 2002)

- Ortalama olarak, reel ücretler, 1991' deki miktarlarının yarısından daha düşük seviyelerdeydi ve işgücünün sadece %40' ı zamanında ve tam olarak maaşını alabiliyordu.
- Kişi başına yabancı yatırım miktarı düşüktü ve büyük monopollerin düzenlenmesi Rus parlamentosunun alt kanadı, Duma meclisindeki karışıklıklar sebebiyle hala zor gözükmekteydi.
- Rus ekonomisindeki bir diğer zayıflık ise düşük vergi toplanabilirliği ve bunun kamu kesimi zararının yüksek kalmasına sebep olmuştur.
- Vergi gelirlerinin büyük çoğunluğunun, yerel ve federal hükümetlerin paylaştığı vergilerden gelmesi sebebiyle gelir dağıtımında farklı hükümet kademeleri arasında rekabet oluşmasına sebep olmuştur.

Esasında, Paris Klübünün Rusya' yı bir kreditor şirket olarak tanınması sorgulanabilir nitelikler temelinde gerçekleşmiştir. Rusya' ya ait olarak değerlendirilen varlıkların dörtte biri Sovyet Rusya zamanında Küba, Moğalistan ve Vietnam gibi ülkelere verilen borçlardan oluşmaktaydı. Ayrıca, bu tanım tamamen bir Sovyet zorunluluğu olan 0.6 ruble= 1 dolar' lık döviz kuru temelinde gerçekleşmişti. (İlgili dönemde bu oran, 5-6 ruble= 1 dolar idi.)

3.6.1.3. Güneydoğu Asya Krizi

1997 yazı öncesinin birkaç ay öncesi, Pasifik ülkeleri, daha sonraları Rusya'yı da etkileyecek olan para krizi ile yüzyüze geldiler. 1997 Kasım' ında, Güneydoğu Asya Krizi' nin başlamasının hemen ardından, ruble spekülâtif saldırılara uğradı. Rusya Merkez Bankası (RMB) döviz rezervlerindeki 6 milyar \$' lık kayıp ile karşı koymayı başardı.

Ayrıca,büyük Rus ticari bankaların borçlarının önemli bir kısmı, birçoğu yabancı yatırımcılarla imzalanmış olan uzun vadeli kontratlardan oluşmaktaydı ve bilanço dışı idi. 1998 yarıyılı itibari ile bu tür kontratların toplam miktarının 6 milyar\$' ı aştığı tahmin edilmekteydi. Son olarak, Aralık 1997' de Rusya ekonomisinin tüm gelirlerinin üçte ikisini oluşturan petrol fiyatlarının ve demirsiz metal fiyatları düşmeye başladı. (Chiodo ve Owyang, 2002)

3.6.2. Krizin Gelişimi

1996 yılından itibaren Rus ekonomisinde gerçekleşen önemli olaylar aşağıda sıralanmıştır:

Tablo 3.18 Rusya Krizi Zaman Çizelgesi (Chiodo ve Owyang, 2002)

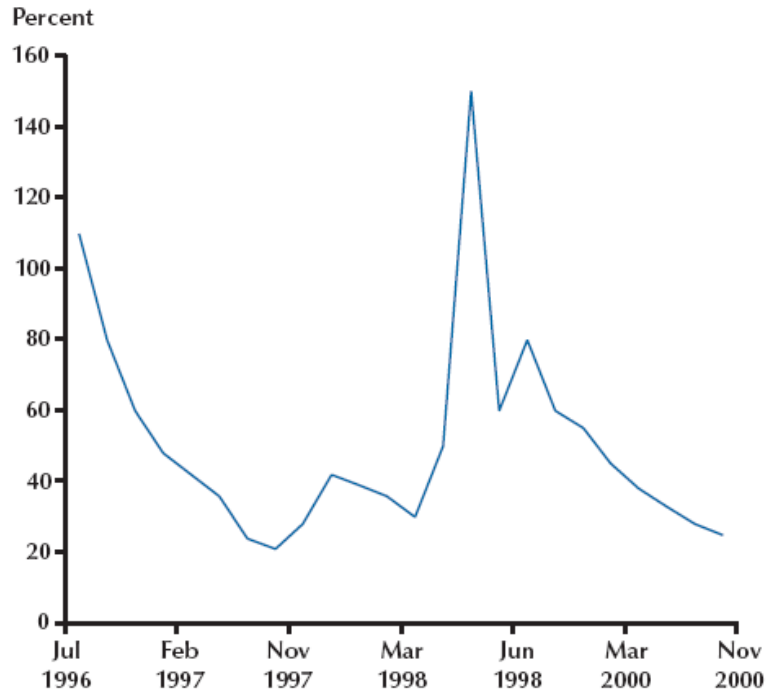
Nisan 1996	Paris ve Londra Klübü ile Sovyet borçlarının geri ödemesi görüşmeleri başladı
1997	Dış ticaret fazlası dengede hareket etmekte Enflasyon %11 civarında Petrol fiyatı: 23\$/varil Analistler Rusya için daha iyi kredi dereceleri vermekte Rus bankalarının dış borçlanmaları artmakta Reel ücretler düşmekte İşgücünün sadece %40' unun maaşı tam olarak ve zamanında ödenmekte Özel sektör zararı miktarı yüksek
Eylül/ Ekim 1997	Paris ve Londra Klübü görüşmeleri tamamlandı.
11 Kasım 1997	Asya krizi rubleye karşı bir spekülasyon saldırısına sebep oldu Rusya Merkez Bankası rubleyi savundu. Maliyet: 6 Milyar\$
Aralık 1997	Yıllık %0.8 büyüme ile sene tamamlandı Petrol fiyatları ve demirsiz metal fiyatları düşmeye başladı
Şubat 1998	Yeni vergi düzenlemeleri Duma meclisine sunuldu IMF fonu talep edildi
23 Mart 1998	Yeltsin hükümeti feshetti ve görevi Kriyenkoya verdi IMF fonu talebi devam etmekte
Nisan 1998	Rubleye karşı yeni spekülasyon ataklar
24 Nisan 1998	Duma meclisi Kriyenko hükümetini onaylar
Mayıs başı, 1998	Dubinin yaptığı toplantı ile hükümeti beklenen borç krizine karşı uyardı Kriyenko Rus hükümetini "oldukça fakir" olarak tanımladı
19 Mayıs 1998	RMB borçlanma oranını %30' dan %50' ye çıkardı ve rubleyi 1 milyar\$ ile savundu
Mayıs ortası, 1998	Petrol fiyatları düşmeye devam etmekte Petrol ve doğalgaz oligarkları ihracatlarının değerini artırmak için ruble devalüasyonu savundular
23 Mayıs 1998	Anlaşma yapmadan IMF Rusya' yı terk etti
27 Mayıs 1998	RMB tekrar borçlanma oranını %150' ye yükseltti
1998 Yazı	Rus hükümeti anti- kriz planını oluşturdu ve açıkladı
20 Temmuz 1998	IMF acil yardım paketini onayladı. (ilk ödeme miktarı: 4.8 milyar\$)
13 Ağustos 1998	Rus hisse senedi, bono ve döviz pazarları devalüasyon sebepli yatırımcı korkuları sonucu zayıfladı
17 Ağustos	Rus hükümeti rubleyi devalüe etti, iç borçları gözardı etti, yabancı kreditorlerin borçları için ise moratoryum ilan etti
23- 24 Ağustos 1998	Kriyenko hükümeti düştü.
2 Eylül 1998	Ruble serbest bırakıldı.
Aralık 1998	Yıl, gerçek çıktılarda %4.9' luk azalma ile tamamlandı.
NOT: RMB, Rusya Merkez Bankası	

3.6.2.1. Likidite, Para Politikası ve Mali Politikalar

18 Mayıs 1998’ de hükümet bonolarının değeri %47’ den fazla şişmişti. Yüzde 10’ luk enflasyon ile birlikte, Rus bankaları hükümet kağıtlarını yüksek riskli bulmaktaydılar. Kısıtlı likiditesi sebebiyle, Hükümetin bonoları geri ödeyebilme kabiliyetine karşı güven yetersizliği, piyasada likiditenin kısıtlanmasına sebep olmuştur. Depozitorlar ve yatırımcılar bu sebeplerle, giderek artan bir şekilde risklerden çekinmişler, bu ticari bankalar ve firmalar kullanabilecekleri daha az nakit bulabilmişlerdir. Federal hükümetin nakit olarak daha fazla vergi toplamaya çalışması banka ve firmaların likidite miktarını düşürmüştür. (Stanley, 1998) Ayrıca, 1997’ de Rusya ABD stili- hazine sistemi oluşturarak para tasarrufu sağlamışlar ve bozulmayı düşürmüşler, ayrıca bankalar arasında dolaşımdaki nakit miktarını azaltmışlardır. Bankalar önceleri bu fonları, devlet bonolarını satın almada kullanıyorlardı. (Chiodo ve Owyang, 2002)

RMB tüm bu gelişmelere, 2 gün içerisinde, zaten düşük seviyede olan rezervlerinden 1 milyar \$’ lık kullanım ile, borçlanma oranını %30’ dan, %50’ ye çıkararak karşılık vermiştir.

(Şekil 3-15 borçlanma oranınının değişimini göstermektedir.)



Şekil 3.14 Rusya Merkez Bankası Borçlanma Oranı Değişimi (<http://www.cbr.ru/eng/>)
Fakat, 27 Mayıs’ ta bono talebi yere çakıldı; getirinin % 50’ den fazla olmasına rağmen, hükümet haftalık borçlarını finanse edebilmek için gerekli miktarda bono satamamıştır. Bu arada, petrol fiyatları, bir önceki senenin yarısından da aşağıya, 11\$/ varile düştü. Petrol ve

doğalgaz oligarkları, ihracat mallarının ruble değerini artırmak için rublede devalüasyon yapılmasını istemekteydiler. Tüm bunların ışığında, RMB borçlanma oranını %150' ye yükseltti.

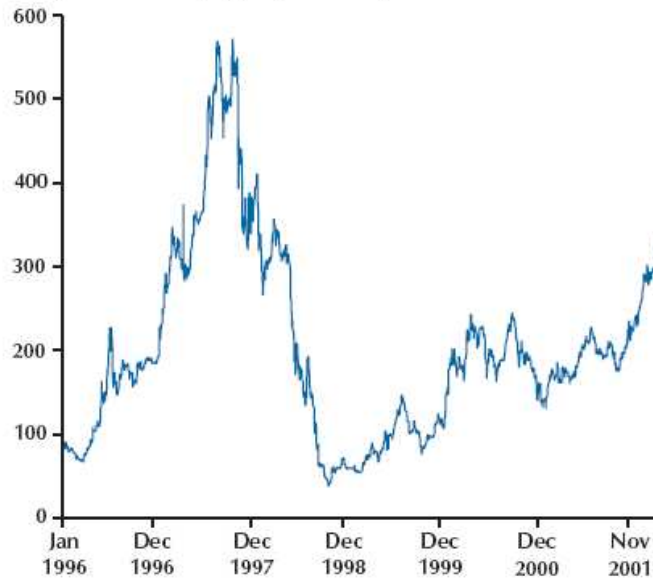
Hükümet Batı' dan yardım talebini ve devlete vergi borcu en fazla olan çok büyük vergi borcu olan 3 şirketin iflas işlemlerinin başlatılmasını içeren antikriz planını oluşturmuş ve halka duyurmuştur. Kriyenko, yabancı yatırımcılarla güven tazelemek için bir araya geldi. Yeltsin, her gece Rus televizyonlarında konuşmalar yapıp, Rus elitlerini Rusya' da yatırım yapmaya teşvik etmek için Kremlin sarayına davette bulundu. Haziranda RMB, rezervlerinden 5 milyar\$ kaybederek, rubleyi savundu.

Dahası, milyarlarca dolar kıymetindeki ruble vadeli işlemlerin değeri hızla düşmekteydi. Temmuz' da IMF ek 4.8 milyar\$' ı hemen harcanmak üzere, 11.2. milyar\$' lık yardımı onayladı. Sadece Mayıs ve Ağustos ayları arasında 4 milyar\$, Rusya' yı terk etmiştir ve Rusya, düşen petrol fiyatları sebebiyle 1998' de 4 milyar\$ kaybetmiştir. Tüm bu kayıplar sebebiyle IMF yardımı yeterli rahatlamayı sağlayamamıştır.

Duma Meclisi, doğal monopolleri katı düzenlemelerden korumak için çaba göstermiş ve IMF destekli anti- kriz programının görüşmelerinde en önemli bölümlerini paketten çıkarmışlardır. Hükümet bu plandan 71 milyar ruble ek gelir beklemekteydi. Yalnız, Duma' nın geçirmedığı bölümler sebebiyle bu gelir sadece 3 milyar ruble artmıştır.

3.6.2.2. Borçların Ödenememesi ve Devalüasyon

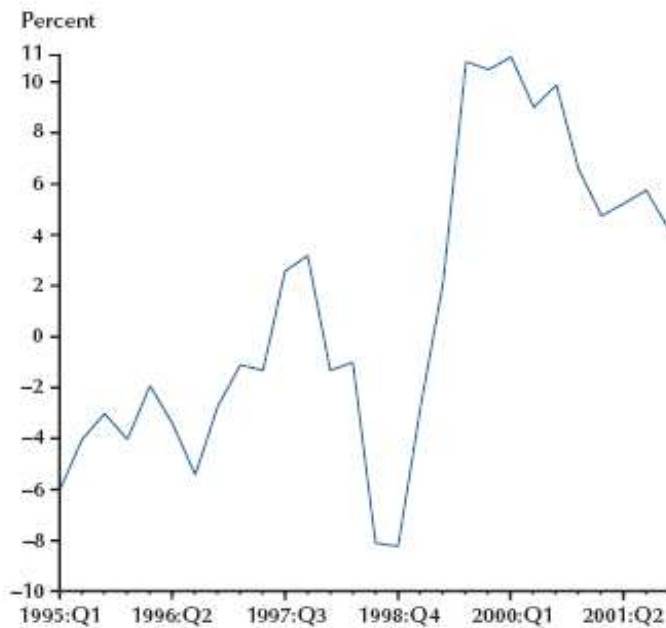
Hükümetin rubleyi devalüe edebileceği, iç borçları, belki dış borçları da ödemeye bileceğini açıklayabileceğine dair yatırımcı korkularının bir sonucu olarak 13 Ağustos 1998 günü Rus hisse senedi, bono ve döviz piyasaları çöktü. Ruble esaslı bonoların yıllık gelirleri, %200'den fazla idi. Borsa, ani çöküş ile birlikte, açılışından 35 dakika sonra kapatılmak zorunda kaldı. Borsa kapatıldığı anda, çok dar işlem hacmine rağmen, %65' den fazla düşmüştü. Ocak-Ağustos 1998 arasında, borsa, sadece %39' u Mayıs ayında olmak üzere, net olarak % 75 oranında değer kaybetmişti. (Chiodo ve Owyang, 2002)



Şekil 3.15 Rus Borsası Değişimi (1Eylül 1995= 100) (www.russtock.com)

3.6.3. Ekonomik Toparlanmanın Sağlanması

Rusya, 1998 yılını beklenen küçük miktarda gelişmenin yerine net olarak, reel çıktılarda %4.9' luk küçülme ile kapattı. Rublenin çöküşü, Rusya' nın ithalatın düşük kalmasını sağlarken, ihracatında artış sağlamıştır. (Bkz Şekil 1) Bu tarihten itibaren, Rusya' ya olan yatırımlar, en iyi ihtimalle kararsız kaldı. Shleifer and Treisman (2000)' in en iyi şekilde özetlediği gibi: "1998 Ağustos krizi, Rusya' nın para biriminin altını kazmakla kalmamış, Rusya' nın ekonomisinde reform yapacağına dair Batıda kalan son umutları da yok etmiştir."



Şekil 3.16 Rusya Reel GSYİH Değişimi (IMF)

Şekil 3-18' den görebileceğimiz gibi ülke 2000' de %8.3, 2001' de ise kabaca %5 oranında gelişme sağlamıştır. İhracat, 2001' in ilk yarısından itibaren yukarı yönlü bir trend sağlayarak, dış ticaret dengesinin sağlanmasına yardımcı olmuştur. Aynı zamanda, tüketici fiyatları 2000 ve 2001 yıllarında 1999' a göre %92.6' lık artışla, sırasıyla %20.9 ve %21.6 artış sağlamışlar Toparlanmanın önemli bir kısmı devalüasyon sonrasında ihracat artırıcı etkisiyle, Rusya' nın ana ihraç ürünleri petrol, doğalgaz ve ürünlerin dünya piyasalarında fiyatlarının artması, para politikaları ve Rusya Federasyonu tarihinde bir ilk olmak üzere federal bütçe artısını sağlayan mali politikaları ile sağlanmıştır. (Apak ve Aytaç, 2009)

1998 yılında Rusya ekonomisi % 5.3 küçüldü ama krizden sonra hiç de beklenmeyen bir hızla büyüme sürecine girdi. Krizin bir tetikleyicisi olan düşük petrol fiyatlarının yeniden yükselmeye başlaması bu dirilişin yine önemli mimarlarından biri oldu. Kriz döneminde varil başına 10 dolara kadar gerileyen (Brent cinsi) petrol fiyatları 1999 yılı başından itibaren global ekonomik büyümenin yeniden hızlanmasıyla artmaya başlayarak 2000 yılı sonunda 35 dolara kadar yükseldi. RMB'nin döviz rezervleri de 25 milyar dolara çıktı. 1998 yılında rublenin değer kaybı sonrası % 85'e kadar yükselen enflasyon ise 2000 yılı sonunda % 20'ye gerilemişti.

2000 yılı başında Rusya % 20 getirilerle yeniden GKO satabilmeye başladı. Yine kriz döneminde vade sonu değerlerinin beşte birine kadar gerileyen Eurobond fiyatları, yılına gelindiğinde yeniden vade sonu değerlerine yükselerek kriz döneminde kendine güvenip de düşük fiyatlardan bu Eurobond'ları alabilen yatırımcıları zengin etti. (Özel, 2005)

3.7. 1999 Brezilya Krizi

1980'lerde ve 1990'lı yılların başında bir dizi bankacılık ve döviz krizi yaşayan Brezilya ekonomisi sayısız stabilizasyon programları denemelerinden sonra 1994 Meksika (Tekila) krizi sonrasında istikrarı yakalayabildi. "Real Planı" adıyla anılan bir enflasyonla mücadele programı kararlılıkla uygulanmaya başladı ve 1993 yılında, yani Tekila krizinden önce, % 2500'e kadar yükselen enflasyon bu program sayesinde sonraki 3 yılda hızla düşerek % 12'lere kadar geriledi. Ekonomi de o dönemde yılda ortalama % 4'ün üzerinde büyüdü. Ama Real Planı'nın getirdiği istikrara rağmen Brezilya ekonomisi, üst üste gelen Tekila krizi ve Asya krizinin gelişmekte olan ülkelere kaçış yönünde etki oluşturması ve Brezilya'nın, ekonomik açıdan üçüncü büyük eyaleti olan Minas Gerais'in Valisi Itamar Franco'nun, eyaletin merkezi hükümete olan 15 milyar dolarlık borçları için 90 günlük moratoryum ilan

etmesinin borsalarda oluşturduğu şok ile birlikte Brezilya, 1999 yılında şiddetli bir döviz krizi daha yaşamaktan kurtulamadı. (Hürriyet, 9 Ocak, 1999)

3.7.1. Kriz Öncesi Dönem

1992 yılının Ekim ayında Brezilya devlet başkanlığı görevini, Collor'dan yardımcısı Itamar Franco devraldı. Franco, hemen muhalefetin de desteğini alan dengeli bir kabine kurarak göreve başladı. Franco, en önemli pozisyonlardan biri olan Maliye Bakanlığına arka arkaya atayıp memnun kalmadığı üç isimden sonra 1993 yılı Mayıs ayında aslında bir ekonomist geçmişi olmayan dönemin Dışişleri bakanı Fernando Henrique Cardoso'yu kaydırıldı. Bu atama Franco'nun en doğru hareketi oldu ve Brezilya'nın sonraki 10 yılına damga vurdu.

Cardoso, maliye bakanlığı görevine gelir gelmez ABD ve Avrupa'nın ünlü üniversitelerinden doktoralarını almış olan ve Brezilya'nın enflasyonist ekonomisini de yakından tanıyan 4 kişilik bir danışman ekip kurdu. Ekip, 1994 yılı Mart ayı başında yeni bir enflasyonla mücadele programı başlattı. "Real Planı" adı verilen program üç temel üzerine kuruldu: (Özel, 2005)

1. Daha önceki istikrar programlarında göz ardı edilen bütçe disiplininin sağlanması,
2. Yeni bir para birimi ile beklentilerin güçlendirilmesi ve enflasyonu kalıcı yapan endekslemenin yok edilmesi
3. Dış ticaret rejiminden kur politikasına kadar çeşitli alanlarda art arda yapılacak reformlarla enflasyonda sağlanacak düşüşün kalıcı hale getirilmesi, Real Planı'nın temel stratejileri olarak belirlendi.

Real Planı para politikasında da önemli değişiklikler öngörüyordu. Yeni bir para birimi getirilerek endekslemeden kurtulmak mümkündü ve nitekim Real Planı'nda da hedeflendiği gibi 1994 Temmuz'unda "Real" adında yeni para birimine geçiş sağlandı.

Real, resmi olarak açıklanan ve zaman içinde limitleri yeniden belirlenen dar bir bant içerisinde dalgalanabiliyordu. Tedavüle çıktığında Selic adı verilen gecelik faizler yıllık % 170'ler civarındaydı. Bu yüksek getiri sayesinde real ilk başlarda dolara karşı değerlenmeye başladı ve takip eden üç ay içinde 82 cente kadar çıktı (Selic de hızla % 55'lere kadar geriledi). Dolara karşı değerlenmesine izin verilmesinin nedeni, güvenilirliğini arttırmak ve enflasyon beklentilerini iyice düşürebilmektir.

Real Planı'nın üçüncü ayağı, enflasyonda sağlanacak düşüşün kalıcı olmasını sağlayacak reformlardı. Ekonomideki fiyatlama oligopolünü kırabilmek ve rekabeti arttırabilmek için dış

ticaret rejimi daha serbest hale getirildi; 1990 öncesinde % 51 olan dış ticaret vergileri kademeli olarak % 14'lere kadar düşürüldü. Etkisi çarpıcıydı. Bu dönemde ihracat 31 milyar dolardan 44 milyar dolara ithalat ise 21 milyar dolardan 33 milyar dolara yükseldi.

Özelleştirmeye hız verildi. Collor döneminde yürürlüğe giren Ulusal Özelleştirme Programı'nda yapılan değişikliklerle, yabancıların özelleştirilen şirketlerin % 100'üne sahip olabilmelerine, olanak tanınırken Hazine tahvillerinin ödemelerdeki payı arttırıldı (programa göre özelleştirmelerde nakit yerine Hazine tahvilleri kullanılabilirdi). Stratejik önemlerine bakılmaksızın demir-çelik, gübre, petrokimya ve madencilik alanlarında çeşitli devlet teşebbüsleri hızla özelleştirildi. Franco döneminde ise özelleştirme gelirlerinde rekor kırıldı; özelleştirilen 18 şirket için 5.1 milyar dolarlık Hazine tahvili verildi ve 1.6 milyar dolar nakit ödeme yapıldı.

Real Planı'nın olumlu etkileri kısa zamanda ortaya çıkmaya başladı: (Özel, 2005)

- Realin para birimi olarak ortaya çıktığı 1994 Temmuz ayından hemen önce % 48 olan aylık tüketici fiyat artışı hızla tek hanelere geriledi ve yılın kalan kısmında aylık enflasyon ortalama % 3 oranında gerçekleşti. Bu gerileme 1995'in ilk altı ayında da sürdü.
- Bu kadar hızlı gerilemenin ardında doğal olarak real adlı yeni para biriminin güçlenmesi rol oynuyordu. 1994 Temmuz ayında dolara karşı birebir değerden çıkan real yıl sonunu 0.846 değerinden kapamış ve yaklaşık % 15 değer kazanmıştı.
- Real Planı'yla birlikte sanayi sektörü de atağa kalktı ve üretim 1994 yılı sonunda reel olarak % 7 arttı.
- 1994'te rekor hasat yakalayan tarım sektörü de % 8 büyüdü. Her iki sektör de 1995'in ilk çeyreğinde büyüme hızlarını arttırdılar.
- Reel ücretlerde ve istihdamda hissedilir artışlar oldu.¹⁹¹
- Özelleştirmenin de desteğiyle, *artan* kamu gelirleri sayesinde kamunun faiz dışı bütçe fazlası % 65 artarak 9 milyar dolara çıktı.¹⁹²

Real Planı'nın bu rüzgârını çok iyi değerlendiren Cardoso, 3 Ekim 1994'teki başkanlık seçimlerinde oyların % 54'ünü alarak en yakın rakibi "Lula" lakaplı Luis Inácio da Silva'nın peyace önünde, daha ilk turda Brezilya'nın yeni başkanı seçildi.

3.7.1.1. Tekila Krizi Sonrası

Meksika'daki kriz bölgedeki diğer iki büyük ekonomi Arjantin ve Brezilya'da bulunan yabancı sermayeyi de olumsuz etkiledi. Real Planı'nın getirdiği istikrar ve mimarı Cardoso'nun başkanlığa seçilmesi beklentileri olumlu yönde etkilese de döviz talebi artmaya, dış borçlar eskisi kadar rahat çevrilememeye başladı.

Merkez Bankası Banco Central Do Brasil, tedavüle çıktığı ilk günden itibaren hızla düşen real/dolar kurunu, alt limiti 0.82 üst limiti de 0.85 olan dar bir bant içerisinde kontrol ediyordu. Kur, bandın üst limitini aşmaya çalışıldığında döviz satarak müdahale ediyor ve kuru yeniden bandın içine döndürüyordu. Meksika krizi ile birlikte real/dolar kuru bandın üst limitini giderek daha fazla zorlamaya başlayınca Merkez Bankası, faizleri yükseltip bankacılık sistemindeki likiditeyi azaltarak döviz talebini azaltmaya çalıştı. Ortalama % 26 civarında olan bankaların zorunlu karşılık oranı (bankaların topladıkları mevduatın Merkez Bankası'na yatırmak zorunda oldukları kısmı) % 64'e yükselirken gecelik (Selic) faiz de 10 puandan fazla artarak % 65'in üzerine çıktı. Buna rağmen kasım ayında yaklaşık 42 milyar dolar düzeyinde bulunan Merkez Bankası döviz rezervleri müdahaleler sonucunda hızla azalarak aralık ayında 39 milyar doların altına indi.

Olumlu makroekonomik sonuçlara rağmen cari denge açığındaki hızlı artış uluslararası üne sahip ekonomistler tarafından bu performansı bozabilecek önemli bir tehlike olarak algılanıyordu. Ünlü MİT Profesörü Rudi Dornbusch, realdeki reel değerlenmeye (realin değer kaybının enflasyon altında kalarak Brezilya'da üretilen malların yurt dışında üretilen mallara göre rekabet gücünü yitirmesine) özellikle dikkat çekiyor, bu değerlenmenin ülkeye akan yabancı sermayenin bir sonucu olduğunu, bu sayede enflasyonun hızla gerilediğini ama aynı zamanda ihracat performansını zayıflatarak ve ithalatı patlatarak dış ticaret açığının hızla büyümesi sorununu yarattığını vurguluyordu.²⁰⁸ Gerçekten de 1994-1997 yılları arasında ihracat ancak yılda ortalama % 7 büyüyebilirken ithalat bu dönemde yılda ortalama % 60 büyüyerek yaklaşık iki katına çıkmıştı.

Bir başka ünlü profesör Paul Krugman'dan da konuyla ilgili uyarılar geliyordu. Krugman, Brezilya'da üretim maliyetlerinin diğer ülkelere göre yükseldiğini, bunun verimlilik artışı ya da deflasyonla çözülebileceğini ama zaman alacağını, en kolay çözümün ise realin değer kaybetmesi olduğunu düşünüyordu. Finansal piyasalar önu hissettiği anda sorunun bu şekilde çözüleceği uyarısını yapıyordu.

Sadece ünlü ekonomistler değil büyük uluslararası yayınlar da realdeki değerlenmeye dikkat çekiyorlardı. The Economist, Cardoso'nun ekonomik reformlarına dikkat çekmekle beraber

değerlenmiş realin günlerinin sayılı olduğunu, finansal piyasala-Asya krizini fırsat bilerek gerekli düzeltmeyi gerçekleştireceğini iddia ediyordu.210 Financial Times ise seçimlerden sonra başa gelecek yeni hükümetin ilk icraatının lüasyonu biraz hızlandırarak realdeki değerlenmeyi azaltmak olacağı görüşünü koyuyordu. (Özel, 2005)

3.7.1.2. Güneydoğu Asya Krizi Sonrası

1997 yılının ortasında başlayıp son çeyreğinde şiddetlenen Güneydoğu Asya krizi, doğal olarak, Brezilya ekonomisini de etkilemeye başladı. Ekim ayında para birimi dolara sabitlenmiş olan Hong Kong'a yönelip borsanın çökmesine neden olan spekülasyon, hızla reel kurun ne kadar değerli olduğu tartışmalarının daha da şiddetlendiği reale yöneldi. Reali düzenli küçük devalüasyonlarla yönetmeye devam eden Merkez Bankası realin değer kaybını önlemek için iki hafta içinde 10 milyar dolarlık müdahale (döviz satışı) yapmak zorunda kaldı. Talebin şiddetlendiği görülünce Merkez Bankası radikal bir kararla Selic faizini % 20'den % 46'ya çekerken hükümet de 18 milyar dolarlık bir bütçe tasarrufu sağlayacak "acil önlem paketi" açıkladı. Paketin 8 milyar dolarlık kısmının otomobil ve benzin gibi tüketim maddeleriyle ücretler ve havaalanı vergilerine kadar çeşitli vergi oranlarında yapılan artışlardan, kalan kısmının bütçe harcamalarında yapılan kesintilerden geleceği öngörüliyordu. Bu şok faiz ve bütçe tasarrufu sayesinde döviz talebi ekonominin geneline yayılmadan kontrol altına alınabilmiş, real Asya krizinin ilk darbesinden korunabilmişti. Sürdürülemez makroekonomik dengesizlikler yarattığı yönündeki tüm uyarılara rağmen real gücünü korumaya devam ediyordu. (Özel, 2005)

3.7.2. Krizin Gelişimi

Dünyanın en büyük dokuzuncu ekonomisi konumunda bulunan ve uygulamaya koyduğu "Real Planı" ile son 4,5 yıl içinde enflasyonu %2700'lerden %1-3'ler düzeyine indirmeyi başaran, daraltıcı politikaları ile birlikte yıllık yüzde 4'lük büyüme hızına ulaşan; gerçekleştirdiği başarılı özelleştirme programı ile gelişmekte olan ülkelere model olarak gösterilen ve yakın zamana kadar uluslararası sermayenin akınına uğrayan Brezilya'da son dönemde ortaya çıkan mali kriz herkesi şaşırtmıştır. Ancak politik kaygılar sebebiyle bütçe disiplinini sağlayamayan ve finansman açığını kısa vadeli tasarruflarla kapatmaya çalışan her ülke için böyle bir akıbetin kaçınılmaz olduğu da bir gerçektir. (Turagay, 5 Şubat 1999)

Brezilya krizinde de spekülasyonun etkilerini görmek mümkündür. Dünyanın hızla büyüyen bu ülkesine de büyük oranlı bir yabancı sermaye akımı olmuş, daha sonra bu sermaye hızla

çekilmiştir. Latin Amerika ülkelerine olan yabancı sermaye akımlarını Tablo 3.17’ de görmek mümkündür.

Tablo 3.19 Latin Amerika ülkeleri: dış finansman (1995- 1999) - (Milyar\$) (IIF)

	1995	1996	1997	1998	1999
Net Dış Finansman	71,4	93,7	102	105,1	87,8
Net Özel Akımlar	45,4	104,4	105,9	85,4	66,3
Yabancı Sermaye Yatırımları	30,1	49,6	63,9	45,7	47,4
-Doğrudan Yatırımlar	24,5	36,5	50,9	50,7	40,2
-Portföy Yatırımları	5,5	13,1	13	-4,9	7,3
Net Özel Krediler	15,4	54,8	42	39,7	18,8
Net Resmi Akımlar	26	-10,7	-3,9	19,7	21,5

Tablo 3.19’ dan da görüldüğü gibi, Latin Amerika ülkelerine olan yabancı sermaye akımlarında 1998 ve 1999 yıllarında belirgin bir azalma görülmüş, özellikle portföy yatırımları kriz yılında yaklaşık 18 milyar dolarlık bir gerileme göstermiştir. Bu azalma içinde ise büyük pay Brezilya’ ya ait bulunmaktadır. Latin Amerika ülkelerine yönelen özel sermaye akımlarında öncelikle Rusya krizinin yaydığı güvensizlik etkili olmuş. Bu kriz, uluslararası kısa süreli sermayenin gelişmekte olan ülkelere çekilmesine hız kazandırmıştır. Rusya krizini takip eden üç ay içinde 30 milyar dolarlık rezerv kaybına uğrayan Brezilya'nın daha sonraki günlerde günde yaklaşık 1 milyar dolarlık bir sermaye kaçışına sahne olduğu da bilinmektedir. Global finansal piyasalarda günde yaklaşık 1,5- 2 trilyon dolarlık işlem gerçekleştirildiği dikkate alındığında bir ülkenin ekonomi politikasına güvensizlik oluşması halinde 50-60 hatta 70 milyar dolarlık rezervler bile piyasaları etkilemekte yetersiz kalabilmektedir. Brezilya'da da böyle olmuş ve kısa süreli sermayenin ülkeden kaçışı rezervlerle dengelenmek istenmesine rağmen durdurulamamış ve kriz yaygınlık kazanmıştır. (Akdiş, 2000)

Brezilya krizin ilk şokunu, Rusya krizinin oluşturduğu panik ile ağustos ayını takip eden üç ayda 30 milyar dolara yakın sermaye kaçışı ile yaşamıştır. Brezilya hükümetinin bütçe açıklarını kapatmaya yönelik tekliflerinin kongrede muhalefetle karşılaşması yanında, realin dolara peg edilmesi ve yüksek iç faizlerin de etkisiyle aşırı ölçüde değerlenmesi ise devalüasyon beklentisine sebep olmuştur. Tüm bu olumsuz gelişmelere ilave olarak, ocak ayının ikinci haftasında Brezilya'nın önde gelen eyaletlerinden birinin federal hükümete olan

15 milyar dolarlık borcunu ödeyemeyeceğini bildirmesi real üzerindeki baskıları arttırmıştır. Bu baskılar karşısında da real 13 Ocak 1999 tarihinde %8.3 oranında devalüe edilmiştir. (Radikal, 9 Ocak 1999)

Krizin kronolojik gelişimi şu şekilde özetlenebilir:

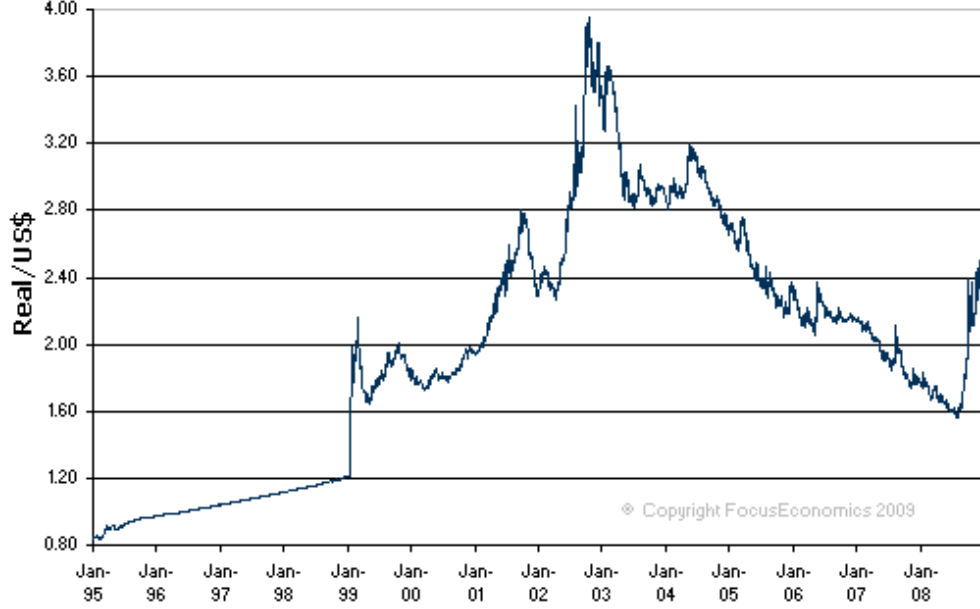
Tablo 3.20 Brezilya krizinin gelişimi (Akdiş, 2000)

13 Ocak 1999	Bir günde 1 milyar dolara yakın paranın ülke dışına çıkması ile derinleşen kriz, MB Başkanı' nın istifasına yol açmış ve para birimi Real devalüe edilmiştir.
15 Ocak 1999	Real serbest dalgalanmaya bırakılmış, ilk etaptaki değeri %9 oranında düşmüştür. Sao Paulo Borsasındaki değer kaybı ise %10'dur.
18 Ocak 1999	Brezilya yeni döviz politikası belirlemiştir. Ancak realin serbest dalgalanmaya devam edeceğini ve paranın değerini belirleme işlevinin piyasalara bırakıldığını belirtmiştir.
19 Ocak 1999	MB'nın bankalara verdiği kredilerin faiz oranı %29' dan %41' e çıkarılmıştır.
21 Ocak 1999	Hükümet emekli maaşları konusunda yeni bir düzenleme yapmış ve kabul görmüştür.
26 Ocak Salı	Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Fitch IBCA, Brezilya'nın uzun vadeli yabancı ve yerli para birimi notlarını aların veren derecede negatif seviyeye indirmiştir, MB yatırımcıların yurtdışına çıkarmak istediği dolar miktarına sınırlama getirilmeye- ceğini açıklamıştır.
29 Ocak Cuma	MB faiz oranlarını %35.5'ten %37'ye yükseltmiştir. Real 1.95 dolar seviyesinden 2.18 dolara çıkmıştır. Bu gelişmelerden sonra işsizlik oranlarının 1983'ten sonraki en yüksek düzeyi olan %7.6'ya çıktığı belirtilmiştir.
1 Şubat 1999	IMF 1.Başkan Yardımcısı Stanley Fisher Brezilya'ya gitmiştir.
2 Şubat 1999	Merkez Bankası Başkanlığı'na George Soros' un adamı olan Arminio Fraga getirilmiş, bu durum piyasalara yeni bir güven sağlamıştır.

3.7.3. Ekonomik Toparlanmanın Sağlanması

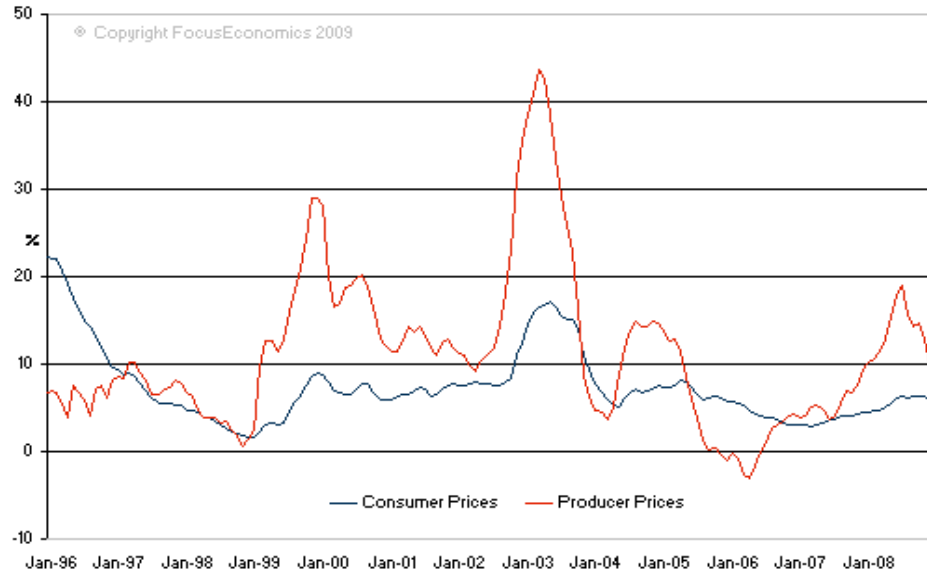
Brezilya üst üste gelen Tekila krizi ve Asya krizinin gelişmekte olan ülkelere kaçış yönünde etki oluşturması ve Brezilya' nın, ekonomik açıdan üçüncü büyük eyaleti olan Minas Gerais'in Valisi Itamar Franco'nun, eyaletin merkezi hükümete olan 15 milyar dolarlık

borçları için 90 günlük moratoryum ilan etmesinin borsalarda oluşturduğu şok ile birlikte hızlı bir yabancı sermaye çıkışı ile karşılaşınca Brezilya, kısa sürede para birimini savunamaz hale geldi ve döviz kurlarını dalgalanmaya bıraktı. Yaşanan döviz krizi sonunda Brezilya’ da bir yıl içinde mal ve hizmet üretimi 250 milyar dolar azalarak 537 milyara geriledi.



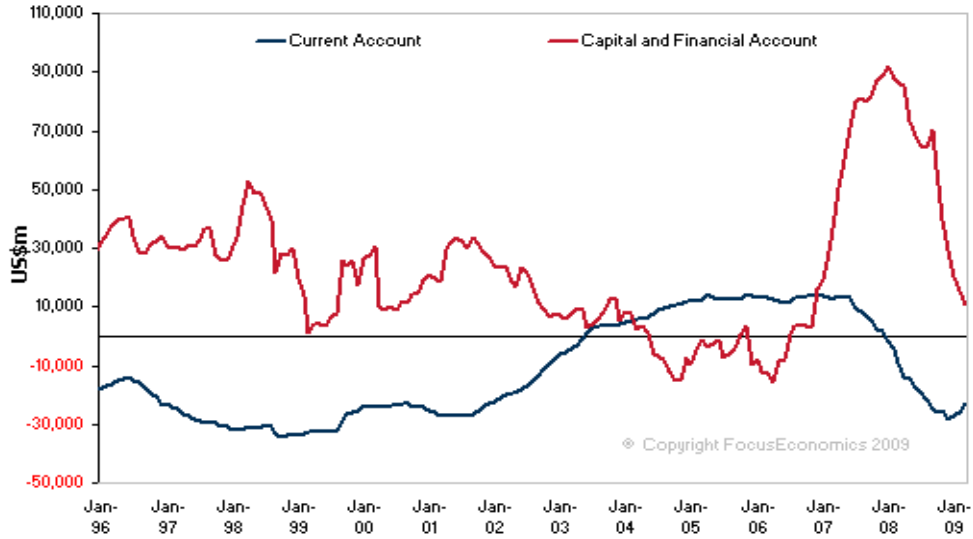
Şekil 3.17 1995- 2008 Arası Brezilya Döviz Kuru Değişimi (<http://www.latinfocus.com/latinfocus/countries/brazil/brazil.htm#Economic%20Indicators>)

Şekil 3.18’ den de görebileceğimiz gibi 1999 yılına kadar para birimi “Real”in değeri merkez bankası tarafından belirlenmiştir, değişim hızı sabittir. 1999’ da krizi sonrası %65 oranında devalüasyon gerçekleşmiştir.



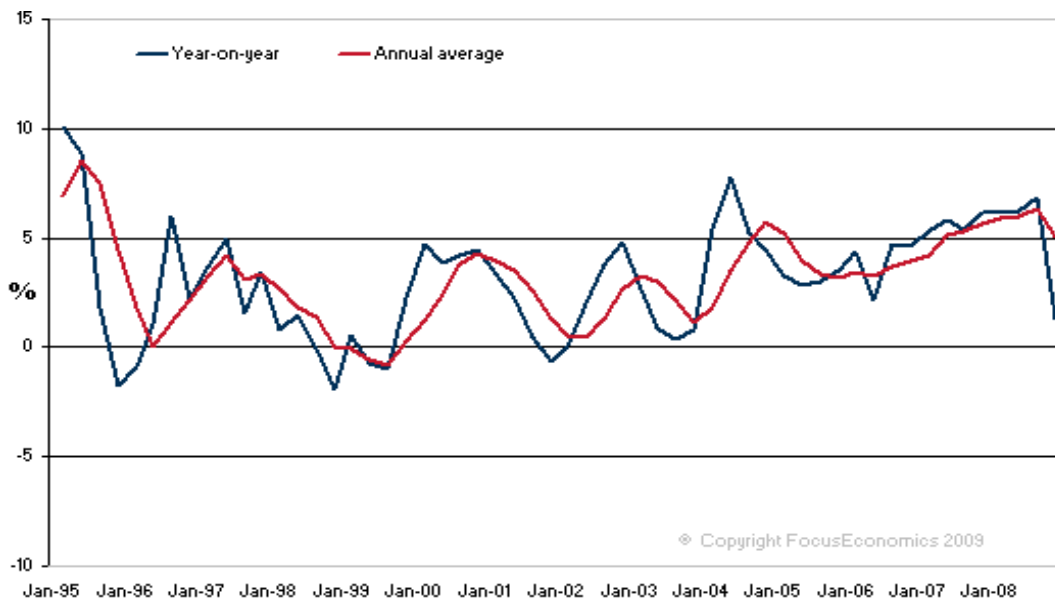
Şekil 3.18 1996- 2008 Arası Enflasyon Oranları Değişimi (<http://www.latinfocus.com/latinfocus/countries/brazil/brazil.htm#Economic%20Indicators>)

Brezilya 1995 yılında enflasyon oranı %2700' lere seyrederken, uygulamaya koyduğu "Real Planı" ile bu oranı %1-3' ler düzeyine indirmeyi başarmıştır. Fakat ekonomik kriz sonrası tekrar yükselişe geçmiştir.



Şekil 3.19 1996- 2009 Arası Brezilya Ödemeler Dengesi Değişimi (<http://www.latin-focus.com/latinfoocus/countries/brazil/brazil.htm#Economic%20Indicators>)

Yaşanan krizi en iyi açıklayan grafiklerden biri bu grafikdir. Grafikten de görülebileceği gibi Brezilya bütçe cari açığı sürekli olarak artmasına, bütçe açık vermesine rağmen, 1999 yılına kadarki dönemde sermaye hesabı, yani sıcak yabancı sermaye girişi devasa boyutlara ulaşmıştır. Brezilya bütçe disiplini sağlayamamış ve finansman açığını kısa vadeli tasarruflarla kapatmaya çalışmıştır. Oluşan siyasi istikrarsızlık ve Tekila ve Asya krizlerinin etkisiyle sermaye kaçıışı başlayınca durum tersine dönmüş, kriz patlamıştır.



Şekil 3.20 1995- 2008 Arası Brezilya GSYİH Değişimi

2001 Arjantin Krizi

Gelişmekte olan ülkeler kategorisinde yer alan Arjantin doğal kaynaklar bakımından ABD, Kanada ve Avustralya gibi oldukça zengin durumda olan bir ülkedir. 37 milyonluk nüfusunun ortalama olarak eğitim düzeyi yüksektir. Ülkenin tarım sektörü ihracata dayalı olmakla beraber çeşitli sanayi dalları da mevcuttur.

Arjantin diğer gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırıldığında ekonomik ve sosyal yönlerden daha gelişmiş durumdadır. Özellikle insanî gelişmişlik düzeyi bakımından Avrupa ortalamasından bile daha iyi durumdadır.(World Labour Report, 2000)

Tablo 3.21 Sosyal ve ekonomik durum (World Labour Report, 2000)

İnsani Gelişim Endeksi*	Arjantin	Türkiye	Avrupa Ort.
	0.88	0.78	0.85

*İnsani gelişim endeksinde değer 1'e ne kadar yaklaşırsa o ülkenin halkının insanî gelişimi o kadar iyi demektir.

Geçmişte Avrupa sermayesi için çok gözde bir yer olan Arjantin, aynı zamanda Avrupa'dan daha çok iş olanağı sağladığı için göçmenlerin de gitmek istedikleri bir rüyalar ülkesiydi.

1980'lerde ve 90'lı yılların ilk yarısında hızlı büyüme yaşayan Arjantin Ekonomisi 20 yıl içinde gayri safi yurtiçi hasılasını (GSYİH) 77 milyar Dolar'dan 285 milyar Dolara çıkarmayı başarmıştır. Hizmetler sektörü ağırlıklı bir ekonomisi olmasına rağmen ihracatta geleneksel olarak gıda maddeleri (özellikle et) ağırlıklı bir yapı mevcuttur. (World Development Indicators, 2000)

Arjantin'in en büyük sorunu dış borçlardır. 1980 yılında 27 milyar Dolar olan dış borçlar 2001 yılında 146 milyar Dolar olmuştur. (Evirgen, 2004)

3.7.4. Kriz Öncesi Durum

Arjantin ekonomisinin neden sağlıklı olduğunu kısaca özetlemek gerekirse şunlar söylenebilir;

1. Yolsuzluklar:

Parasal büyümeye endekli ve reel üretime dayanmayan Arjantin’de, hızlı gelişmenin altyapısı olmadan sağlanması nedeniyle, toplumsal değer yargıları kayboldu ve rüşvetle yolsuzluk yaygın bir duruma geldi.

Özelleştirmede rekor kıran Arjantin, dünya yolsuzluk endeksinde (Uluslararası Saydamlık Endeksi, 2001) Arjantin, 57. sıra gibi oldukça geri düzeyde olan bir ülkedir. Gelir dağılımının bozukluğu ve yüksek işsizlik ülkede rüşvet ve yolsuzlukları sürekli artırmaktadır. Yolsuzluk sıralamasında 2001 yılının Türkiye’inden daha kötü bir durumdadır ve “yolsuzlukların daha yaygın olduğu ülkeler” kategorisinde yer almaktadır.

Yıllarca süren kemer sıkma politikaları, artan işsizlik ve insanların umutlarını kaybetmesi, yolsuzlukların artmasında en önemli unsurlar oldu. 1989’da yüzde 6 olan ortalama işsizlik oranı daha sonra yüzde 17’ye fırladı. Ülkenin bazı yerlerinde işsizlik oranı, yüzde 40’lara kadar yükseliyor.(Hacıhasanoğlu, 2005)

2. Özelleştirme:

Arjantin, yabancı sermayeden daha çok pay kapabilmek için, IMF ve Dünya Bankası’nın tavsiyeleri doğrultusunda, “rekor düzeyde” bir özelleştirme sürecine başladı. Özelleştirme, hiçbir hukuki altyapısı sağlanmadan, tüm kuruluşların “kutsal” veya “stratejik” sayılmadan satıldığı bir politikayla gerçekleştirildi. Millî petrol şirketlerini bile stratejik değerlendirme yapılmadan satılmıştır.

Altyapısız ve bağımsız denetimsiz yapılan bu özelleştirme sonucunda, özelleştirmeden elde edilmesi beklenen, “serbest rekabet, üretim-verimlilik artışı, uygun fiyat ve kalite” sağlanamazken, fiyatlar arttı ve denetimsiz “karteller” oluşmaya başladı.

(ntvmsnbc, 20 Aralık 2001)

3. Sıcak Para Girişi:

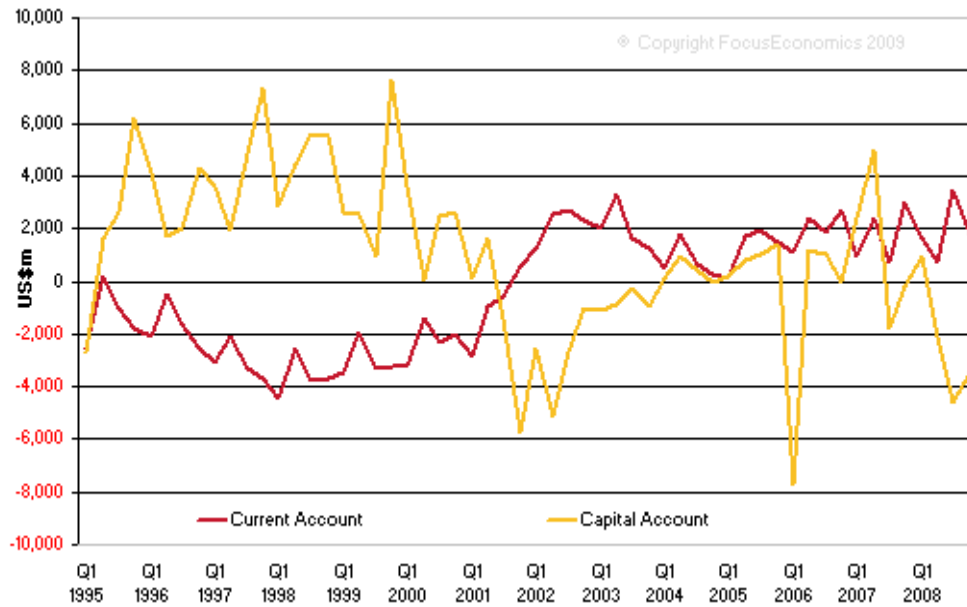
Yabancı sermaye, özellikle de “sıcak para” olarak isimlendirilen kısa vadeli sermaye girişi rekor düzeylere ulaştı. Örnek verecek olursak, Türkiye’ye, 1990-2000 yılları arasında yaklaşık

olarak toplam 10 milyar dolar doğrudan yabancı sermaye girerken, Arjantin'e 80 milyar dolar doğrudan yabancı sermaye, yaklaşık 150 milyar dolar da sıcak para girişi oldu. Bu durum Arjantin ekonomisinin dengesini bozmuştur.

Doğrudan yabancı sermayenin girişi de ağırlıklı olarak mali sektörle sınırlı kaldı. Sıcak paranın tabiatı gereği, Meksika'da, Asya'da ve Rusya'da meydana gelen krizler, Arjantin ekonomisindeki dengeleri temelinden bozdu.

Tablo 3.22 Arjantin' e gelen yabancı sermaye miktarı (World Bank, 2008)

	1980	1990	1999	2000
Yabancı yatırımlar (Milyon USD)	678	1.836	8.236	10.696



Şekil 3.21 Arjantin cari işlemler dengesi (1995- 2008) (<http://www.latin-focus.com/latinfocus/countries/brazil/brazil.htm#Economic%20Indicators>)

Üstteki şekilden de görüleceği üzere, 2001 krizine kadarki süreçte Arjantin sermaye hesabı, belli miktarda iniş çıkışlar göstermesine rağmen genel olarak, yüksek miktarlarda dış sermaye girişini göstermektedir. Bu sıcak para girişinin önemli bir kısmı mali piyasalara doğru olurken, önemli bir kısmı da direkt olarak reel sektöre yatırım şeklinde olmuştur. Özellikle reel sektöre yapılan yatırımlarda İspanya öne çıkmıştır. 2000 ve 2001 yıllarında “0” değerini görmesinden sonra, 2001 krizinin gerçekleşmesi ile birlikte çok ciddi miktarda sermaye kaçıışı olmuştur. Burada, mali piyasalara yatırım yapan sermayedarlar ile birlikte yatırım amaçlı ülkeye giriş yapmış olan özellikle İspanyol firmaların kaçıışı önemli bir yer tutmaktadır. (Çiloğlu, 2002)

4. Dış Borçlar:

Arjantin'i iflâsa sürükleyen nedenlerin başında dış borçlar sorunu gelmektedir. Hükümet kamu borçlarını yeniden yapılandırmada ve borçları ödemek için gerekli kaynakların sağlanmasında başarısız olmuştur. Ayrıca federatif yapısı olan Arjantin'de eyaletlerin kendi başlarına borçlanmaları ve hükümetin sosyal kamu kuruluşlarının borçlarını üstlenmesi borçların yükselmesine sebebiyet vermiştir. Arjantin'in dış borcunun 2002 yılı sonunda 154 milyar Dolar olması beklenmektedir.

Asya, Meksika ve Rusya krizlerinin etkisiyle ekonomisi zayıflamış olan Arjantin'in oldukça kısa vadeli, ödenmesi zor dış borçları 146 milyar Dolar olmuştur.

Arjantin'in kredi notu belli başlı kredi derecelendirme kuruluşlarına göre en düşük not olan iflâs durumundadır. (ntvmsnbc, 20 Aralık 2001)

5. Para Kurulu

Yıllarca süren kronik yüksek enflasyondan kurtulmak amacıyla Nisan 1991 tarihinde bir Peso'nun bir ABD Dolar'ına eşitlenmesiyle para kurulu (currency board) oluşturulmuştur. Para kurulu uygulaması Avrupa'nın sömürgelerine uygulattığı unutulmuş bir sistemdir. Bu sistemde sömürgeler kendi paralarını basabilmekte ancak para katı bir biçimde sömürgeci ülkenin parasının değerine bağlı kılmakta ve bunun denetimini dövizlerden oluşan rezervlere dayandıran yasa ile garanti altına alınmaktaydı. Merkez bankasının yerel banknotların tümünü değiştirebilecek kadar sömürgeci ülke banknotu bulundurması gerekmektedir. <http://www.haberbilgi.com/haber/ekonomi/sta-0202/arjantin.html> - 18 (Kraugman, 2008) Enflasyon 1989 yılında %3000 civarında gerçekleşmiştir. Amacı enflasyonu düşürmek olan Para Kurulu başarılı olmuş 1994 yılında enflasyon %4, 1995 yılında ise %2'ye indirilmiştir. (Kraugman, 2008)

Para kurulu'nun bir başka yararı ise enflasyonun kontrol altına alınması ve döviz kurunun istikrara kavuşması olmuştur. Bu sayede 1994 yılına gelindiğinde Arjantin dünyanın en büyük doğrudan yabancı sermaye çeken ülkesi olmuştur.

Para Kurulu enflasyonu düşürmekte başarılı da olsa, yaşanan krizde çok önemli bir yer tutmaktadır. Bu noktada Para Kurulu'nun sakıncalarına özetlemek gerekirse: (Kraugman, 2008)

- IMF 2001 yılının ikinci yarısından sonra Arjantin'den dalgalı döviz kuruna geçmesini istemiş; ancak Cavallo IMF'nin bu istediğini reddetmiştir. Para Kurulu'nun kaldırılmaması nedeniyle IMF, Arjantin'e vermesi gereken kredi dilimini vermemiştir.
- Para Kurulu ile birlikte Dolar'a sabitlenen Peso aşırı değerlenmiş; buna ek olarak Brezilya ve Şili'nin daha zayıf olan para birimleri ile birlikte Arjantin dış ticarete rekabet gücünü kaybetmiştir. Dünya rekabet endeksinde 1998 yılında 34. sırada iken 1999 yılında 40. sırada ve bir yıl sonra 2000 yılında 45. sıraya düşmüştür. (The Global Competitiveness Report, 2000)
- Piyasanın dolarize olması, yüksek reel faiz oranları ve petrol fiyatlarından kaynaklanan ticaret hadlerindeki sapmalar, ülkeyi resesyona sürüklemiştir.

3.7.5. Krizin Gelişimi

3.7.5.1. Cavallo Dönemi

Arjantin'de büyük umutlarla işbaşına getirilen “süper ekonomi bakanı” Domingo Cavallo, ülkedeki krizi aşabilmek için her yolu denediysede başarılı olamadı.

Arjantin ekonomisi için iç ve dış piyasalarda “güven bunalımının kronik hale gelmesi”, alınan istikrar tedbirlerinin işsizlik başta olmak üzere sosyal sonuçlara neden olması, Cavallo'nun “hedef adam” olmasına neden oldu.

Cavallo, göreve geldiğinden bu yana her türlü ekonomik yöntemi denedi. Bütçe ve kamu gelirlerini artırıcı ve ekonomik durgunluktan çıkıp, rekabet artışı yoluyla canlanma sağlayıcı tedbirler açıkladı. Yatırım mallarında katma değer vergisi oranı yüzde 21' den yüzde 10.5' e indirdi, KDV istisnası sadece toplu taşıma, eğitim ve kitaplarla sınırlandırıldı, medya yayınları, kablolu televizyon, tiyatro, sinema ve uzak mesafe ulaştırması yüzde 21 KDV'ye tabi tutuldu. (Özel, 2005)

Eskiden vergiden muaf olan menkul kıymet satışlarına yüzde 15 vergi konuldu, mali işlemlerden alınan vergi oranı binde 2.5' den binde 4' e yükseltildi. Vergi ödeme ve toplama sistemlerini, kaçakları önlemek için yeniden yapılandırdı.

Kamu harcamalarındaki kesinti 700 milyon dolardan 900 milyona yükseltmeyi hedefledi. 32 milyar dolarlık dış borcu olan ve kısa vadeli borç sarmalını aşabilmek için “borç takası”nı gerçekleştiren Cavallo'nun bir tek denemediği “devalüasyon” ve “moratoryum” seçenekleri kalmıştı. Döviz rezervleri 15 milyar dolar düzeylerine indi. Cavallo, ülkenin

sosyal istikrarsızlığa girmesi nedeniyle istifa yolunu seçti. İstifası da bugün kabul edildi. (ntvmsnbc, 20 Aralık 2001)

3.7.5.2. IMF İle Olan İlişkiler

Yukarıdaki sebepler bir ülkenin krize girmesi için her ne kadar "gerekli" olsa da "yeterli" değildir. Çünkü Arjantin'in durumunda olan hatta daha kötü olan ülkeler bulunmaktadır.

Arjantin'de krizin oluşmasında asıl faktör IMF ile olan ilişkilidir. 2001 yılının ortalarına doğru Arjantin'de ekonomi politikalarına duyulan güvensizlik, özellikle Temmuz ayında üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun Arjantin'in kredi notlarını düşürmesiyle açıkça ortaya çıkmış, ardından özellikle Arjantin'de önemli aktifleri bulunan İspanyol bankalarının piyasalardan çekilmeye başlamaları ile birlikte iyice artan güvensizlik ortamında ülkeden hızlı bir şekilde kaynak çıkışı yaşanmaya başlanmış, zamanın Ekonomi Bakanı Cavallo bu durumun önüne geçmek için IMF ile tekrar anlaşma yapmak zorunda kalmıştır. Ancak IMF, Arjantin'den para kurulu uygulamasına son vermesini ve aynen Türkiye'de olduğu gibi dalgalı kur rejimine geçilmesini istemiştir. Cavallo, IMF'nin bu isteğini kabul etmeyince IMF verilmesi gereken 1,3 milyar Dolarlık kredi dilimini dondurmıştır. Bu durum ülkeden kaynak çıkışını hızlandırmıştır.

1991-1996 döneminin Süpermen'i Cavallo, Arjantin'de sürekli artan devalüasyon söylentilerinin önüne bir set çekebilmek için, bankalardan para çekme limitini haftada 250 peso ile sınırlandırdı. Ancak, mevduatlara bloke getirilmesi kararı halk tarafından kabul görmemiş ve bankalar önünde uzun kuyruklar oluşmaya başlamış; devamında ise sokak çatışmalarına dönüşen olaylar sonucunda Cavallo istifa etmiştir.

Arjantin'in, dış borç taksitlerini düzenli olarak ödeyebilmek için 2002 Nisan ayına kadar 8 milyar dolar bulması gerekmekte idi. Ülkenin, dış kaynak yerine, mali yükümlülüklerini iç kaynaklarla ödemesi halkı daha da bunalttı.

“Sabit kur” politikasını, bir yıl öncesine kadar şiddetle öneren IMF, Türkiye’de, “çıpa” uygulamasının ardından meydana gelen iki krizin ardından, Arjantin’in de “Para Kurulu” uygulamasından vazgeçip, Türkiye gibi kurunu dalgalanmaya bırakmasını istiyor. IMF’nin, “Yeni İflas Planı” Arjantin’e yetiştirmesinin çok zor olacağından hareketle, yeni köklü ekonomik reformlar karşılığında, bu ülkeye acil kredi açabileceği kaydediliyor. (Hacıhasanoğlu, 2005)

Tablo 3.23 Arjantin krizi kronolojisi (Çiloğlu, 2002)

1 Temmuz 2001	Piyasalardaki güvensizlik ve Devlet Başkanı Rua'nın istifa söylentileri borsayı son 28 ayın en düşük seviyesine indirdi.
1 Temmuz 2001	Üç büyük kredi derecenlendirme kuruluşu Arjantin'in notunu düşürdü.
1 Ağustos 2001	IMF, Arjantin'le yapılan stand-by anlaşmasını 8 milyar Dolar yükseltti.
1 Ekim 2001	Halk bankalardan yaklaşık 1,3 milyar Dolar çekti.
1 Aralık 2001	Cavallo bankalardan para çekmeye limit getirdi.
5 Aralık 2001	IMF 1,3 milyar Dolarlık kredi dilimini vermeyeceğini açıkladı.
6 Aralık 2001	Borçları ödemek amacıyla özel emeklilik fonlarını kullanmaya başladı.
13 Aralık 2001	İşsizlik oranı % 18,3 oldu. Bu 1998 yılından beri en yüksek oran olarak gerçekleşti.
18 Aralık 2001	IMF, Ocak ayında Arjantin'in borç ertelemesi yapabileceğini açıkladı
20 Aralık 2001	Başkan Rua ve Cavallo istifa etti.
23 Aralık 2001	Adolfo Rodriguez Saa, 2002 Mart ayna kadar başkan seçildi.
30 Aralık 2001	Yoğun protestolar yüzünden Saa istifa etti.
1 Ocak 2002	Parlamento, Peronist Senatör Eduardo Duhalde'yi Rua'nın kalan başkanlık süresi dolana kadar iki yıl için başkan seçti.

3.7.5.3. Devalüasyon

Rua'dan sonra Saa'nın da istifa etmesiyle başkan seçilen E. Duhalde, ülkede 11 yıldır uygulanan 1 Peso, 1 Dolar eşitliğini bozarak, % 41 oranında devalüasyon gerçekleştirmiştir. (Bell, 2002) Ancak karaborsada bu oran 1 ABD Doları = 1,6 Peso oranında uygulanmaktadır.

1995 yılında Arjantin'in en büyük ticarî rakibi olan Brezilya'nın sabit kur sisteminden vazgeçmesi ve Şili'nin de Arjantin'den avantajlı konuma geçmesiyle Arjantin bir zamanlar hâkim olduğu gıda ihracat pazarını kaybetmiş, ülke bir türlü sabit kur rejimi yüzünden durgunluktan kurtulamamıştır. (Arslan,2001)

Arjantin'de yapılan devalüasyonla beraber ücretli olarak çalışanlar ve yabancı yatırımcılar, özellikle İspanyol şirketleri, büyük zararlara uğramışlardır. Bu zararların bir kısmı aşağıda açıklanmıştır: (Çiloğlu, 2002)

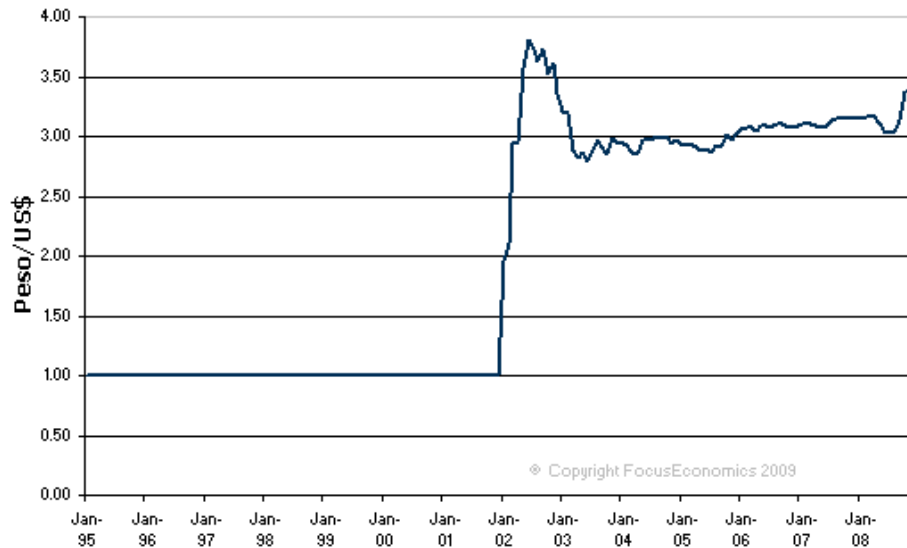
- Geleneksel olarak Arjantin ile sıkı ticarî ve kültürel bağları olan İspanya, son on yılda 30 milyar Dolar yatırım yapmıştır. Arjantin'in GSYİH' nın % 10'undan fazla olan bu

miktar İspanya GSYİH' nın ise %5'ini oluşturmaktadır. Bu yüzden Dolar cinsinden borcu olan ve yatırım yapan şirketler büyük zarara uğramışlardır.

- Ülkenin en büyük altyapı işletim sistemleri İspanyol firmalarının elindedir ve söz konusu firmalar devalüasyona rağmen faturaları Peso üzerinden tahsil etmek zorunda olmaları firmaları zarara uğratmaktadır.
- Arjantin'in en büyük bankaları İspanyol sermayesi ile kurulmuştur. Bankalar 100.000 doların altındaki kredilerin geri ödemelerini Peso cinsinden alacaklarını beyan etmişler, bu durum bankalar açısından zararlı olmuştur.

Devalüasyonla birlikte Arjantin dış ticarete göreceli bir üstünlük sağlamayı amaçlamaktadır. Ancak peso' nun devalüasyonu birçok firmanın aleyhine işlemektedir. Bu durumun nedeni ise dolar-peso eşitliğinden kaynaklanan ekonominin dolarizasyon içinde olması birçok Arjantin ve yabancı şirketin dolar cinsinden borçlanmasıdır. Kısaca ülkedeki şirketlerin borçlarının çoğu dolar cinsindedir ve devalüasyonla birlikte bu borçlar reel olarak artmıştır.(14) Ayrıca Arjantin'de ihracatçı firmaların % 60'dan fazlası et ve mineral işi ile uğraşmaktadır. Bu durum bazı sıkıntıları beraberinde getirmektedir: (Apak ve Aytaç, 2009)

- Uluslararası piyasalarda fiyatları düşen bu tip (gıda) ürünleri ihraç eden Arjantin için devalüasyonun çok fazla yarar sağlamayacağı açıktır.
- Arjantin'in en büyük ihraç kalemlerinden olan et ihracatı ise bir önceki yıl meydana gelen hayvan hastalıkları yüzünden uluslararası yasaklara maruz kalmıştır.



Şekil 3.22 Peso/Dolar Paritesi (1995-2008) (<http://www.latin-focus.com/latinfocus/countries/argentina/argentina.htm#Economic%20Indicators>)

Tablo 3.24 Arjantin' in dış ticareti ve borçları (Milyon\$) (<http://www.latin-focus.com/latinfocus/countries/argentina/argentina.htm#Economic%20Indicators>)

	1998	1999	2000	2001
Cari İşlemler	-14.632	-14.128	-8.885	-6.992
Sermaye Hesabı	18.392	13.959	9.227	5.963
Ticaret Dengesi	-4.962	-2.714	1.165	5.689
İhracat	26.442	23.333	26.409	27.105
İthalat	31.404	25.507	25.244	21.416
Uluslar arası Rezervler	26.660	26.351	25.308	19.373
Dış Borçlar	141.923	145.252	146.172	146.850

3.7.5.4. Moratoryum

IMF'nin desteğini kaybeden Arjantin'in borçlarını geçici süre ödeyemeyeceğini söylemesi, yani teknik olarak moratoryum ilân etmesi, uluslararası piyasalar tarafından beklenen bir gelişme olarak karşılanmıştır. Arjantin vermiş olduğu bu kararlar uluslararası sermaye piyasalarından dışlanmaya mahkûm olmuştur.

1998 yılında ekonomik krize düşen ve 40 milyar Dolar'lık borcunu erteleme kararı alan Rusya'nın dünya ekonomisinde yaratmış olduğu etki göz önüne alınırsa, 146 milyar Dolarlık borcunu erteleyen Arjantin'in çok daha büyük ve derin etki yaratması gerekirdi. Ancak moratoryumun etkisi sınırlı kalmıştır. Bu durumun nedenlerini sıralarsak:

- Arjantin'e kredi veren uluslararası bankalar 2001 yılının son çeyreğine bakıldığında Arjantin'in bir moratoryum ilân edeceğini tahmin etmekteydiler ve bu sebepten yüksek risk primi ile borç verdiler.
- IMF'nin 18 Aralık 2001 tarihinde yaptığı açıklamayla Arjantin'in moratoryuma gideceğinin sinyallerini vermiştir. Bu yüzden, IMF, etkilenmesi muhtemel Latin Amerika ülkeleri ile ilişkilerini güçlendirmiştir.

Gelişmekte olan ülkeler içinde yer alan Arjantin'in borçlarını ödeyememesi Türkiye'yi de dış borçlanmanın maliyeti konusunda olumsuz etkileyebilir. (Çiloğlu, 2002)

3.7.6. Arjantin Krizinden Alınan Dersler

Arjantin'de meydana gelen ekonomik kriz birkaç açıdan birden öğretici ve ilgi çekicidir. Öğreticidir; (Ergenç, 2009)

- Hangi kur ve maliye politikalarının bir arada uygulanamayacağını göstermiştir.
- Yapısal reformlarda gösterilen üstün bir performansın başarı için neden yeterli olamayacağını ve neden sadece bu unsura güvenilmemesi gerektiğini göstermiştir.
- Göreli fiyatlarda bozukluk yaratan yapıların neden uzun süre taşınmaması gerektiğini göstermiştir.
- IMF yetkililerinin de belirttiği gibi, gelişmekte olan ülkelerde uygulanan makro politikaların gelişmiş ülkelerdeki benzer makro politikalarla benzer sonucu vermeyeceğini bir kez daha hatırlatmıştır.

Öte yandan Arjantin krizi ilgi çekicidir; (Ergenç, 2009)

- Gelişmekte olan ülkelerde kur rejimi tercihi tartışmasına önemli bir ampirik katkı oluşturmaktadır.
- Her ekonominin istiap edebileceği bir sıcak para miktarı olduğu ve sermaye hareketlerinin serbestliği düşüncesi ile sıcak para hareketlerinin serbestliği düşüncelerinin ayrı değerlendirilmesi gereği üzerine bir tartışma başlatmıştır.
- Oluşan krizin belirleyici unsuru kamu borçlarıdır ve bu nedenle örnek oluşturmaktadır

3.7.7. Türkiye ve Arjantin Karşılaştırılması

Ekonomik verilere bakıldığında Arjantin yaşamakta olduğu kriz trendine Türkiye'nin de girmemesi için hiç bir engel yoktur. Aşağıdaki tablo incelendiğinde iki ülke arasında ekonomik veriler yönünden büyük bir fark yoktur, hatta genellikle Arjantin'in durumu daha iyidir: (Evirgen, 2004)

- Türkiye'deki kayıt dışı ekonomi ve karapara olguları istatistikleri saptırmakta, ekonominin sağlıklı değerlendirilmesini engellemektedir.
- Arjantin'de kişi başına düşen millî gelir Lâtin Amerika ortalamasının iki katı olduğu gibi Türkiye'nin de iki katıdır.
- Arjantin'inin krize girmesindeki en büyük etkenlerden biri dış borçların büyüklüğüdür. Ancak bu borçların GSYİH' ya oranı Türkiye'de Arjantin'den yüksektir.

- Arjantin'de enflasyon oranı % - 1,5 iken Türkiye'de bu oran % 68,5'dir.

Tablo 3.25 Türkiye ve Arjantin ekonomik karşılaştırma (TCMB)

	Arjantin	Türkiye	Arjantin	Türkiye	Arjantin	Türkiye	Arjantin	Türkiye
GSYİH (Milyar USD)	77	71	141	151	283	184	285	200
Dış Borç/GSYİH	35	27	44	33	51.5	56	51.4	58
Tüfe %	100	...	2.314	60	-1	63.5	-1	54
İhracat (Milyon USD)	...	2.910	12.488	13.025	23.315	29.325	26.244	31.665
İthalat (Milyon USD)	...	7.909	4.197	22.302	25.538	40.687	25.157	54.502
Cari İşlemler Dengesi (Milyon USD)	4.898	-3.407	1.641	-2.626	-11.945	-1.360	-8.909	-9.819
Dış Borçlar (Milyon USD)	27.157	19.131	62.232	49.424	145.994	102.131	146.395	116.072
Dolaysız Yabancı Yatırımlar (Milyon USD)	678	18	1.836	700	8.236	138	10.696	112

- Türkiye'de 2001 yılında sanayi üretimi % 13,9, düşerken aynı zaman dilimi içinde bu oran Arjantin'de % 10,4 olmuştur.
- Arjantin'de işsizlik % 18'i geçmiş bulunmakla beraber, bu oran Türkiye'de resmî olarak % 11'ler düzeyindedir.

Yukarıdaki bilgiler ışığında Türk ekonomisinin de en az Arjantin kadar kötü olduğunu gösterdikten sonra Türkiye'de yaşanan ekonomik sıkıntı ile Arjantin'de yaşanan krizin nedenlerinin farklı olduğunu vurgulamak gerekmektedir. Türkiye'de dalgalı kur rejimi ile birlikte kontrol altında tutulmakta zorlanılan bir döviz piyasası, zayıf bankacılık sektörü nedeniyle iç borçlanma imkânlarının azalması sorunu mevcuttur.

Bu noktada, bir ülkenin ekonomik krize girmesi veya çıkmasının kredibilitesiyle çok yakın ilişkisi vardır. Bu bakımdan Arjantin ve Türkiye'nin en ayırt edici yönü son zamanlardaki IMF ile ilişkilerinde olan farklılıklardır. Bu konuda genel görüş IMF'nin Arjantin'i Türkiye lehine gözden çıkarttığı şeklindedir. IMF desteğini Arjantin'den çekmiş, böylece hükümetin uluslararası piyasalardaki pamuk ipliğine bağlı olan güvenilirliği ortadan kalkmış ve kriz süreci başlamıştır. Türkiye'nin arkasında ise şimdiye kadar hiç olmadığı kadar dış destek vardır. (Bayramoğlu, 2001)

Bu kriz ile birlikte IMF ve Dünya Bankası gibi küresel ekonomiyi düzenleyen kuruluşların, ülke ve bölge farklılıkları ile toplumsal ihtiyaçları gözardı eden yaklaşımlarının Arjantin gibi ülkelerde kriz meydana getirdiğini savunan görüşler ağırlık kazanmıştır.

3.8. 2008 Amerika Krizi

3.8.1. Kriz Öncesi Durum

3.8.1.1. ABD ipotekli konut kredisi piyasası

Mortgage sistemi ABD'de uzun yıllardır uygulanan ve 20-30 yıla kadar u-zayan vadelerle ev sahibi olma imkânı sunan bir ev kredisi sistemidir. Bu sistemde, ev almak isteyenler tarafından kredi kurulu şiarından alınan krediler sabit ya da değişken faizlerle geri ödenmektedir. Kredi kullanmak isteyenler öncelikli olarak kredi geçmişlerine göre derecelendirilmektedir. Buna göre, kredi geçmişi kötü olanlar (derecelendirme notu A olmayanlar), kredi geçmişi iyi olanlara (derecelendirme notu A olanlar) göre daha yüksek faiz ödemek zorundadır. Bir başka deyişle, subprime mortgage piyasasında, kredi almak için gerekli şartlan sağlayamayan kişilere de kredi kullanılmaktadır. Bu kişilerin kredi geçmişi ev kredisi almak için uygun olmayabilmektedir. Hatta bu kişilerin aldıkları kredi ve bunun faizini ödemek için yeterli gelirlerinin olması da şart değildir. Yüksek faiz karşılığında bu kişiler sisteme dahil edilerek büyük bir riskin altına girilmektedir. (Apak ve Aytacı, 2009)

En genel şekliyle bu şekilde işleyen mortgage sistemini tam olarak işleyişini anlayabilmek için aşamasal gelişimini incelemek gerekir:

Birinci aşama:

1938'e kadar klasik bankacılık mantığına uygun olarak topladıkları mevduatın bir kısmını konut kredisi olarak açan bankalar var. Bunlar düzenleniyor ve denetleniyor. Dolayısıyla, bankanın bilançosunun borç tarafında 90 dolarlık mevduat var mesela, 10 dolarlık da sermaye. Varlık tarafında ise iki tür kredi olsun: 50 dolarlık konut kredisi ve 50 dolarlık şirket kredisi. Dolayısıyla, her şey eski usul. Kredi açılmış ve bankanın bilançosundaki alacak (varlık) kıdemleri içinde duruyor. Kredi riski hu durumdu bankada kalıyor. Kredi geri dönmezse, elbette banka sermayesinden yemiş olacak. Bunun nedenini ikinci bölümden hatırlayacaksınız: Diyelim ki 50 dolar tutarındaki konut kredisi geri dönmedi. Şirket kredilerinde ise bir sorun yok. Oysa bankanın 90 dolarlık mevduat borcu değişmeden kaldı. Bu durumda bankanın sermayesi sıfırın altına düşüyor (50-90=-40) oluyor. Dolayısıyla bankalar olası terslik durumunda sıkıntıya düşmemek için dikkatli olmak zorundalar. (Özatay, 2009)

İkinci Aşama:

Konut piyasasını büyütmek ve düşük gelirli de konut sahibi yapabilmek için ABD devleti 1938'de Federal National Mortgage Association, daha popüler adıyla **Fannie Mae** şirketini kurdu. Bu şirketin görevi, ipotekli konut kredisi satan finansal kurumlardan bu kredileri satın almaktır. Bu durumda konut kredisi açan finansal kurumun bilançosu şöyle değişiyor. Yine 90 dolarlık mevduatı 10 dolarlık da sermayesi var; borç tarafında bir değişiklik yok. Ama artık varlık tarafında 50 dolarlık konut kredisi yerine 50 dolar nakit var. Şirketlere açtığı 50 dolarlık kredi ise hâlâ bankada.

Fannie Mae'nin bu operasyonu ile:

- Konut kredisi açan finansal kuruma yeni krediler açabilmesi için nakit girişi sağlandı.
- İlk açılan 50 dolarlık konut kredisinden doğan risk Fannie Mae'ye geçti.

Fannie Mae piyasadaki birçok banka ile bu işlemi yaparak devasa bir büyüklüğe ulaşmıştır. Şirket, bunun için gerekli sermayeyi ise direkt olarak ABD devletinden aktarılmakta.

Fannie Mae'nin bilançosu şöyle oluyor:

ABD Hazinesi'nden kaynak olarak 500 dolarlık tahvil geliyor. Bu Fannie Mae' nin ABD Hazinesi'ne borcu. Karşılığında 500 dolar tutarında varlık tarafında bankalardan aldığı konut kredileri bulunmakta.

Çok önemli bir nokta olarak; Fannie Mae sadece kredi notu yüksek olan kesime (birinci gruptakiler; prime kesim) açılan konut kredilerini satın alabiliyor. Bu ayrıntı sürecin devamındaki olaylar açısından çok önemli. (Özatay, 2009)

Üçüncü aşama:

1968'de Fannie Mae devlet tarafından ikiye bölünüp, yeniden düzenleniyor ve özelleştiriliyor. Savaş gazilerine ve benzeri gruplara devlet garantisiyle konut kredisi açan ve tam adı Government National Mortgage Association olan **Ginnie Mae** kuruluyor. İkinci kurum ise bölünmeden önceki kurumun özelleşmesiyle ortaya çıkıyor ve aynı adı devam ettiriyor. Ama özelleştirilen Fannie Mae artık özel bir şirket olmasına rağmen devlet desteği altında olmaya devam ediyor.

1970'de yine ABD devleti destekli, tam ismi Federal Home Loan Mortgage Corporation olan **Fredie Mac** kuruluyor. Şirketin kuruluş amacı ise, eski usul ipotekli konut kredilerini

menkul kıymete dönüştürüp yeniden pazarlamak ve özelleştirilen Fannie Mae' ye rakip olarak bu piyasadaki rekabeti geliştirmek.

Ginnie Mae, 1970'de ipotekli konut kredisine dayalı menkul kıymet çıkarmaya başlıyor. Tabi Fannie Mae de onu izliyor. Dolayısıyla konut kredisi açan finansal kurumlardan aldıkları konut kredilerini, bu sefer yeni bir mali varlık haline dönüştürüyorlar. Bu yeni mali varlıkları tasarruf sahiplerine satıyorlar.

Burada bizim açımızdan önemli olan, şimdi konut kredisi riski hem Fannie Mae, Freddie Mac ve Ginnie Mae'de, hem de bu menkul kıymetleri alanlarda. Artık riskli kişi ve kurum sayısı arttı. Bu sayede de piyasaya yeni konut kredilerine dönüştürmek için daha fazla nakit para girdi. Bu nakit; yatırım fonları aracılığıyla sıradan yatırımcılardan geldi. Konut kredisini çıkaran bankanın bilançosunda bir değişiklik yok bu durumda.

Fannie Mae' den örnek olarak verirsek, bilançonun son durumu şu şekilde oluyor:

Şirketin şimdi yatırım fonlarına 500 dolar ipotekli konut kredisine (varlığa) dayalı menkul kıymet borcu var. 500 dolar da ABD hazinesine borçlu. Varlık tarafında ise orijinal konut kredisini açan on bankadan satın aldığı 500 dolarlık konut kredisi var. Artık bir de sattığı konut kredisine dayalı menkul kıymetler karşılığı elde ettiği 500 dolar nakit var. Bunun bir kısmı ile muhtemelen ABD Hazinesi'nde olan borcunu ödüyor; bir kısmı ile de yeni krediler satın alıp yeniden paketleyecek.

Toplanan Mortgage fonlarından oluşturulan doğası gereği riskli olma ihtimali bulunan menkul varlıkları alan yatırım bankaları doğal olarak şirketlerinin pozisyonu garantilemek istemişlerdir. Örneğin, Fannie Mae konut kredisini yatırım şirketine satmış olun. Konut kredisi onun bilançosundan "çıkışmış gibi" oluyor. Karşılığında bu şirketten yeni nakit elde ediyor. Bu şirket bunun karşılığında Fannie Mae'den garanti alıyor. Konut kredisi ödenmezse, bu garanti devreye giriyor ve Fannie Mae ödüyor. Ama işin içinde garanti olduğu için kredi riski yine Fannie Mae' den ziyade devlet üstlenmiş oluyor.

Fannie Mae' nin son durumdaki bilançosuna bakalım:

Şimdi Hazine'ye 500 dolar borcu var. Bir de kredileri menkul kıymetleştiren şirketlere verdiği 500 dolarlık garanti var. 1000 dolarlık borca karşılık nakit miktarı, varlık tarafında ise yatırım bankasından alınan 500 dolarla birlikte 1000 dolara ulaştı. Böylelikle konut kredisi piyasasında likidite miktarı artmış oldu.

Krizin nedenlerini anlamak açısından burada dikkat etmemiz gereken nokta şu: Bu dönüşüm sonucu konut kredisi riski, bu krediyi ilk açan bankada kalmıyor. Hem bu mortgage fonu

toplayıp varlığa dayalı menkul kıymet oluşturan kurumlara, hem de onların çıkardıkları menkul kıymetleri satın alanlara geçiyor. Ancak, dönüşüme uğrayan krediler **eşik altı (üçüncü sınıf)** ya da **ikinci sınıf (Alt-A denilen) krediler** olmadıklarından riskleri de az oluyor.

Bu süreçte, konut kredisi alanlar borçlarını takır takır ödedikçe herkes kazanıyor: Konut kredisini alan konut sahibi oluyor. Krediyi ilk açan banka, bir komisyon alıyor, krediyi sattığı için artık bir riski kalmıyor. Giderek daha çok kredi açmak işine geliyor; çünkü komisyon kazancı artacak. Mortgage tutan şirketlerin çıkardığı menkul kıymetleri alanlar da kârlı, çünkü farklı ve çok sayıda konut kredisine dayanan bir menkul kıymet almış oluyorlar. Bir-iki kişi ödeyemese de üçüncü, dördüncü ödeyecek; dağıtılmış bir risk var. Konut piyasasına giderek daha fazla nakit para girişi oluyor. Konut yapanlar da kârlı bu işten. Mortgage tutan şirketler garantisine dayanarak konut kredisine dayalı menkul kıymet pazarlayan finans kurumları kârlı; sattıkları menkul kıymetlerden komisyon alıyorlar, mortgage tutanlar da bu menkul kıymetlere garanti verdikleri için, onlar da garanti komisyonu kazanıyor. (Özatay, 2009)

Devlet desteğindeki bu kurumların çıkardıkları varlığa dayalı konut kredisi stoku 1980'lerde 200 milyar dolarlık hacme sahipken, 2007 yazında 4 trilyon dolara yükselmiştir.

Dördüncü aşama:

Bu aşama başımıza gelen küresel belanın tohumlarının atıldığı aşamadır: Bu sistem büyük bir başarı sağlıyor ve başka büyük finansal kurumlar da bu alana giriyorlar. 2003'te varlığa dayalı menkul kıymet pazarının yüzde 76'sı Fannie Mae ve Freddie Mac'in elinde iken, Wall Street şirketlerinin payı yüzde 24 dolaylarında. Bu şirketlerin pazara girmesi / garanti vermesi ile ihraç edilen menkul kıymetlere "özel etiketli (private label) menkul kıymetler deniliyor. 2006 ortasına gelindiğinde pazar payları çarpıcı biçimde değişiyor. Devlet destekli iki komik isimli kurumun payı yüzde 43'e düşerken, özel etiketlilerin payı ise yüzde 57'ye yükseliyor. Bu şirketler arasında, bir kısmı krizin ilerleyen aşamalarında batan ya da başka finans kurumlarıncasına satın alınan (alınmak zorunda kalınan) tanınmış isimler de var: Lehman Brothers, Bear Stearns, Wells Fargo, JPMorgan, Goldman Sachs, Bank of America gibi.

Burada önemli olan nokta şu: "Eski mutlu" günlerde düşük riskli ilk grupta yer alanlara açılan konut kredilerine dayanan menkul kıymetler satılıyor, piyasaya Wall Street şirketlerinin girmesiyle artık ikinci ve üçüncü gruptaki yüksek riskli krediler de menkul kıymetleştiriliyor. Doğal olarak bu gruptakilere açılan konut kredileri de artıyor. 2003'te 111 milyar dolar tutarında ipotekli konut kredisi açılmış. Bunun yüzde 52'si üst, yüzde 34'ü de ikinci gruba, yüzde 14'ü ise eşik altı konut kredisi ise ait idi. 2006'nın ilk altı ayında açılan ipotekli konut

kredisi miktarı, bu yıllık rakamın iki katından fazla: 258 milyar dolar. Bunun yüzde 30' u eşik altı kredi. Sadece yüzde 26'sı ilk gruba yönelik kredi. Bu rakamlar bu piyasada artan riski gayet güzel özetliyorlar. (Özatay, 2009)

3.8.1.2. Krizin Nedenleri

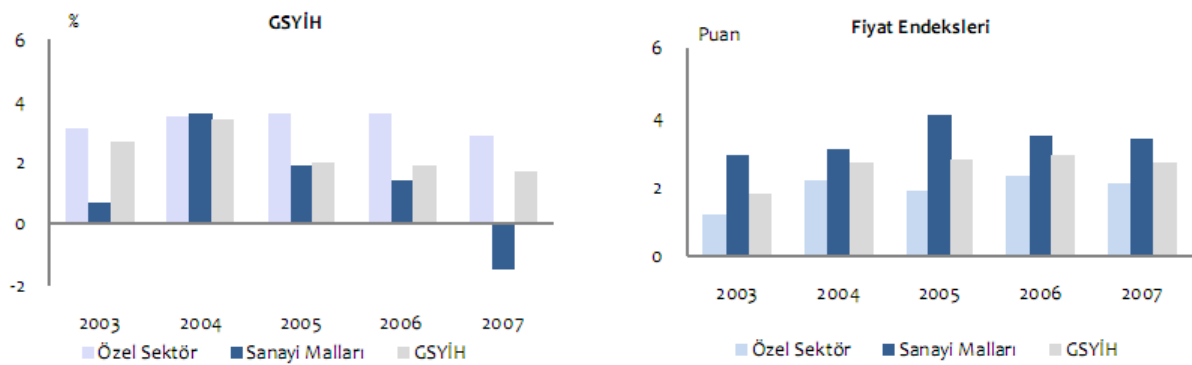
3.8.1.2.1. Ekonomik Durgunluk

ABD'de, 2007 yılında, finans ve sigorta, gayrimenkul, inşaat ve madencilik sektörü başta olmak üzere toplam 4 sektörün büyüme hızının yavaşlamasıyla genel ekonominin büyüme hızı da yavaşlamıştır (BEA, 2008).

Hizmetler sektöründe fiyatların artışı kamu sektörünün etkisiyle yavaşlamış ve bir önceki yıla göre artış hızı 2006 yılında %12,1 iken 2007 yılında bu oran %2,8 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün büyüme hızı 2007 yılında %4,2'den %3,2'ye gerilemiştir. Hizmetler sektörünün yavaşlamasının temel nedenleri arasında leasing ve gayrimenkul sektöründeki yavaşlama ile finans ve sigorta sektöründeki ekonomik bozulma yer

almaktadır (BEA, 2008).

Üretim sektöründe sanayi mallarındaki katma değer fiyatlarında ortaya çıkan yavaşlamanın etkisiyle, GSYİH 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.



Şekil 3.23 Yıllık büyüme oranı ve fiyat endeksleri (www.bea.gov)

2006 yılında enflasyon verileri işsizlik ve sanayi üretimi ile birlikte ele alındığında resesyon beklentileri oluşmuştur. Sanayi üretim endeksinin artış hızı 2006 yılında %2,9'dan 2007 yılı sonunda %1,2'ye gerilemiştir. İşsizlik oranı ise 2007 sonunda %4,4'ten %5'e yükselmiştir. FED 2008 yılı tahmini işsizlik oranını %5,2-%5,3 aralığından %5,5-%5,7 aralığına revize etmiştir. İşsizliğin ve enflasyonun aynı anda yükselmesi ve bununla birlikte dünyada özellikle

hammadde fiyatlarındaki hızlı artış ve ülkede meydana gelebilecek bir talep daralmasıyla resesyonun ötesinde stagflasyon yaşanabileceği beklentileri güçlenmiştir. Bu dönemde FED, ekonominin büyüme hızının yavaşlamasıyla birlikte faiz indirimlerine yeniden başlamış, mortgage krizinin ortaya çıkmasının ardından 2008 yılında faizleri % 2'ye kadar düşürmüştür.

Ekonomik gelişmelere paralel olarak ABD dolarının değer kaybetmesi, küresel finansal piyasaları olumsuz yönde etkilemektedir. Uluslararası kısa vadeli sermaye hareketlerinin en önemli iki etkeni faiz oranları ve göreceli döviz kuru değerleridir. Bu nedenle ABD'nin cari açığı ile bu açığın nasıl finanse edildiği piyasaları yakından ilgilendirmektedir. 2007 sonu itibarıyla ABD cari açık rakamı tarihinde en yüksek seviyeye ulaşarak, 811,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. GSMH'nın % 5,9'u olan cari açık değeri, Amerika gibi büyük bir ekonomi için bile oldukça yüksektir. IMF kriterlerine göre % 4'ün üzerindeki oranlar riskli olarak tanımlanmaktadır (Obstfeld ve Rogoff, 2004). Genel kabul görmüş teoriler çerçevesinde, bu kadar büyük bir cari açığın fonlanması doların değer kaybetmesiyle mümkündür.

Tablo 3.26 ABD kritik göstergeleri (Reuters, 2009)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Sanayi Üretim Endeksi	99.5	101.3	104.6	108.6	111.7	113.8	111.8
İşsizlik (Yüzde Değişim)	5.7	5.7	5.4	4.8	4.4	5.0	5.1
Enflasyon (%)	1.6	1.9	2.7	3.4	2.5	4.1	4.0
Cari Açık (Milyon \$)	384.6	459.4	522.1	640.1	754.9	811.5	
Cari Açık/GSYİH	3.7	4.2	4.5	5.1	5.7	5.9	

Cari açık çok büyük bir sorun teşkil etmesine rağmen sürdürülebilmesinin nedeni, Uzak Doğu Asya ülkelerinin, başta ABD olmak üzere tüm dünya ülkelerine karşı sahip oldukları mutlak üretim üstünlükleri ile sağladıkları ticaret avantajı sayesinde biriktirdikleri döviz rezervleridir. ABD cari açığının en büyük fon kaynağı, biriken bu döviz rezervleridir. Amerika'da özellikle mortgage piyasasında ihraç edilen tahvil ve varlığa dayalı menkul kıymetlerin büyük kısmı bu ülkelerin portföyünde yer almaktadır. ABD toplam kredi piyasasında kredi taleplerinin dağılımı içinde yükselen piyasaların payı 2006 yılında %22 iken, mortgage krizinin etkisiyle 2007 yılının ikinci çeyreğinde %12'ye gerilemiş ve ekonomik göstergelerin iyileşmesiyle birlikte 2008 yılının ilk çeyreğinde %32'ye yükselmiştir. (Alçın, 2009)

3.8.1.2.2. Faiz Yapısının Uyumsuzlaşması

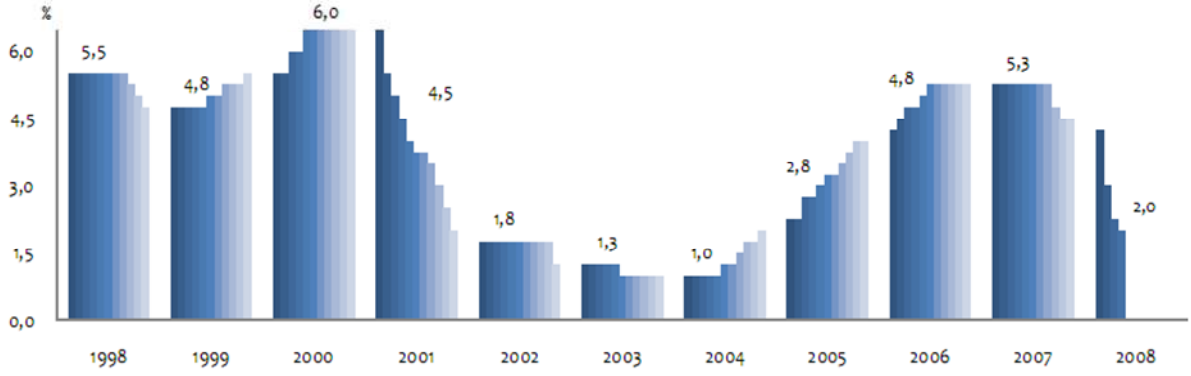
FED Eski Başkanı Alan Greenspan, 2002 yılında düşük enflasyon oranlarının da etkisiyle istihdama yönelik FED faizlerini % 1'e kadar düşürmüştür. 2002-2004 yılları arasında düşük

faiz politikaları devam etmiştir. Başkan Bush yönetiminin özellikle düşük gelirli aileleri hedef alan konut edindirmeye yönelik politikaları nedeniyle her türlü esneklik sağlanması sonucu subprime ve değişken faizli konut kredilerinin sayısında artış olmuştur. Ancak ABD Hükümeti tarafından desteklenen bu programlar çerçevesinde, her türlü yatırımın hükümet tarafından sağlanacağı düşüncesiyle yatırımcılar tarafından doğru bir planlama yapılmadan konut alımları gerçekleşmiştir. 2004 yılından itibaren düşük faiz oranlarının etkisiyle talep canlanması yaşanmış, petrol ve hammadde fiyatlarındaki hızlı artışla birlikte enflasyon baskısı başlamıştır. Petrol fiyatları 2002 yılında 20 \$ iken 2008'in ilk yarısı itibarıyla 130 \$'a yükselmiştir. Greenspan enflasyona, faizleri yükselterek müdahale ederken yerine seçilen Ben Bernanke faizleri % 5,25'e kadar yükseltmiştir. Bu çerçevede kullanılan konut kredilerinden de özellikle değişken faizli olan mortgage kredilerinin geri ödeme tutarları, faiz oranlarının artması nedeniyle oldukça yüksek düzeylere ulaşmıştır. Örneğin 2005 yılında değişken faizli subprime mortgage kredisi kullanan bir kişi, bu kredilere tanınan ilk 2 yıla ilişkin sabit faiz ödemesini 2005-2007 Eylül döneminde yaklaşık %3,75 faiz puanı üzerinden yaparken, bu süre sonunda değişken faize geçtiğinde faizlerin 5,75'e çıkmasıyla birlikte mortgage kredisine ilişkin faiz oranının da yükselmesiyle kredi geri ödemelerinde güçlük yaşamıştır. (Mian ve Amir, 2009)

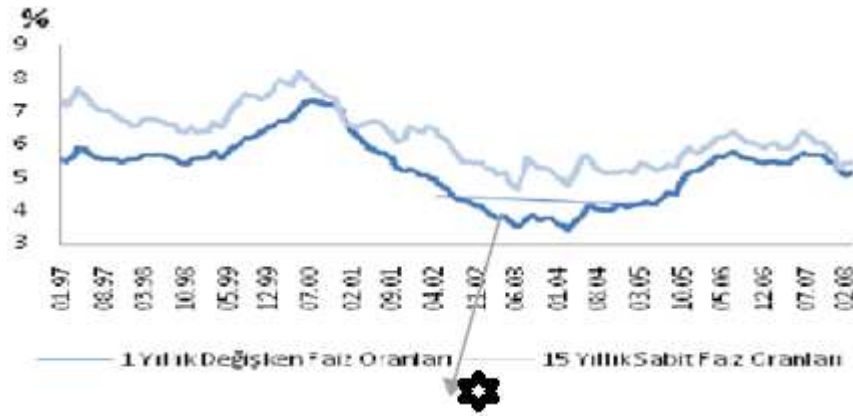
Otorite açısından bir politika aracı olarak görülen faiz oranlarındaki değişim kredi piyasasında direkt olarak daraltıcı bir etki yaratmıştır. Kredi piyasasında 2006 yılında %13,2 oranında bir artış sağlanırken, 2007 yılında bu oran % 4,8 olarak gerçekleşmiştir.

Kredi faiz oranları arttığında, değişken faizli kredi kullananlarının faiz yükü dolayısıyla taksit tutarları artmaktadır. 2000-2001 döneminde değişken faizli mortgage kredileri yüksek oranda kullanılmıştır. Bu dönemde faiz oranları ortalama %1,5-2 bandında seyretmiştir. 1997-2008 dönemi içinde 30 yıllık sabit faizli mortgage oranları ortalamada %6,85, 15 yıllık sabit faizli mortgage oranları %6,42, 1 yıllık değişken faizli mortgage oranları %5,49 ve mortgage sözleşmelerinde belirtilen mortgage sözleşme oranları %6,67 olarak gerçekleşmiştir.

Kredi faiz oranlarının %1,5'ten %6,5'e yükselmesi 200.000 dolarlık kredi kullanıcısına ortalama yıllık 6.400 dolar ek maliyet getirmiştir. 20 yıl vadeli yıllık % 1,5 faiz üzerinden aylık taksit tutarı 964 \$ iken aynı koşullarda faizin % 6,5'e yükselmesi taksit tutarını 1490 \$'a yükseltmektedir. ABD'de yıllık kişi başı gelirin 46.000 \$ olduğu düşünülürse özellikle değişken faizli konut kredisi kullanan düşük gelirli kesim için göreceli olarak ipotek kredisinin sürdürülmesi zorlaşmaktadır. (Mian ve Amir, 2009)



Şekil 3.24 FED gösterge faiz oranlarının değişimi (www.moneycafe.com)



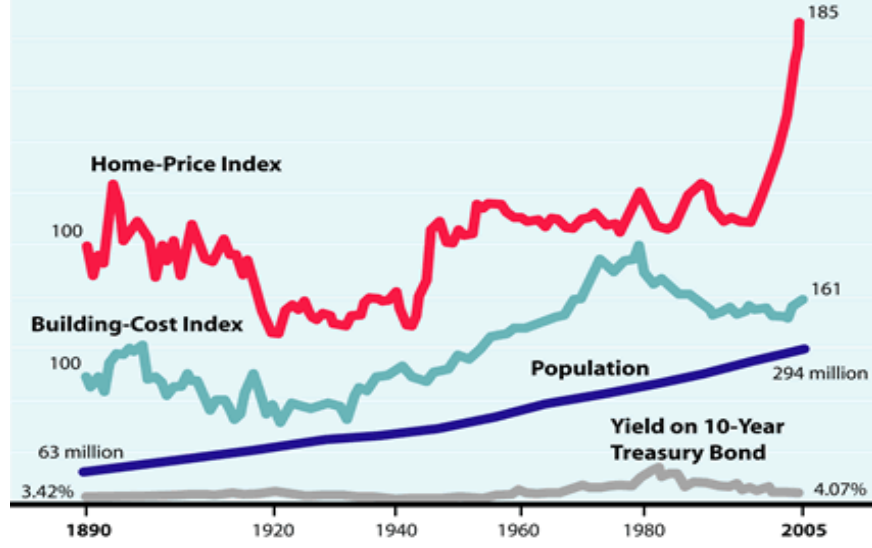
Şekil 3.25 Mortgage kredi faiz oranlarının gelişimi (BDDK, 2008)

*Bu dönemde faizlerin düşmesi nedeniyle talep artmış, dolayısıyla varlık yani konut fiyatlarının da değeri artmıştır.

3.8.1.2.3. Konut Fiyatlarındaki Balon Artışlar

Kısa vadeli dolar faizlerinin yükselmesiyle birlikte, sürekli yükselen konut fiyatları 2006 yılında gayrimenkul piyasasında başlayan durgunlukla birlikte düşmeye başlamıştır. Fiyatların daha da yükseleceği düşüncesiyle yüksek faizlere katlanan tüketiciler için beklentilerinin tersine gelişmeler ortaya çıkmıştır. Değişken faizli subprime mortgage kredilerinin piyasalar üzerinde baskı yaratmasının ardından, FED tarafından faiz oranlarına müdahale edilmiş ve kısa vadeli faiz oranları düşürülmüştür. Ancak, faiz oranlarının düşürülmesi mortgage kredilerinin taksit ödemelerini bir dereceye kadar indirmiş, teminat niteliğinde olan konutların değerini de azaltmıştır. Konut değerlerinin yüksek olduğu dönemlerde, mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlerin düşük risk grubunda değerlendirilerek yatırımcılara sunulmasının ardından teminat niteliğindeki konut değerlerinin ani düşmesiyle yüksek zararlar kaydedilmiştir.

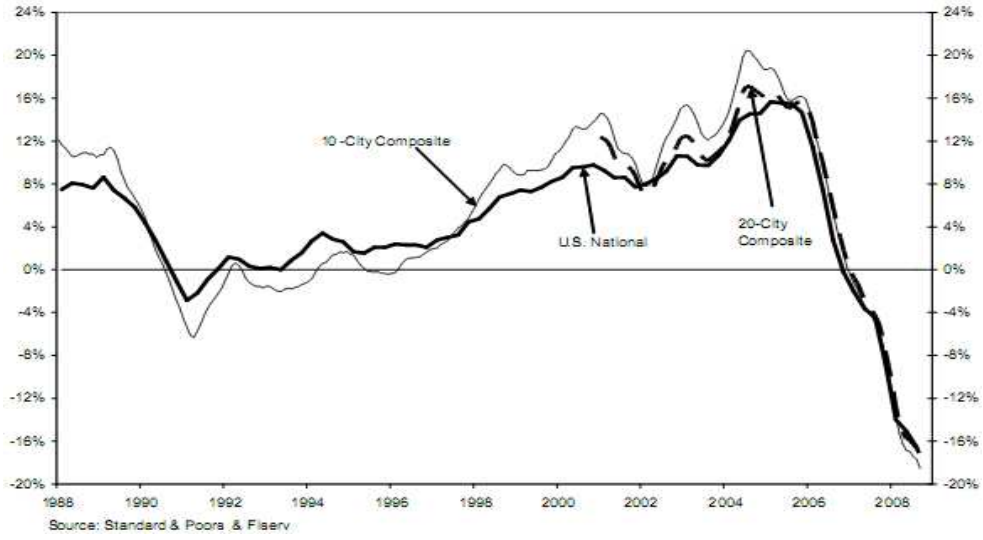
Şekil 3.29 emlak balonunun şişişini çok iyi göstermektedir. 10 yıllık hazine bonosunun geliri çok aşağılarda seyrederken, inşaat fiyatlarındaki artış oranı bunun çok üzerinde seyretmiş, doğal olarak talep artmış, talep artışıyla da konut üretimi artmıştır.



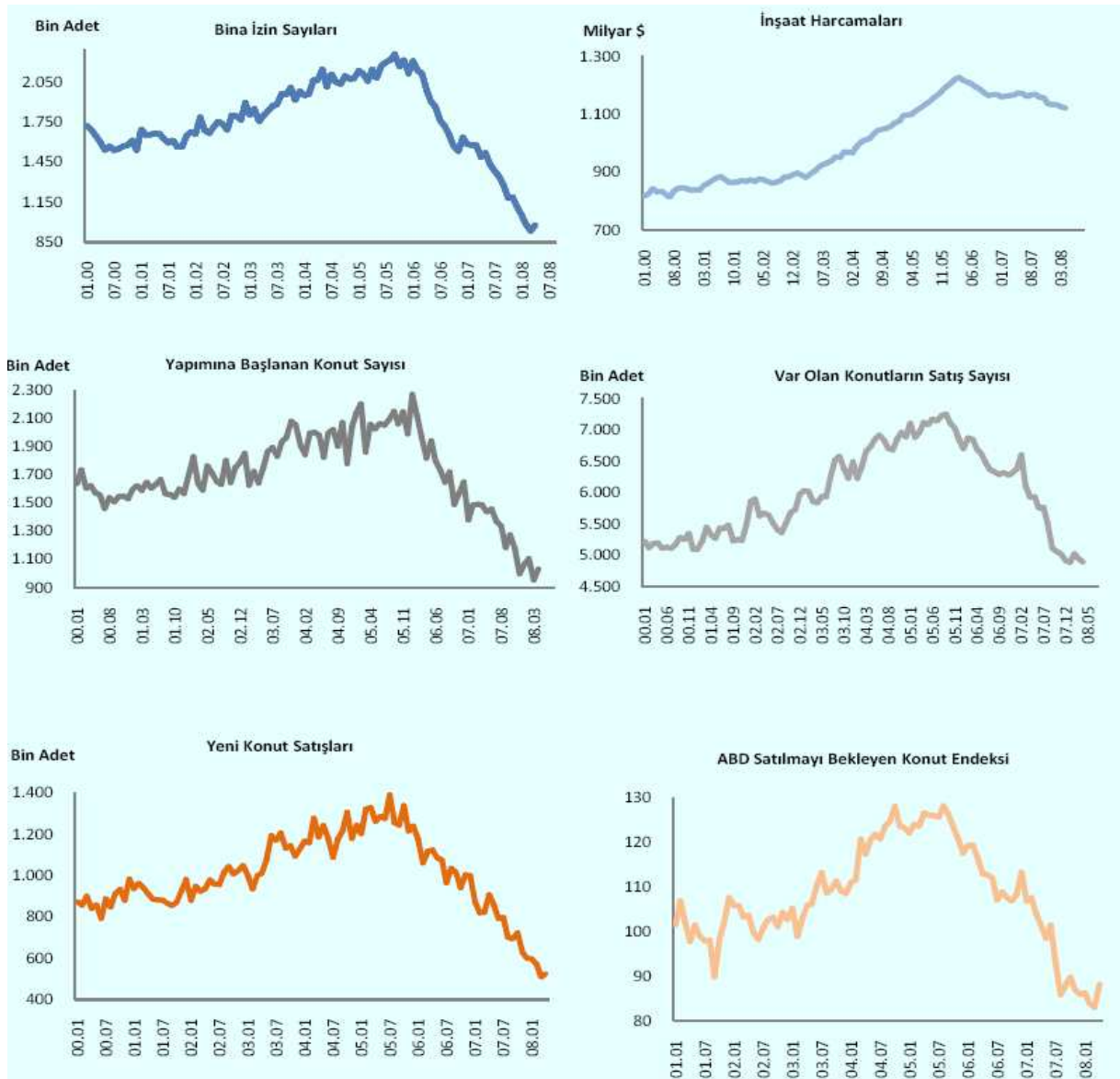
Şekil 3.26 ABD, 1980- 2005 arası ev fiyatları- nüfus, yapı maliyetleri ve bono gelirlerinin değişimi

S&P Case/Shiller Konut Fiyatları Endeksi, 2007 yılında tarihinin en büyük yıllık düşüşünü yaşamıştır. S&P'nin endeksine göre 1990 ila 1991 yıllarında yaşanan resesyonda bile konut fiyatlarındaki yıllık düşüş yüzde 2,8 olarak gerçekleşmiştir. 2008 Şubat ayı itibarıyla, S&P Case Schiller Endeksine göre ölçüldüğünde ev fiyatları 20 ABD merkezi şehrinde bir önceki yılın aynı dönemine nispetle %13 oranında düşüş göstermiştir.

Mortgage krizinin ABD ekonomisini etkilemesinin en önemli nedenlerinden biri, inşaat ve sigortacılık başta olmak üzere konuta bağlı sektörlerde başlayan yavaşlamanın hızlı bir şekilde makro ekonomik göstergelere yansımalarıdır. Özellikle hükümet politikalarının tüketime dayalı politikalar üzerine kurulması ve ekonomik canlanmanın inşaat sektörüne dayandırılması nedeniyle konut fiyatlarındaki ani değişim, kısa sürede ekonomik ve finansal göstergeleri olumsuz yönde etkilemiştir.



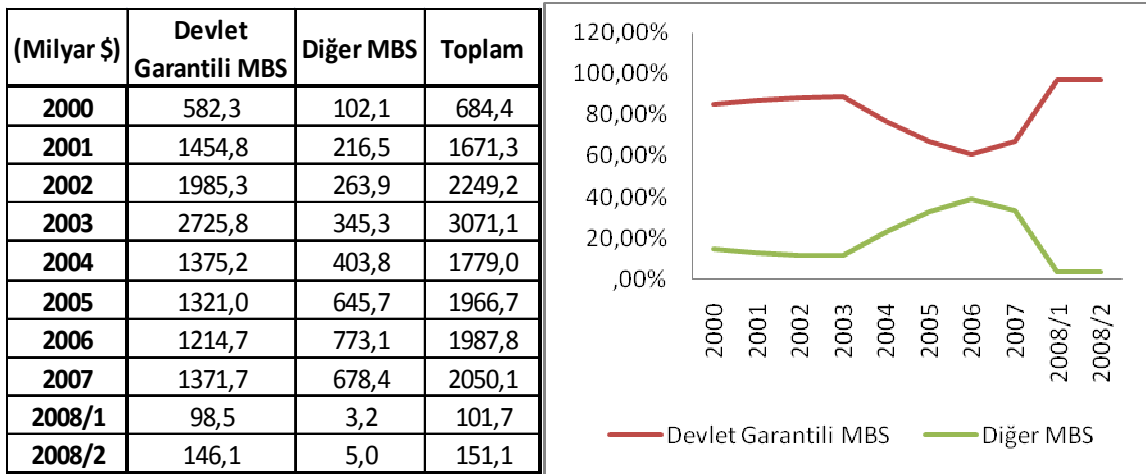
Şekil 3.27 S&P/ Case Shiller konut fiyatları endeksi değişimi (Standart & Poors, 2008)



Şekil 3.28 İnşaat harcamaları, bina izin sayıları ve bina satışlar (BDDK, 2008)

3.8.1.2.4. Menkul Kıymetlerin Fonlanmasında Yaşanan Sıkışıklık

ABD'de subprime borçlularının ödeme güçlüğüne düşmesi ile tetiklenen kriz, bu kırılğanlıklarla birlikte büyüdü. Mortgage kredilerine dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymet piyasasının temel fon kaynağı olan mortgage kredileri geri ödemelerinin yapılamaması nedeniyle ikincil piyasanın fonlanmasında sıkıntılar yaşanmaya başlamıştır. Özellikle subprime mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi, sermaye piyasalarını derinleştirmekten ziyade mevcut işleyişin temelden bozulmasına neden olmuştur. (BDDK,2008)



Şekil 3.29 Mortgage ipoteklerine dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetler (BDDK, 2008) 1996 yılında ABD'de mortgage kredilerine dayalı toplam 492,6 milyar \$ menkul kıymet ihraç edilmiş ve bu miktar 2007 yılında 2.050,1 milyar \$'a yükselmiştir. İkincil piyasada bu kadar geniş hacimli bir piyasa yaratılmış ve bu piyasanın fon kaynağı olan mortgage kredileri geri dönmemeye başlayınca da tahvil geri ödemeleri yapılamamıştır. Mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler ile riskini dağıtmaya çalışan ancak, risklerini yok edemeyen finans kuruluşları zarar açıklamaya başlamışlardır. Sonuçta piyasalarda panik havasının oluşması bankalardan para çekilmesine, sermaye hareketlerinin yavaşlamasına neden olarak likidite sorunlarını gündeme getirmiştir. 2000, 2004, 2005 ve 2006 yılları menkul kıymet ihraçlarında azalmanın yaşandığı yıllar iken en fazla menkul kıymet ihracının 2003 yılında yapıldığı görülmektedir.

Konut fiyatlarındaki hava kabarcığının 2006'da patlar gibi olması, sonra da tam anlamıyla patlamasıyla özellikle eşik altı konut kredileri geri dönmemeye başlamıştır.. Konutun fiyatındaki düşüş nedeniyle, krediden doğan borcun tutarı konutun değerini giderek aşmaya başlamıştır. Paul Kraugman, The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008 adlı kitabında bu durumu yine hava kabarcığı ile açıklıyor. Konut fiyatlarının en üst düzeye

ulaştıkları noktadaki değerlerinin iktisadi temeller tarafından belirlenen değerlerine göre çok fazla olduğunu söylüyor. Mesela konut fiyatlarının en çok arttığı bölgelerden olan Miami' de kabarcık sonucu oluşan fiyatın "normal" fiyatın iki katına ulaştığını belirtiyor. Bu durumda, konut kredisini alan başlangıçta kısmen peşin ödeme yapmış bile olsa, fiyatların "mevsim normallerine" dönmeleri durumunda kalan borcun değeri konutun fiyatını çok yüksek oranda aşıyor.

Bu durumda, zaten kredi ödeme gücü oldukça az olan bu eşik altı kredileri alanlar açısından konutu terk edip gitmek daha anlamlı bir davranış haline geliyor. Konut ipoteğini elinde tutan kurum bu durumda bu evi satmaya kalkıyor. Arada yasal süreci başlatmak için masraf yapıyor. Belli bir süre geçtikten sonra eve el koyuyor. O aşamada konut fiyatları daha da düşmüş oluyor. Aynı durumda olan çok sayıda finansal kurum var. Onlar da aynı şekilde davranıyorlar. Bu piyasada satılmak zorunda kalınan el konulmuş konut sayısı giderek artıyor. İktisadi deyimle arz artıyor. Oysa aynı ortamda artık kimse eşik altı kredi açmaya cesaret edemiyor. İktisadi deyişle konut talebi düşüyor. Bir yandan arz artıyor, diğer yandan talep düşüyor; konut fiyatları daha da aşağıya iniyor.

17 Ocak 2008 tarihinde, ABD Kongresinde Bütçe Komisyonu' nda FED Başkanı Ben Bernanke' nin söyledikleri aslında durumu çok iyi şekilde özetliyor:

“... İpotekli konut kredilerinin kalitesine ilişkin artan kaygılar, özellikle değişken faizli eşik altı kredilerine ilişkin kaygılar finansal kargaşayı tetikledi. Ödemesi geciken eşik altı konut kredilerinin toplam kredilere oranındaki artış, daha yüksek kredi notuna sahip menkul kıymetleri ellerinde tutanların bile zarar etmesi olasılığını yükseltti. Bu, tasarruf sahiplerinin bazı menkul kıymetlere ilişkin kredi notlarının güvenilirliğini sorgulamasına yol açtı. Yatırımcıların bu kompleks finansal ürünleri değerlendirme güçlüğüne düşmeleri ve bu değerlendirmeyi yapma yeteneklerine olan güvenlerini yitirmeleri sonucunda bu ürünleri tutma istekleri giderek azaldı. Sonuç olarak, bu ürünler yoluyla kredi akımı keskin biçimde daraldı.”

3.8.1.2.5. Kredi Türev Piyasalarının Genişlemesi

Şirketler zamanla menkul varlık çeşitlendirmesinden değişik finansal inovasyonlar yapmışlardır. Basit tiplerin yanı sıra, farklı risklerdeki konut kredilerinden bir karışıma dayanan tipleri de oluşturmuşlardır. Farklı riskten kasıt, birinci risk grubu içinde yer alan, ama o grup içinde yine risk boyutu açısından ayrılan ipotekli konut kredileri. Sadece risk farklı değil; vadeleri de farklı olabiliyor bu karışımlara katılan konut kredilerinin. tarafından geliştiriliyor bu yeni ürün. İlk olarak 1980'lerin başlarında Freddie Mac tarafından geliştirilen

bu yeni ürünler **CMO (Collateralized Mortgage Obligations - Teminatlandırılmış İpotekli Konut Kredisi Yükümlülüğü)** olarak adlandırılmıştır. Bunları satın alan yatırımcılara, farklı önceliklere göre ödeme yapılmakta: konut kredisi borcu ödendikçe, önce ilk gruptakiler (daha kısa vadeli CMO alanlar) , daha sonra sırasıyla diğer gruplar paralarına kavuşmaktalar. (Özatay, 2009)

Varlıklardan oluşturulmuş bir havuza dayandırılmış kredi aracı olarak CDO'lar en yaygın kullanılan türevlerden biridir. Bir CDO, krediler, tahviller, mortgage kredileri, kredi kartları, tüketici kredileri gibi dayanak varlıkları bir araya getirir ve yatırımcılara sunar. Bu şekilde bir CDO risk profillerine göre kredi riskinin dağıtılmasına olanak sağlar. CDO dayanak varlığın çeşidine göre isimlendirilebilir. (BDDK, 2008)

Dayanak Varlık Türü	CDO Çeşidi
Kredi	CLO-Teminatlandırılmış Kredi Yükümlülükleri – Collateralized Loan Obligation
Tahvil	CBO-Teminatlandırılmış Tahvil Yükümlülükleri – Collateralized Bond Obligation
Mortgage Kredisi	CMO- Teminatlandırılmış İpotek Yükümlülükleri – Collateralized Mortgage Obligation

Şekil 3.30 CDO (Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri) Çeşitleri

Kredi sağlayan kurumlar çıkardıkları yeni türev ürünlerle türev ürün çeşidini artırmanın yanında alacaklarını teminat göstererek büyüklüğü trilyon doları bulan konut tahvillerini de piyasaya satmışlardır. Bu tahvillerin getirileri, Amerikan hazine bonosunun çok üzerinde olduğu için özellikle riskli ve yüksek getiri hedefleyen serbest fonların bu tahvillere yönelmesinde etkili olmuştur. Bankalar, kredi alacaklarını menkul kıymetleştirme yoluyla yatırım aracı haline çevirdikleri için mortgage piyasaları, sadece kredi veren kuruluşla kredi kullanan arasındaki kredi ilişkisine bağlı bir piyasa olmadığından tüm finansal sistem artan faizler karşısında dalgalanma dönemine girmiştir. (BDDK, 2008)

Kredi veren kuruluşlar, CDO gibi karmaşık yapıdaki yatırım araçları yoluyla yeni kazançlar elde etme imkânı bulmuşlardır. Bu menkul kıymetler, daha yüksek kâr elde etmek isteyen yatırımcılar için de yeni birer alternatif haline gelmiştir. Serbest fonlar gibi yüksek kaldıraçla işlem yapan fonlar, yüksek kâr elde etme isteğiyle bu tür kredi ürünlerine büyük ilgi göstermişlerdir. Serbest fonlar fon büyüklüğünden daha fazla yatırım yaptıkları ve yüksek riske girdikleri için normal şartlarda getirileri de yüksek olmaktadır. Ancak ABD'de finansal sistem göstergeleri beklenenin tersine gelişince bu fonların varlıklarında ciddi kayıplar olmuş fon büyüklüklerindeki büyük kayıplar sonrası gelen fon satış talepleri likidite sorununu

beraberinde getirmiştir. Büyük bankalar riskli müşterilerine borç vermeyi durdurmuş, likidite krizi oluşmuş ve merkez bankaları

Mortgage piyasasında yaşanan olumsuz gelişmelerle birlikte gündeme gelen CDO piyasasında toplam ihraç bedeli 2008 itibarıyla 10 trilyon \$' ı geçmiş bulunmaktaydı. Yüksek riskli mortgage piyasasının büyüklüğü ise yaklaşık 1.4 trilyon dolardır. Yani, subprime mortgage sektörü, tüm mortgage sektörünün yaklaşık %15' ini oluşturmaktadır. Sorun yaşanan subprime mortgage' ların oranı ise %20. Tüm mortgage büyüklüğü açısından değerlendirme yapıldığında bu oran %2,8' e tekabül etmektedir. Ancak sadece konut piyasasıyla sınırlı kalmayan krizin finansal piyasalara da sıçraması zararın boyutlarını artırmış ve durumu daha da tehlikeli hale getirmiştir. (Apak ve Aytaç, 2009)

(%)	2005	2006	2006	2007
Yapılandırılmış Finansman	65,0	56,9	52,4	40,4
Yüksek Getirili Borçlanma	26,2	32,8	29,9	49,4
Tahviller	1,5	7,4	16,7	10,2
Yüksek Getirili Swaplar	1,1	0,2	0,4	0,0
Teminatlar	0,0	0,0	0,0	0,0
Swaps	0,9	0,1	0,2	0,0
Diğer	5,3	2,6	0,3	0,0

Şekil 3.31 Teminatlandırılmış borç yükümlülükleri teminatlarının dağılımı

CDO' ların temelini oluşturan teminatların dağılımı aşağıdaki tabloda verilmektedir. Mortgage piyasasında yaşanan kriz sonrasında, RMBS, CMBS, CMOs, ABS, CDOs ve CDC ağırlıklı olan yapılandırılmış finansman teminatlarına dayalı CDO ihraçları, 2005 yılında toplam ihracın %65'i iken 2008 Ocak ayında %40,4 oranına gerilemiştir.

3.8.2. Krizin Gelişimi

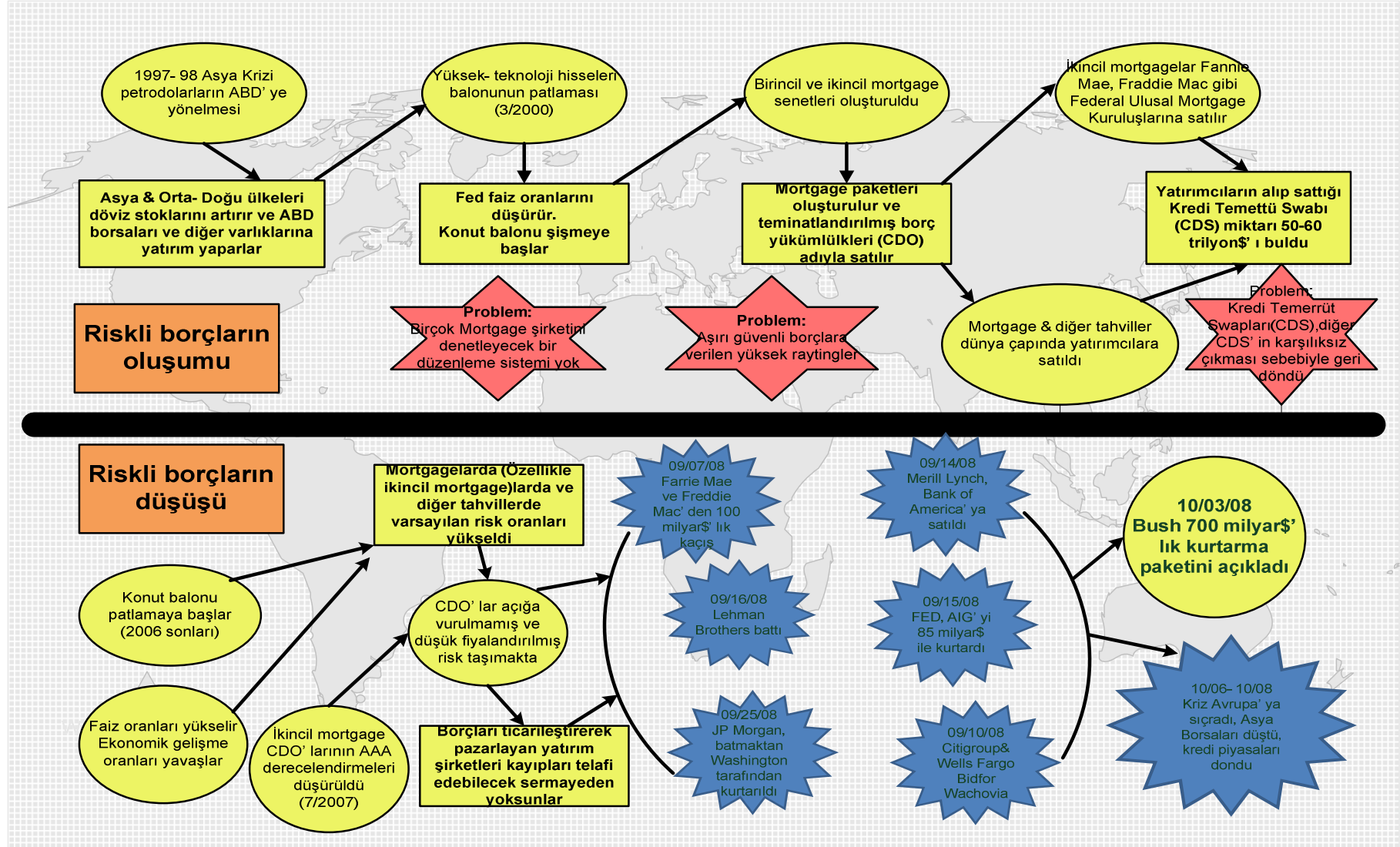
Şekil 2' de görülebileceği gibi, Tayland, Endonezya ve Güney Kore' nin kısa vadeli dış borcunu finanse edebilmek, para birimlerindeki dramatik düşüş ve bozulmuş finansal durumları ile başa çıkmak için IMF' den borç para almak zorunda kaldığı 1997- 98 Asya finansal krizine kadar uzanmaktadır. Bu krizde ülkelerin krize yetersiz döviz rezervi yakalanmaları sebebiyle spekülasyon finansal akımlara karşı koyamamaları sebebiyle başta bu ülkeler olmak üzere birçok ülke Asya krizi sonrası rekor düzeylerde dolar, euro, paund, yen gibi yabancı paraları rezervlerinde tutmaya başlamışlardır. ABD' nin cari açığı ve düşük tasarruf oranı bu durumu kolaylaştırmıştır. 2008 ortalarına gelinmesiyle birlikte dış ülkelerdeki rezerv dolar miktarı sadece Çin' e ait 2 trilyon\$, Japonya' ya ait 1 trilyon\$, Rusya' ya ait 500 milyar\$ ve Hindistan, Güney Kore ve Brezilya' nın her birinde 200 milyar\$ olmak

üzere toplamda 4.4 trilyon\$' a ulaşmıştı. Yabancı rezerv biriktirme bazı ülkelerde o hale gelmişti ki; bu ülkeler rezervlerini ABD hazinesinden ve diğer hükümet tahvillerinden daha fazla kar getiren hakim varlık fonlarına dönüştürdüler.

Asya finansal krizine müteakiben, dünyadaki sıcak paranın büyük kısmı “ileri teknoloji” şirketlerinin hisse senetlerine yöneldi. “Dot- com krizi” olarak adlandırılan bu balon 2000 ilkbaharında patladı ve birçok ileri teknoloji şirketinin özvarlıkları yok oldu.

Dot-com krizinden sonra daha da fazla sıcak yatırım sermayesi sadece ABD' de değil, tüm dünyada konut pazarına yöneldi. Aynı zamanda, Çin ve diğer ülkeler, rezerv birikimlerinin büyük çoğunluğuyla ABD hazine tahvilleri ve diğer menkul kıymetlere yatırım yaptı. Bu durum da Amerikan faizlerinin düşük kalmasına yardım ederek olası ev alıcıları için daha düşük ve daha çekici mortgage kredi faizlerinin korunmasına yönlendirmiştir.

Burada bir problem, mortgage oluşturucular olan mortgage finans şirketlerinin ana amacı bankalar ve diğer finansal kuruluşlardan temin ya da borç alma yoluyla oluşturduğu fonları kullanarak mortgage yazmaktı. Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae gibi kuruluşlardaki çalışanlar performansları göz önüne alınarak, kullandıkları mortgage kredisi kadar maaş primi almaktaydılar; fakat daha sonra batacak verebilecek krediler için hiçbir sorumlulukları yoktu. Dolayısıyla, yöneticilerin yegane amaçları, verilen kredi miktarını maksimize etmek olmuştu. Bu durum, daha fazla Amerikalının ev sahibi olmasını sağlamaya dönük siyasi baskıyla aynı dönemle rastlamaktadır. Tüm bu sebeplerin bir araya gelmesi ile birlikte, Fannie Mae ve Freddie Mac' in borç verme standartları gevşedi ve subprime - eşik altı mortgage oranının artmasına sebep oldu. (Nanto, 2009)



Şekil 3.32 Finansal krizin kökenleri: riskli mortgage ların yükselişi ve düşüşü (Nanto,2009)

İşlemler sonucu artan riski minimize etme çabaları sonucu, CDO' lar **Credit Default Swap – Kredi Temettü Swabı** satın almışlardır. Bunlar borç vericilerin borç zorunluluğunun yerine getirilememesi, iflas, yeniden yapılandırma veya kredi raytingi düşmesi gibi olumsuz ihtimalleri göz önünde bulundurarak mevcut borcu sigortalayan bir kontrat çeşidini gerçekleştiren bir ödünç alma varlığıdır. Taraflar arasındaki iki ödemenin takasını kapsamaktadır. Bir tarafta CDS ödemesi, diğer tarafta sadece kredi temerrüdünün gerçekleşmesi halinde yapılacak ödemedir. Bir araç olarak CDS, anlaşmaya konu olan varlığın temerrüde düşmesi halinde yükümlülüklerinin karşılanmasını sağlar. Bu açıdan bakıldığında sigorta poliçesi olarak değerlendirmek mümkündür. Burada sigorta edilen dayanak varlığın temerrüdüdür.

CDS' lerin alıcıları başvuru varlıkla ilgili bir finansal ilişkiye sahip olmak zorunda olmadıkları için, CDS' ler kısa bir sürede bir sigorta poliçesinden daha yaygın bir spekülasyon enstrümanı olmuşlardır. Kredi olumsuzlukları gerçekleşmedikleri sürece, CDS sahipleri sermayelerinin büyüklüklerine bağlı olarak çok büyük miktarlarda kazanç elde etmişlerdir. Son zamanlarda eşik altı türevlerin çok daha fazla yaygın olmasına rağmen olası olumsuz durumlarda yapılmak zorunda kalabilecek sigorta harcamaları sebebiyle bu swapların düşmemesi sebebiyle CDS' ler teknik olarak aslında sigorta olarak da sayılmamaktadır. CDS satıcıları olası olumsuzluklar sebebiyle oluşabilecek zararları, başa dönüp kayıp zamanında yeni CDS' ler satın alma yoluyla telafi etmişlerdir. Kayıp riski arttıkça, o CDS' i koruma maliyeti de artmaktaydı. Bu sebeple yatırımcılar, yatırım paketlerini risklerini minimize edecek şekilde geniş aralıklı düşük ve yüksek riskli CDS' lerden oluşturarak yüksek getiriler elde etmeye çalışmışlardır. (Nanto, 2009)

2007' de kredi temettü swaplarının değeri, risklerin gerçek değeri bunun küçük bir yüzdesi (%3.5' u) olmasına rağmen, tüm dünya gayri safi yurtiçi hasılasının toplamı olan 54 trilyon\$' dan daha yüksek bir değere, 62 trilyon\$' a ulaşmıştı. CDS' lerin değeri Temmuz 2008' de 54.6 trilyon\$' a, Ekim 2008' de ise 46.95 trilyon\$' a düştü. CDS sistemi dahilindeki firmalar iflaslar başlayana kadarki döneme kadar özellikle eşik altı mortgagelardan çok yüksek karlar elde etmişlerdir. Fakat zamanla oluşturulan muazzam karlar, muazzam kayıplara neden olmuşlar ve Ekim 2008' de kayıplar AIG gibi firmalar için dayanılmaz noktaya gelmişlerdir.

FED'in müdahalesiyle %7'lerden %1'e kadar düşürülen faizler, gayrimenkul yatırımları için uygun ortamı oluşturmuştur. Kredi kuruluşları, kredi geçmişi uygun olmasa bile tüketicilere kredi vererek kârlarını daha da artırma yoluna gitmişlerdir. Yüksek faizle kredi kullananların piyasaya girmesi, gayrimenkul fiyatlarındaki artışı beraberinde getirmiştir. Ancak tüketiciler

hâlâ yüksek faizle kredi Ödemeye razıydılar; çünkü yükselen gayrimenkul fiyatları krediler geri Ödenemese bile gayrimenkulun satışı sonucunda yüksek getiri elde edilmesine imkân sağlıyordu.

Mortgage piyasalarındaki subprime mortgage oram 1996 yılında %9 iken, 2004 yılından sonra hızla artarak 2006'da %20'ye kadar ulaştı. Ancak 2006 yılında gayrimenkul piyasasında başlayan durgunlukla birlikte fiyatlarda da düşüş başladı. Fiyatların daha da yükseleceği düşüncesiyle yüksek faizlere katlanan tüketiciler, zor bir döneme girdi. Özellikle değişken faiz kullanmayı tercih eden yatırımcılar, FED'in faiz artırımı sonucunda yüksek faiz yüküyle karşı karşıya kaldılar. Değişken faiz sistemini tercih edenler başlarda sabit faizli sisteme oranla daha az aylık ödeye de, düşük ödenen kısmın anapara üzerine eklenmesiyle onların da borçları katlanarak arttı. Ayrıca faiz oranlarında belirlenen bir endekse göre yapılan artışlar da, ödemeleri imkânsız hale getirdi. Özellikle bu yöntemi tercih edenler, büyük sorunlarla karşı karşıya kaldı. (Apak ve Aytaç, 2009)

Yaşanan tüm bu gelişmelerin ardından ödeme güçlerinin oldukça üstünde kredi kullanan orta ve dar gelirli grup için kredi ödemeleri neredeyse imkânsız hale geldi. İlk başlarda iyi giden ve kredi kuruluşlarına daha fazla kâr sağlayan subprime piyasasında tehlike sinyalleri daha güçlü çalmaya başladı. Konut fiyatları düştüğünden evini satsa bile borcunu Ödeyemeyecek duruma gelen tüketiciler, tam anlamıyla bir çıkmaza girdi. Kredi kuruluşları bu kişilerin evlerine el koymaya başladı. Kredi borcunu ödeyemeyen pek çok aile evsiz kaldı. El konulan ev sayısında yaşanan büyük artış ve kredi kuruluşlarının bu evleri satıp nakde çevirmek istemesi, konut fiyatlarındaki düşüşü daha da artırdı.

Bu durumu bir örnekle şöyle açıklayabiliriz:(Apak ve Aytaç, 2009)

- 2001 yılında 200 bin dolara ev satın alan bir kişi, bunun 40 bin dolarını peşin, 160 bin dolarını ipotek kredisi (mortgage) ile alsın.
- 3 yıl sonra yeni bir ekspertiz ile evin değeri 300 bin dolara çıkınca, 2. ipotek ile bankadan 100 bin dolar kredi alsın ve bunu başka harcamalarında da kullansın.
- 2005'te başka bir değerlendirme ile evin değeri 360 bin dolar olsun ve 3. ipotek alınarak eve ek tadilatlar yapılsın.
- Bir yıl sonra evin değeri piyasada 360 bin dolar olarak belirleniyordu.
- Aynı bölgede satışa çıkan ev 360 bin dolara alıcı bulamayınca "mortgage" sistemi darbe aldı.

- Evin fiyatı 200 bin doların altına (140 bin dolara) geriledi. Evi için 160 bin dolar ipoteğe giren ev sahibi ödeme yapmadı.
- Alacakları biriken bankalar kaynak bulamayınca malî sistem aksadı.

2001 yılında gayrimenkul sektöründe oluşmaya başlayan balon 2006 yılında patladı ve sektör duraklama dönemine girdi. İnşaat alanında yaşanan durgunluk, bununla bağlantılı birçok sektöre de yansdı. ABD'de başlayan kriz rüzgarı, Avrupa mortgage piyasalarında da etkisini hissettirdi.

Ayrıca, kredi derecelendirme kuruluşlarının CDO'lara verdikleri notların yüksek olduğu yönündeki eleştiriler de artmaya başladı. Kredi derecelendirme kuruluşları S&P ve Moody's, 17 milyar dolardan fazla değer taşıyan tahvilin notunu indirdi. Paralarını fonlardan çekmek isteyen yatırımcı sayısındaki artışla birlikte bu ürünleri nakde çevirmek de zorlaştı. Bu yatırım araçlarının fiyatları oldukça düştü ve milyarlarca dolarlık fonlar nerdeyse değersiz hale geldi. Şirketler paralarını almak isteyen yatırımcılara ödeme yapmak için, hatta fonlarını çevirmek için bile para bulamaz hale geldiler. Sonuçta fonlar donduruldu; bu ürünlere yatırım yapan şirketler büyük zararlar ettiler ya da iflasın eşiğine geldiler. Bu ürünleri teminat olarak gösteren şirketlere kredi kullandıran bankalar da zor durumda kaldılar. Hangi şirketin ne kadar zarara uğradığı konusunda kesin bilgi olmadığından, yaşanan kriz sonrasında bankalar birbirlerine bile kredi vermeye çekinir hale geldi. Piyasalardaki likidite kurudu ve sonuçta subprime mortgage piyasasında başlayan kriz, likidite krizi haline geldi.(Apak ve Aytaç, 2009)

Eylül ile Ekim 2008 küresel finansal krizin şiddetini en fazla hissettirdiği aylar oldu.

Krizin etkileri artık iyiden iyiye kendini göstermeye başlamıştı. İlk batış haberi, Haziran 2007'de ABD'nin beşinci büyük aracı kurumu, dünyanın en büyük hedge fon yöneticisi ve ABD'nin ikinci büyük mortgage tahvilleri ihracatçısı konumunda olan uluslararası yatırım bankası Bear Stearns'den geldi. ABD'nin önde gelen bankalarından Bear Stearns, Mart ayında şirketin tamamını 236 milyon dolar olarak değerleyen hisse başı 2 dolar fiyatla JP Morgan'a satıldı. Şirketin Ocak 2007'deki piyasa değeri 20 milyar dolardı. (Reinhart ve Rogoff, 2009)

ABD'li 158 yıllık yatırım bankası Lehman Brothers 15 Eylülde iflas bayrağını çekti. Banka iflasını açıkladığında toplam varlıklarının değeri 639 milyar dolardı. Aynı gün diğer yatırım bankası Merrill Lynch'e el konuldu ve Bank Of America, bu bankayı 50 milyar dolara satın alacağını açıkladı.

ABD hükümeti, ülkenin en büyük tasarruf ve kredi bankası Washington Mutual'a el koydu, bankanın varlıklarını JPMorgan Chase 1,9 milyar dolara satın aldı. Hükümet bunu takiben Wachovia bankasına el koydu. Bir zamanlar dünyanın en büyük sigorta şirketi olan ABD'li AIG de zor durumda olduğunu açıkladı. AIG, ABD Merkez Bankası (FED) ile 85 milyar dolarlık anlaşmayı imzaladı. Bunun karşılığında ise ABD hükümetinin, AIG'nin hisselerinin yüzde 79,9'unu almasına karar verildi. AIG'e daha sonra yaklaşık 38 milyar dolar daha kredi açıldı. (Reinhart ve Rogoff, 2009)

ABD hükümeti, 700 milyar dolarlık Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı'ndan verdiği 25 milyar dolara ek olarak Citigroup'a 40 milyar dolar sermaye desteği vermeyi kabul etti. ABD'de Federal Mevduat Sigorta Fonu, bu yıl 23 bankaya el koydu. İngiltere'de ise ülkenin 3 büyük bankası olan Royal Bank of Scotland, Halifax Bank of Scotland ve Lloyds' un devletin garantisinde hisse satışı yapmasına, hisselerden alınmayan bölümünün bizzat devletin satın almasına karar verildi. İngiltere'de ayrıca Bradford & Bingley bankası kamulaştırıldı. İngiltere'de hükümet şubat ayında küresel kredi kriziyle batma noktasına gelen Northern Rock bankasını kamulaştırdı.

Küresel krizin Avrupa' daki etkilerini şu şekilde sıralayabiliriz: (Apak, 2009)

- Belçika, Hollanda ve Lüksemburg, mali sıkıntı içindeki Fortis'i kısmen kamulaştırarak iflastan kurtarma kararı aldı. Belçika, Fransa ve Lüksemburg, sıkıntıda Dexia bankasının kredilerine bir yıl süresince garanti vereceğini açıkladı.
- İzlanda'da hükümet, ülkenin üç büyük bankası olan Kaupthing, Landsbanki ve Glitnir'e el koydu.
- Almanya hükümeti, emlak piyasasında ülkenin ikinci büyük kredi sağlayıcısı Hypo Real Estate'nin kurtarılması için toplam 50 milyar avroluk kurtarma planını kabul etti.
- İsveç Ulusal Borç Yönetimi, yatırım bankası Carnegie'ye el koydu.
- İsviçre ülkenin en büyük bankası UBS' yi kurtarmak için 52,8 milyar dolarlık paketi hayata geçirdi. Hollanda hükümeti, mali kriz içindeki ING bankasına 10 milyar avroluk devlet desteği sağlamayı kararlaştırdı.
- Daha sonra gelen olumsuz haber, Avustralya kaynaklıydı. Basis Capital 275 milyon dolarlık, Absolute Capital de 177 milyon dolarlık fonunun çöktüğünü açıkladı.
- Bu olayın ardından Alman IKB Deutsche Industriebank'ın, 11 milyar dolar tutarındaki batık krediler nedeniyle zor durumda olduğu duyuldu.

- Alman hükümeti ve finans sektörü, batan Alman mortgage fonunu kurtarmak için harekete geçti. Alman devlet bankası KfW, IKB'nin borçlarına garanti verdi. Daha sonra ABD'de Swoood Capital 3 milyar dolarlık fonunun, Bear Stearns de bu kez 850 milyon dolarlık fonlarının çöktüğünü açıkladı. Bear Sterns'ün 3 fonundan sonra, Fransa'nın en büyük bankalarından biri olan BNP Paribas'm 1.6 milyar dolar değerindeki 3 fonunu dondurması, krizin Avrupa'ya da yayıldığına belirgin kanıtı oldu.
- Bu gelişmenin ardından ABD, Asya ve Avrupa borsalarında sert düşüşler yaşandı. Blackstone, dünya çapında yaşanan dalgalanmalar ve kredi daralması endişesinin artmasının da etkisiyle, 21.7 milyar dolarlık satın alma fonunu kapatma kararı aldı. ABD'nin önde gelen mortgage şirketlerinden American Home Mortgage Investment Corp, ABD'nin en büyük mortgage kredisi veren kuruluşu Countrywide Financial, dünyanın önde gelen bankaları ve çok sayıda şirket bu krizden yara aldıklarını açıkladılar. ABD'de yalnızca özel mortgage şirketleri değil, devlet garantisine sahip mortgage kuruluşları olan Freddie Mac ve Fannie Mae'i de krizde sarsıldı. Ayrıca İngiltere'nin beşinci büyük mortgage şirketi olan Northern Rock adlı finans kuruluşu da zor duruma düştü.

3.8.3. Kriz Sonrası Durum

Fed, 2007'de başlayan dalgalanma sürecinde 3'üncü defa politika değişikliğine giderek, gösterge ve iskonto faiz oranlarını yeniden düşürmeye başladı ve çeşitli kanallarla piyasaya likidite desteğinde bulundu. İskonto faiz haddindeki indirimine rağmen sistemin eski işleyişine dönmemesi, kuruluşların birbirine borç vermekte tereddüt etmeye devam etmesi üzerine Fed, gösterge faiz oranlarında indirime gitmeye başladı. Federal Açık Piyasa Kurulu yüzde 5.25 düzeyinde olan gösterge faizini 7 defada yüzde 2'ye indirdi. Fed, finansal dalgalanmanın etkilerini en aza indirmek amacıyla birçok yeni likidite sağlama kolaylıkları oluşturdu ve mevcut uygulamalar ile operasyonlarda önemli değişikliklere gitti. Çalkantının yaşandığı son bir yılda Fed'in piyasaların peşinden geldiği, proaktif olmadığı tartışmaları yaşandı. Piyasaların baskısı Fed'e son toplandı faizi indirmeye yetmedi ve Fed gösterge faizi yüzde 2'de bıraktı. Fannie Mae, Freddie Mac ve Lehman Brothers'a 'seyirci' kalan Fed, dünyanın en büyük sigorta şirketi AIG'yi ise iflastan kurtardı (www.ntvmsnbc.com, 23.09.2008)

Kriz, hiçbir zaman yıkılmaz denilen finans sektörünün bazı devlerinin tarih olmasına, bazılarının kamulaştırılmasına ve bazılarının ise kurtarma paketlerinden yararlandırılmasına yol açtı.

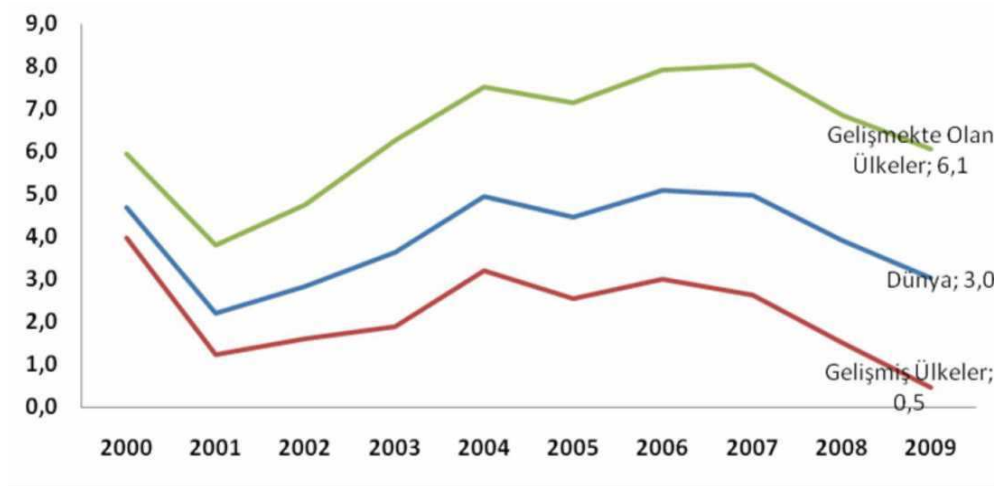
ABD'de küresel finansal krizin hüküm sürdüğü son 15 ayda emeklilik fonlarının değeri 2 trilyon dolar eridi.

Küresel kriz aynı zamanda başta otomotiv sektörü olmak üzere reel sektörü de olumsuz etkiledi. Dünyanın önde gelen otomotiv şirketleri, küresel talebin azalması nedeniyle fabrikalarında üretimi durdurdu ve binlerce işçinin işine son verdi.

Krizden en kötü etkilenen otomotiv şirketleri ise ABD'nin "Üç Büyüğü" olarak adlandırılan General Motors, Chrysler ve Ford şirketleri oldu. Bu şirketlerin ABD yönetiminden istediği 25 ve 34 milyar dolarlık talepleri kabul görmezken, 14 milyar dolarlık kurtarma paketi de ABD Kongresi'nin üst kanadı Senato'da Cumhuriyetçi senatörlerin engeliyle karşılaştı.

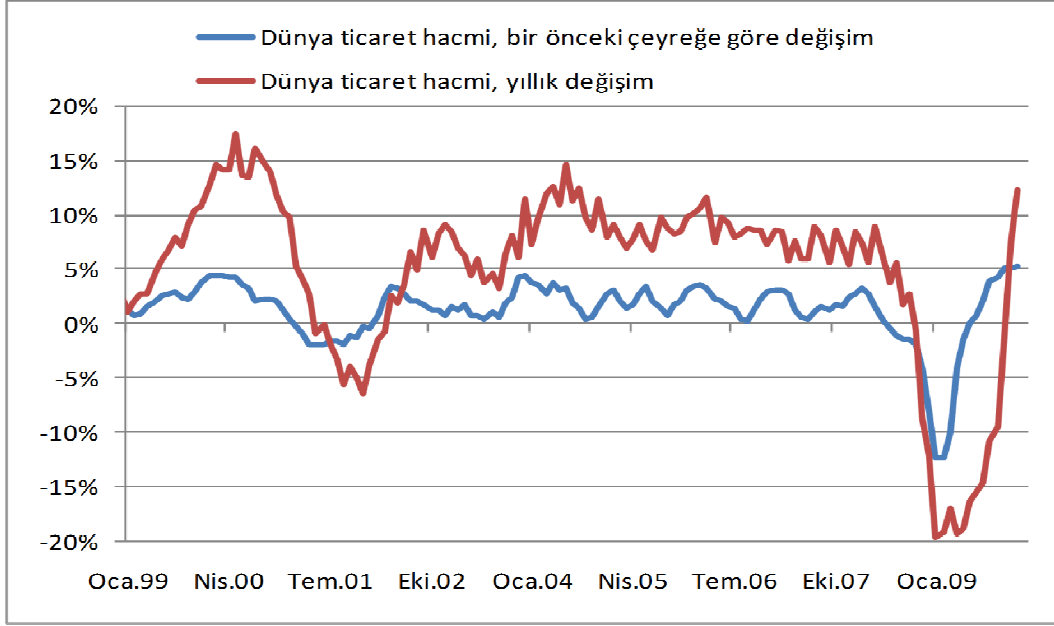
3.8.3.1. Büyüme Oranlarında Düşüşler

Finansal krizin reel ekonomiye yansımaları nedeniyle hem ABD ve Avrupa gibi gelişmiş dünyada hem de gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranlarında azalışlar görülmüştür. Aşağıdaki grafikte 2007 yılından sonra hem gelişmiş ülkelerde hem de gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranlarındaki düşüş eğilimi görülmektedir.

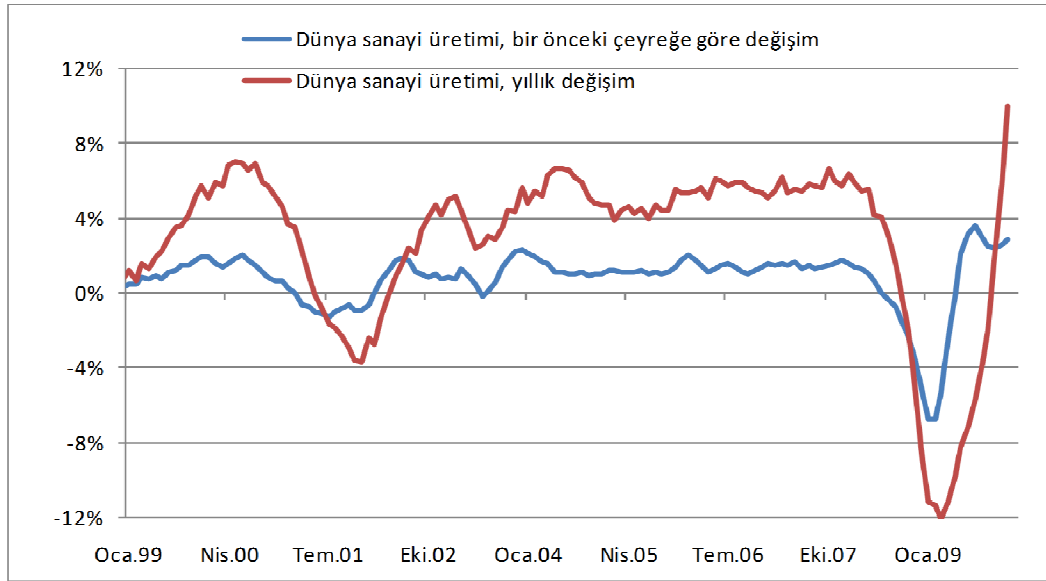


Şekil 3.33 ABD krizi sonrası ülkeler GSYH değişimleri(%) (Alantar, 2009)

Konut kredisi kaynaklı krizler sonrası iyileşmenin bankacılık ve hisse senedi krizlerine göre daha fazla zaman alacağı kabul edildiğinden 2009 yılında da düşük büyüme oranları beklenmektedir.



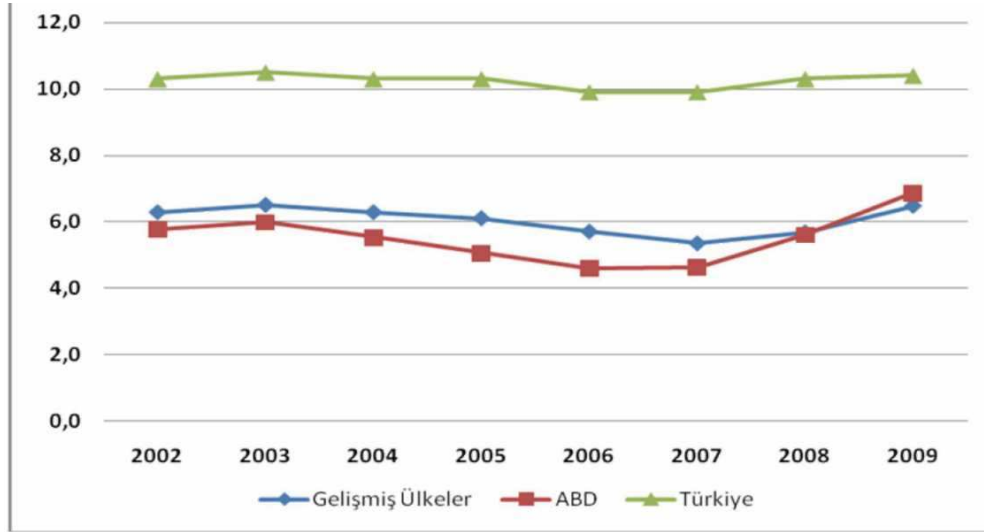
Şekil 3.34 2008 krizi sonrası dünya ticaret hacmi değişimi(Kumcu, 2010)



Şekil 3.35 2008 krizi sonrası dünya sanayi üretimi değişimi(Kumcu, 2010)

3.8.3.2. İşsizlik Oranlarında Artışlar

Küresel kriz işsizlik oranlarını da önemli ölçüde etkilemiştir. Özellikle ABD ve gelişmiş ekonomilerde yukarı yönlü trend göze çarpmaktadır. Türkiye'de ise 2006 ve 2007 yıllarında yüzde 10'ların altına düşen işsizlik oranları tekrar yüzde 10 un üzerinde seyretmeye başlamıştır.

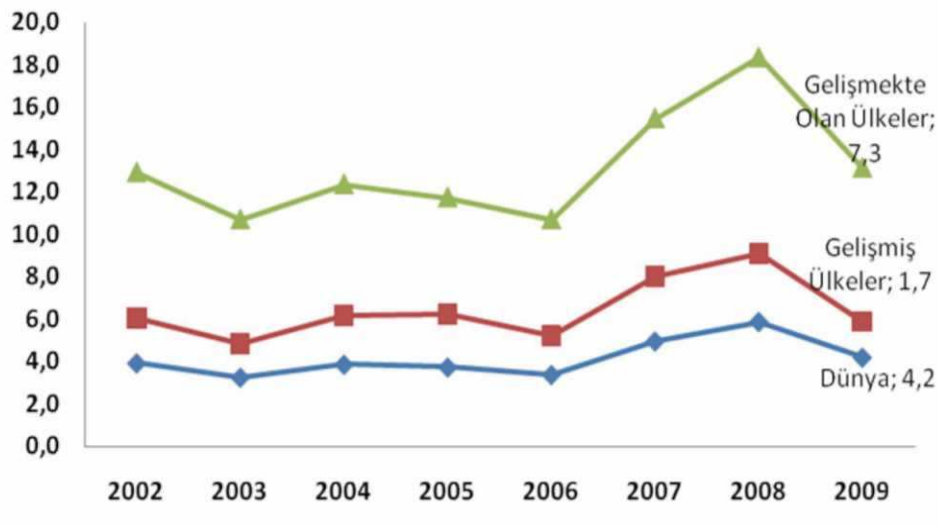


Şekil 3.36 ABD krizi sonrası işsizlik oranları değişimi(%)(Alantar, 2009)

ABD de yaşanan mali çalkantının Türkiye'de istihdama çok büyük bir etkisi olmamıştır. Ancak bu krizle birlikte Türk mali sistemin daha temkinli adımlar atacağını bekleyebiliriz. Özellikle kredi politikasında daha seçici bir bankacılık kesimi ve büyüme konusunda daha az istekli bir mali sektörle karşı karşıya kalabiliriz. Böylece, mali sektörün kendisini koruma refleksi yüksek kredi maliyetleri nedeniyle yatırımlar ve istihdam üzerinde baskı oluşturabilir.

3.8.3.3. Enflasyonist Etki

2007 ve 2008 yılında enflasyondaki yükselme sadece finansal krizden kaynaklanmamıştır. Bu dönem de petrol ve gıda fiyatlarındaki yükselmeler önemli miktarda enflasyonist etkiye yol açmıştır.16 Özellikle enerji talebi hızla artan gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oranları hızla yükselmiştir. 2009 yılında ise petrol fiyatlarındaki düşüş ve krizin etkisinin azalacağından hareketle enflasyonist eğilimlerde düşüş beklenmektedir.



Şekil 3.37 ABD krizi sonrası enflasyon oranları değişimi(%)(Alantar, 2009)

3.8.3.4. Regülasyonlar ve Müdahaleci Yaklaşımlar

Finansal krizin bir diğer sonucu özellikle gelişmiş ekonomilerde regülasyon taleplerinin artması olmuştur. Hedge fonlar gibi hafif şekilde regüle edilmiş riskli araçlardan geleneksel bankacılık operasyonlarına kadar tüm finans alanında yeni regülasyonlar beklenmektedir. Piyasanın tüm sorunlarını kendiliğinden çözeceği veya self-regülasyonlarla yetinilmesi tezi artık dillendirilmemektedir.

Önümüzdeki süreçte düzenleyici denetleyici faaliyetler kapsamında, yeni yasaların çıkarılması, içerden öğrenenlerin ticareti (insider trading) gibi piyasanın kötüye kullanımı faaliyetlerinin kararlılıkla soruşturulması, finansal hizmet sunucularının lisanslanması, sermaye piyasası kurumlarına yeni kayıt mükellefiyetleri getirilmesi müşterilerin ve yatırımcıların korunması için şikâyetlerin ve ihbarların titizlikle değerlendirilmesi gibi hususlarla daha sık karşılaşılacağını öngörebiliriz.

3.8.3.5. Sonuç

Finansal krizi nedeniyle ortaya çıkan likidite sıkışıklığı gelişmekte olan ülkelerin finansal sermayeyi kendilerine çekme konusunda önceki döneme nazaran daha keskin bir rekabet içinde olmalarına yol açacaktır. Siyasi istikrar ve bürokratik engellerin düzeyi gibi değişkenleri sabit kabul edersek bu rekabetin en önemli aracı faiz hadleridir. Dolayısıyla finansal tedirginliğin devam ettiği bir dönemde faiz hadlerinde ciddi bir düşüş beklemek gerçekçi değildir. Türkiye'nin cari açığını sermaye hesabıyla finanse ettiği ve yakın gelecekte de bu finansmana ihtiyaç duyduğu bir dönemde ciddi bir faiz indirimi ihtimali çok zayıftır.

Cari açık konusunda çok daha dikkatli olmamız gereken bir döneme girmiş bulunuyoruz.

Türkiye para ve sermaye piyasalarına yatırım yapan büyük fonlar yatırımlarına devam etmek isteseler dahi likiditedeki daralma nedeniyle bu kararlarını gözden geçirebilirler. Bu da TL'ye olan talebi azaltabilir. Diğer taraftan kurlardaki yükselmeler cari açık üzerinde sınırlı da olsa olumlu bir etkide bulunabilir.

Finansal belirsizliğin uzun sürmesi halinde döviz kurlarındaki artış süreklilik kazanabilir. Bu da ithal hammade ve aramalarının fiyatlarındaki artıştan kaynaklanan bir enflasyona yol açabilir. Ancak bu belirsizlik uzun süre devam etmez ve Türkiye'ye sermaye girişi devam ederse kurlardaki artış sınırlı kalabilir.

Son olarak, krizden çıkış dinamiklerinin krizin oluş dinamikleri içinde bulunduğunu düşünüyoruz. ABD'de konut fiyatları belirli bir düzeye kadar düştüğünde özellikle dış alemden gelebilecek konut talebiyle bankalar ve tüm mali sistem daha likit bir pozisyona geçebilecektir. Bu süreç FED ve diğer büyük merkez bankalarının sisteme likidite aktarımı ile hızlandırıldığında bir toparlanma sağlayabilir. Birleşme ve devralmalarla mali sistemde gerçekleşen konsolidasyon da bu sürece katkı sağlayabilir. Bu noktada aşılması gereken en önemli problem küresel kredi mekanizmasının sadece bankalararası piyasada değil bankacılık sektöründen reel sektöre aktarımını da içerecek şekilde yeniden çalışır duruma getirilmesidir. Diğer yandan doların değer kazanması ve petrol fiyatlarının düşmesi olumlu bir servet etkisine yol açarak harcamaları artırabilir. Bu da krizden çıkışı kolaylaştıracak bir unsurdur. Ancak ampirik çalışmalar göstermiştir ki konut kredisi kaynaklı krizler hisse senedi piyasasındaki krizler ya da kredi daralmalarından kaynaklanan diğer tür krizlere göre daha uzun sürmektedir.

4. TÜRKİYEDE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER

1990'lı yıllarda bir çok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi, Türkiye'de de 1994 ve 2000-2001 yıllarında ikiz krizler yaşanmıştır. Türkiye'nin yaşamış olduğu bu krizlerin ortak özelliklerinden biri, her iki krizin de dış finansal serbestlik ortamında ortaya çıkmış olmasıdır.

Diğer yandan her iki kriz öncesinde de, ekonomide bir taraftan makroekonomik dayanıksızlık bir taraftan da finansal kırılganlık göstergeleri göze çarpmaktadır. Gerçekten de söz konusu iki kriz, zayıf makroekonomik temel yapı ile kırılgan bankacılık sistemi bileşiminin riskli ve tehlikeli olabileceğini açıkça göstermiştir. Gerek kriz öncesi dönemlerde gerekse krizler sırasında, makroekonomik dayanıksızlık ile finansal kırılganlığın karşılıklı etkileşiminin, krizlerin şiddetini artırdığını söylemek mümkündür.

Her iki kriz de geniş çaplı sermaye girişlerinin yaşandığı bir dönemin ardından, bir finansal panik ortamında yoğun sermaye çıkışı esliğinde ortaya çıkmış ve derinleşmiştir. Bu nedenle gerek 1994 gerekse 2000-2001 krizlerinin, birer sermaye hesabı krizi özelliği taşıdıkları ileri sürülebilir.

4.1. 1994 Türkiye Krizi

1980'li yıllardan beri Türkiye, uyguladığı ekonomik reformlarla birlikte liberal ekonomik politikaları benimsemeye başlamıştır. Öncelikle yetersiz denetim ve gözetim altında yürütülen finansal serbestleşme süreci, bilançolarında yüksek riskler taşıyan ve kırılgan bir bankacılık sistemi yaratmıştır. Global finansal piyasalarda serbestlik sağlanmasıyla da, Meksika ve Asya krizlerinde görüldüğü gibi ekonomik krizlerin yapısı değişmiş ve uluslar arası sermaye hareketleriyle ilişkilendirilebilecek para, finans ya da bankacılık krizleri görülmeye başlanmıştır. 1994 ekonomik krizi ise Türkiye için bu krizlerin ilki olmuştur.

4.1.1. Kriz Öncesi Durum

Türkiye ekonomisi 1970'li yılların sonlarına kadar yaşamış olduğu finansal baskı döneminin ardından, 1980'lerin başından itibaren ekonomik reform ve serbestleşme yönünden alınan tedbirlere sahne olmuştur. Söz konusu tedbirlerin bir ayağını oluşturan finansal kesime ilişkin reformlar, artan rekabet sayesinde kaynak dağılımını iyileştirmeyi ve finansal kesimdeki zayıf düzenleyici yapıyı güçlendirmeyi amaçlamıştır. Finansal kesime ilişkin reformlar, 1980'li ve 1990'lı yıllar boyunca devam etmiştir. Bu çerçevede 1985 yılında sermaye yeterliliği, rezerv zorunluluğu, muhasebe ve kamuya açıklama kuralları ve mevduat sigortası ile ilgili

düzenlemeler yapılmıştır. 1989 yılında Basel Komitesinin sermaye yeterlilik oranı kabul edilmiş, batık kredilerin uluslararası standartlara yakın bir şekilde sınıflandırılması yönünde adımlar atılmıştır. Buna karşın sermaye hesabının serbestleştirilmesini amaçlayan tedbirlerin hız kazandığı bu dönemde, bankaların döviz işlemleriyle ilgili düzenlemelerin yetersiz kaldığı söylenebilir. (Balmumcu, 2006)

Türkiye'de sermaye hesabının serbestleşmesi, sermaye piyasalarının gelişiminde önemli bir adım olmuştur. Bu çerçevede ilk olarak 1988 yılının Temmuz ayında yabancı yatırımcılar ile yabancı fonların Türk sermaye piyasasına girişlerine, yerli şirketlerin menkul kıymetlerini alıp satmalarına ve bunlara ortak olmalarına izin verilmiştir. 1989 yılının Ağustos ayında yerleşiklerin belirli limitler dahilinde yurt dışında doğrudan yatırım yapmalarına ve yerleşik olmayanların borsada kayıtlı olan menkul kıymetleri alıp satmalarına ve bunlardan kazanılan gelirlerin yurt dışına transfer edilmesine müsaade edilmiştir. 1990 yılında ise bankaların veya özel finans kurumlarının aracı olarak kullanılması şartıyla yerleşiklerin yurt dışında yabancı kredi alabilmelerine imkan tanınmıştır. 1991 yılına yerleşik olmayanların döviz alımları ve bunların yurt dışına transferi üzerindeki limitler kaldırılmış ve yerleşiklerin Türk şirketleri tarafından ihraç edilmiş olup menkul kıymetleri yurt dışında serbestçe satabilmelerine olanak sağlanmıştır (Ishii vd. 2002: 82).

Dış finansal serbestleşmeye yönelik bu tedbirlerin ardından Türkiye ekonomisi, sermaye girişleri tarafından beslenecek ve 1994 yılına kadar sürecek olan bir genişleme sürecine girmiştir. Bu dönemde sermaye girişleri ve cari işlem açıkları artarken, yerli para reel olarak değer kazanmıştır.

4.1.1.1. Türkiye'ye Kısa Vadeli Sermaye Akışı ve Sebepleri

Türkiye'deki borsanın dünya borsalarının tersine gösterdiği yüksek karlılık avantajları, ihraç edilen hazine bonosu faizlerinin dünya ortalamasının üzerindeki getirileri ve döviz kurlarının baskı altında tutulmasına yönelik girişimler, Türkiye'ye olan sıcak para akımlarını arttırmışlardır. Bu artışı da Tablo: 4.1' de görebilmek mümkündür:

Tablo 4.1 Türkiye' ye yabancı sermaye hareketleri (Milyon\$), (TCMB Üç Aylık Bülten- IV-1997)

Yıllar	Portföy Yatırımları	Sermaye Piy. Sağl. Krediler	Toplam	Artış (%)
1990	547	592	1139	-
1991	623	567	1190	4.4
1992	2411	2806	5217	438.4
1993	3917	3727	7644	6.5

Tablo:4.4'den de görüleceği gibi Türkiye'ye gelen kısa süreli portföy yatırımı şeklindeki yabancı sermaye ile sermaye piyasalarından sağlanan krediler toplamı 1991 yılından başlayarak yıllar itibariyle büyük gelişme göstermiş, özellikle 1992 yılında çok büyük patlama yapmıştır. 1992 yılında orta ve uzun vadeli kredi kullanımları da 1992'nin aynı dönemine göre %38 oranında artarak 4.9 milyar dolara yükselmiştir. Bu gelişmeler sonucunda, cari işlemler dengesinin 6.4 milyar ABD doları açık vermesine rağmen, 1993 yılında resmi rezervlerde 308 milyon dolar artış gerçekleşmiştir. (Parasız, 1995)

4.1.1.1.1. İMKB' nin Yüksek Karlılık Göstermesi

Ülkemizde 1980 sonrası uygulanan para politikaları ile para arzının kontrol altında tutulamaması, bankaların, kamunun ve halkın, genişletici etkileri beklenen çeşitli imkanları sonuna kadar kullanmalarına sebep olmuştur. Sonuçta da ekonomik büyüme hızlanmış, piyasalar canlılık kazanmıştır. İMKB bileşik indeksi 1986=100 hesabı ile 1993 yılı aralık ayında 20.682,89 puana yükselmiştir.

Tablo:4.2'de görüldüğü gibi, 1989 yılında bir önceki yıla göre yaklaşık 7 kat büyüyen İMKB indeksi, 1992 yılında küçük bir gerileme göstermesine rağmen, 1993 yılında tekrar sığrama yaparak 1992 yılının aynı dönemine göre yaklaşık 5 kat artmıştır. 90'lı yıllarda dünyadaki ekonomik durgunluğa paralel olarak dünya borsalarında da bir gerileme ve durgunluğun yaşandığı bir dönemde İMKB'deki bu büyük gelişme uluslararası fonlar bakımından dikkat çekici olmuştur.

Tablo 4.2 İMKB endeksi ay sonu kapanış değerleri (1986/1=100) (TCMB)

Dönemler	İMKB endeksi
1986/12	170.86
1987/ 12	673.00
1988/ 12	373.93
1989/12	2217.66
1990/ 12	3255.75
1991/12	4369.15
1992/ 12	4004.18
1993/ 12	20682.89

Menkul kıymetler borsasının karlılık avantajları sunması yanında, faiz oranlarının yüksek belirlenmesi de ülkemizi kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri için çekici bir konuma getirmiştir. (Akdiş, 2000)

4.1.1.1.2. Türkiye'de Faiz Oranlarındaki Gelişmeler

Türkiye'de 1991 yılından itibaren görülen faiz oranlarındaki gelişmeler de yurtdışı faiz oranları ve getirilerine göre önemli büyüklükler arz etmektedir.

Tablo 4.3 Türkiye' de hazine bonosu faiz oranları gelişmeleri (%),(1988-1993), (TCMB)

Yıllar	6 Aylık Hazine Bonosu	Bir Yıllık Hazine	Tüketici Fiyat	Yıllık Fark
1988	60.6	67.7	73.7	6
1989	44.2	50.8	63.6	12.8
1990	55.1	58.9	60.4	-2.5
1991	71.8	72.9	66.1	6.8
1992	75.6	77.8	70.1	7.7
1993	---	89.2	66.1	13.1

Tablo.4.3' den de izlenebileceği gibi, Hazine bonosu faiz oranları enflasyon oranlarının üzerinde bir getiri sağlamakta, yıllık hazine bonoları alındığında bile reel kazanç 1990 yılı istisna edilirse, %6 ile 13.1 arasında değişmektedir. 1991, 1992 ve 1993 yıllarındaki yüksek yurtdışı faiz oranları, euro piyasalarından Libor artı 1 veya 2 gibi düşük faizlerle borçlanılıp, yurt içinde hazine bono ve tahvillerine yatırım yapılmasını oldukça cazip bir hale getirmiştir. Bu amaçla yurtdışı piyasalardan gerek borçlanma yolu ile ve gerekse sıcak para akışı şeklinde Türkiye'ye önemli miktarda sıcak para girişi olmuştur. (Akdiş, 2000)

4.1.1.1.3. Türk Parasındaki Aşırı Değerlenmeler

1994 krizinden Önce Türk Lirası' nın, yabancı para birimleri karşısında önemli ölçüde değerlendiği de görülmektedir.

Tablo 4.4 Yıllar itibariyle amerikan dolarındaki kur artışı ve enflasyon (%), (Karaçam, 1994)

Yıllar	Dolar Kuru Artışı	Enflasyon	Fark
1987	42.6	38.9	-3.7
1988	65.9	75.3	9.4
1989	27.7	69.6	41.9
1990	28.3	63.6	35.3
1991	59.7	65.9	6.2
1992	65.3	69.9	4.6
1993	72.6	71.1	-1.5

Tablo 4-4' den de görüldüğü gibi, döviz kurlarındaki artışlar 1987 yılı ve krize başlangıçlık eden 1993 yılı hariç bırakıldığında, diğer yıllarda devamlı olarak faiz oranlarının altında seyretmiş, hatta bu düşüklük 1989 ve 1990 yıllarında %35-40 gibi olağanüstü boyutlara ulaşmıştır. Bu çarpıklıkta kamu otoritelerinin, enflasyonu belli bir düzeyde tutmak için çeşitli parasal büyüklüklerdeki artışları yabancı dövizlerle emme gibi bir politika uygulamaları ile ekonomideki aşırı likiditenin yurtdışından düşük faizle sağlanan dövizle gerçekleşmesi de etkili olmuştur. Böyle bir politika sonucunda döviz arzı artmış ve yabancı paraların kurları düşük kalmıştır(Parasız, 1995)

Türk Lirasının reel değer kazancının sonucu, görel olarak ithalat daha ucuz, ihracat ise daha pahalı hale gelmiştir. Böyle olunca ülkenin cari işlem açıklarında hızlı bir artış gözlenmiştir. Ödemeler bilançosunun cari işlemler hesabı 1991 yılında 250 milyon dolar fazla vermişken, 1992 yılında 974 milyon dolar ve 1993 yılında 6433 milyon dolar açık sergilemiştir. Cari işlem açıklarının GSMH' ya oranı 1993 yılının birinci çeyreğinde % 2,7, ikinci çeyreğinde % 5,7, üçüncü çeyreğinde % 2,7 ve son çeyreğinde % 3,4 olarak gerçekleşmiştir. Üstelik bu açıkların finansmanında, portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımları önemli yer tutmuştur. Öyleyse Türkiye ekonomisinin 1994 krizinden önce cari işlem açıklarını, sermaye hareketlerinin en oynak ve istikrarsız kalemleri ile finanse ettiği söylenebilir. Böyle olunca ekonomi sermaye akımlarında ani bir geri dönüşe karşı dayanıksız hale gelmiştir. Nitekim 1994 yılı içinde yatırımcıların bekleyişlerindeki ani kötüleşme sonucunda yaklaşık 4,5 milyar dolar değerindeki yabancı sermaye ülkeyi terk etmiştir. (Balmumcu, 2006)

4.1.1.2. Dış Borçlar ve Uluslararası Rezervler

Artan sermaye girişleri ve cari işlem açıkları karşısında ülkenin dış borç stokunda da hızlı bir yükseliş olmuştur. 1990 yılının sonunda yaklaşık 49 milyar dolar olan toplam dış borç stoku, 1991 sonunda 50, 1992 sonunda 55,5 ve 1993 sonunda 67,3 milyar dolara çıkmıştır. Buna göre 1990-1993 döneminde toplam dış borç stoku % 37,3 oranında artış kaydetmiştir. (Tablo 4-5)

Tablo 4.5 Türkiye’de dış borçlar ve uluslararası rezervler (Balmumcu, 2006)

	Toplam Dış Borç (Milyon Dolar)	Kısa Vadeli Borç (Milyon Dolar)	Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç	Toplam Borç / IR	Kısa Vadeli Borç / IR	Uluslararası Rezervler (Milyon Dolar)
1991	185503	35759	0,193	9,942	1,917	18658
1992	208948	43383	0,208	10,535	2,187	19833
1993	249412	62157	0,249	9,209	2,295	27084
1994	266208	52576	0,197	12,437	2,456	21404
1995	291809	58680	0,201	5,699	1,146	51205

Diğer yandan kısa vadeli borç stokundaki yükseliş çok daha çarpıcıdır: 1990 yılının sonunda 9,5 milyar dolar olan kısa vadeli dış borçlar, 1993 yılının sonunda 18,5 milyar dolara sıçramıştır. Söz konusu sıçrama, yaklaşık % 100'lük bir artışa karşılık gelmektedir. Böyle olunca kısa vadeli dış borçların toplam dış borçlar içindeki payı da keskin bir yükseliş yaşamıştır: 1990 yılı sonunda % 19,3 iken, 1992 sonunda % 22,7 ve 1993 sonunda % 27,5 olmuştur. Dış borçların kısa vadeli borçlar lehine gösterdiği bu gelişim, ülke ekonomisinin bekleyişlerdeki bir kötüleşmeye karşı oldukça dayanıksız hale geldiğini göstermektedir. Zira kısa vadeli dış borçlar, yatırımcıların güven kaybı karşısında çabucak geri çekilmesi muhtemel olan borç stokunu göstermektedir. (Balmumcu, 2006)

4.1.1.3. Bankacılık Sektörünün Kırılganlığı

Dış finansal serbestleşme sürecinde bankaların döviz işlemlerine ilişkin düzenlemelerin yetersiz kalması ve bankaların zayıf risk yönetimleri, bankacılık sisteminin döviz risklerini oldukça yükseltmiştir. Genişleme döneminde yüksek enflasyon ve oynak faiz oranları nedeniyle yerli paraya duyulan güvenin sarsılması sonucunda banka bilançolarının önemli bir kısmı dolarize olmuştur.

Aynı dönemde yurt dışından sağlanan fonların maliyetinin görece olarak düşük seyretmesi, döviz cinsinden bankacılık kesiminin kullandığı kredilerin hızlı bir şekilde artmasına yol açmıştır. Sonuçta bankaların dış yükümlülükleri birkaç yıl boyunca karlı bir şekilde artmıştır.

Mevduat bankalarının dış yükümlülükleri 1991 yılının sonunda 3639 milyon dolar iken, 1992 yılında 6472 milyon dolara ve 1993 yılında 9589 milyon dolara yükselmiştir. Böylece mevduat bankalarının dış yükümlülükleri sabit fiyatlarla 1992 yılında % 82,5 ve % 55,3 oranında büyümüştür. Bütün bu gelişmeler bankacılık kesiminin döviz pozisyonu açığını yükseltmiştir. 1993 yılı sonunda bankaların döviz pozisyonu açıkları 4,6 milyar dolara ulaşmıştır (TCMB 1993).

Türk bankacılık kesiminin döviz pozisyonunun öz kaynaklara oranı 1992 yılının sonunda 80,7 iken, 1993 yılının sonunda 104,8 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 17). Böyle olunca bankaların döviz riski çok yükselmiş ve yerli paranın muhtemel değer kaybına karşı bankaların dayanıksızlığı artmıştır.

Ayrıca yurt dışından nispeten kısa vadelerle toplanan fonlar, gerek döviz gerekse yerli para cinsinden kredilere yöneltilmiş, böyle olunca bankaların likidite riski yükselme eğilimi göstermiştir.

Diğer yandan finansal genişleme döneminde bankacılık kesiminin yurtiçi kredi arzı reel olarak süratli bir büyüme göstermiştir. Mevduat bankalarının yurtiçi kredileri sabit fiyatlarla 1992 yılında % 19,6 ve 1993 yılında % 15,8 oranında büyümüştür. Reel kredilerdeki bu genişleme sonrasında 1992 Kasım ayında % 72 olan kredi/mevduat oranı 1993 Kasım ayında % 88,8'e, 1992 Kasım ayında % 39,8 olan kredi/aktif oranı 1993 Kasım ayında % 42,6'ya yükselmiştir (TCMB 1993).

Banka kredilerindeki reel büyüme, görece daha riskli alanlara yönelik kredilerin toplam krediler içindeki payının artmasına eşlik etmiştir. 1992 ve 1993 yıllarında toplam banka kredilerinin içinde ihracat ve yatırım kredilerinin payı gerilerken, tüketici ve finans kesimi kredilerinin payı yükselmiştir (TCMB, 1993). Bunun sonucunda bankaların kredi ve faiz riskleri yükselmiş, bankacılık kesimi faiz oranlarındaki değişmelere ve muhtemel bir ekonomik durgunluğa karşı daha hassas ve dayanıksız hale gelmiştir.

Tablo 4.6 Türkiye’de dış borçlar ve uluslararası rezervler (1992-1994), (Balmumcu, 2006)

	1992	1993				1994			
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Toplam Krediler/ Toplam Aktifler	41.8	41.2	42.0	41.8	41.4	39.1	35.6	33.9	39.1
YP Likit Aktifler/ YP Yükümlülükler	49.6	42.0	45.4	42.3	51.6	44.6	49.3	52.2	51.9
Döviz Pozisyonu/ Öz kaynaklar	80.7				104.8				26.6
Takipteki Krediler/ Toplam Krediler	3.4	3.2	2.9	3.0	3.1	3.3	4.7	4.9	4.1
YP Aktifler/ YP Yükümlülükler	86.8	81.0	83.2	82.8	84.6	84.8	95.0	96.5	96.5

4.1.1.4. 1994 Krizi ve Spekülasyon

Türkiye'nin 1994 yılında yaşadığı kriz de netice itibariyle uluslararası sıcak paranın yol açtığı bir olgudur. Son on yılda Türkiye'ye giren sermaye 32 milyar dolardır. Bu miktarın 14 milyar doları cari işlemler ve cari açığın telafi edilmesinde kullanılmıştır. Geriye kalan 18 milyar doların da ödemeler dengesi dışındaki faaliyetleri finanse ettiği düşünülebilir. 18 milyarın 7 milyar dolarını merkez bankası kendi borçlanması ile sağlamıştır. Bu durumda Türkiye'ye merkez bankasının borçlanması ve ödemeler dengesinin finansmanı amacı dışında 11 milyar dolarlık bir sermaye girişi gerçekleşmiş olmaktadır. Türkiye'nin 1994'te krize uğramasının sebeplerinden biri, tabi ki o günlerde hatta daha önceden başlayan birtakım spekülasyon girişimleridir. Türkiye 1994'te bu 11 milyar doların teşekkülüne katkıda bulunan ve orada aşırı değerlendirilmiş olan bir Türk Lirası'na yakalanmış, bunun da bedelini ödemiştir. (Uygun, 2001)

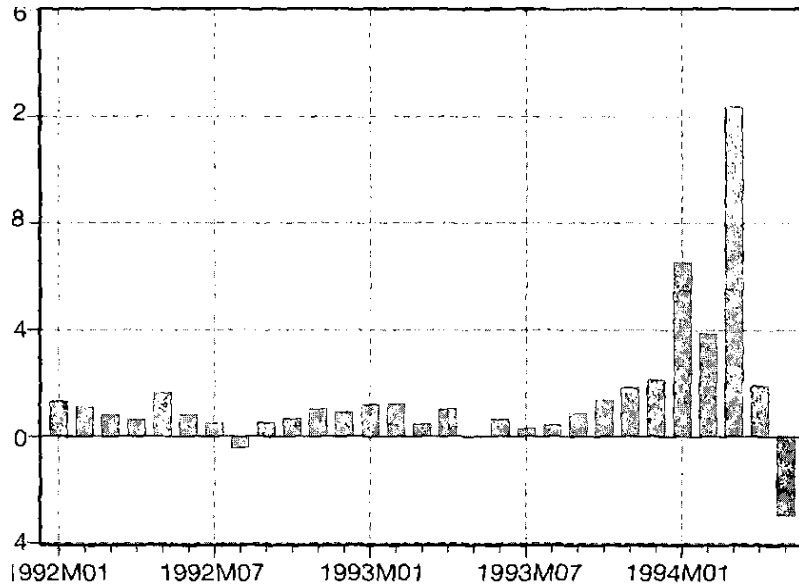
4.1.2. Krizin Gelişimi

1994 krizinin başlangıcında bekleyişlerin kötüleşmesine katkıda bulunan faktörlerden biri, Ocak ayının ortasında kredi derecelendirme kurumları tarafından Türkiye'nin kredi notunun düşürülmesi olmuştur. Ülkenin kredi notunun düşürülmesi, yabancı yatırımcıların ülkeye yatırım yapma konusundaki düşüncelerini olumsuz yönde etkilemiştir. Böyle olunca bir taraftan sermaye girişlerinde keskin bir geri dönüş yaşanmış, bir taraftan da döviz mevduatları geri çekilmeye başlamıştır. Bu durum karşısında bankalar mevduat geri çekişlerini karşılamak ve döviz açık pozisyonlarını kapatmak için döviz alımına geçmişlerdir. Sonuçta faiz oranları hızla yükselmiş ve yerli para önemli ölçüde değer kaybetmiştir. (Balmumcu, 2006)

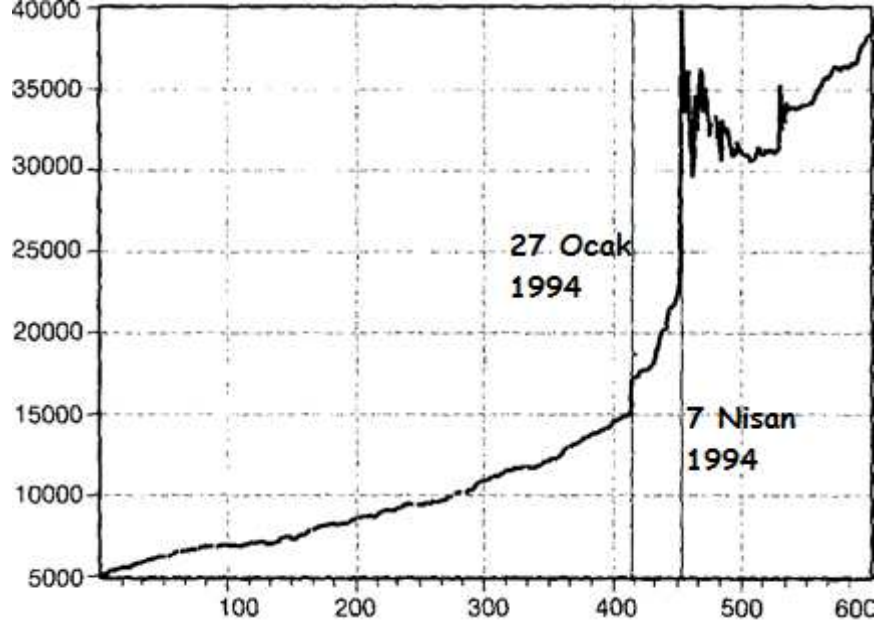
Merkez Bankası kurdaki bu yükselişi önleyebilmek için 3 milyar dolarlık döviz satarak döviz rezervlerinin yarısından fazlasını kaybetti. Bankalar arası para piyasasında 1993 yılında yüzde 70'ler düzeyinde olan gecelik faiz yüzde 700'leri gördü. 1993 yılının özellikle ilk yarısında kamu açığını finanse etmek üzere piyasalardan borçlanmakta zorluk çekmeyen Mazine, 1993'ün sonlarına doğru borçlanamamaya başladı. Teknik deyişle "borçlanma piyasası kurudu". Bu keskin hareketler 1994 yılının özellikle Ocak-Nisan döneminde yoğunlaştı. (Özatay, 2009)

O dönemde geçerli olan kur rejimi IMF'nin resmi tanımına göre "yönetilen dalgalı kur rejimi" idi. Günlük kurlar, Merkez Bankası'ndaki kur belirleme seanslarında belirleniyordu. O dönemde şimdilerde artık unutulmuş bir terminoloji geçerliydi. Merkez Bankası'ndaki seanslarda belirlenen kura "resmi kur" deniliyordu. Bir de serbest piyasada (Tahtakale'de) belirlenen kur vardı; "piyasa kuru" olarak tanımlanıyordu.

Piyasa kurunun resmi kurdan önemli ölçüde saptığı dönemler piyasada "bir şeylerin döndüğü" dönemlerdi. 1992'de piyasa kuru ile resmi kur arasında önemli bir fark yoktu; ortalamada piyasa kuru yüzde 0,76 oranında daha yüksekti. 1993'ün tümüne bakıldığında bu fark sadece yüzde 0,97 idi. Oysa yılın sonlarına doğru bu fark açılmaya başladı. Mesela aralık ayında fark yüzde 2,1'e yükseldi. 14 Ocak 1994 günü fark yüzde 5,4'e; bir işgünü sonra yüzde 8,9'a ve iki işgünü sonra ise yüzde 22,9'a çıktı. Ocak ayının sonuna doğru resmi kur da yükselmeye başladı ve iki kur arasındaki fark kapandı. Ancak, döviz piyasasındaki çalkantılar nisan ayının ortalarına kadar sürdü (Şekil 4-1 ve Şekil 4-2).



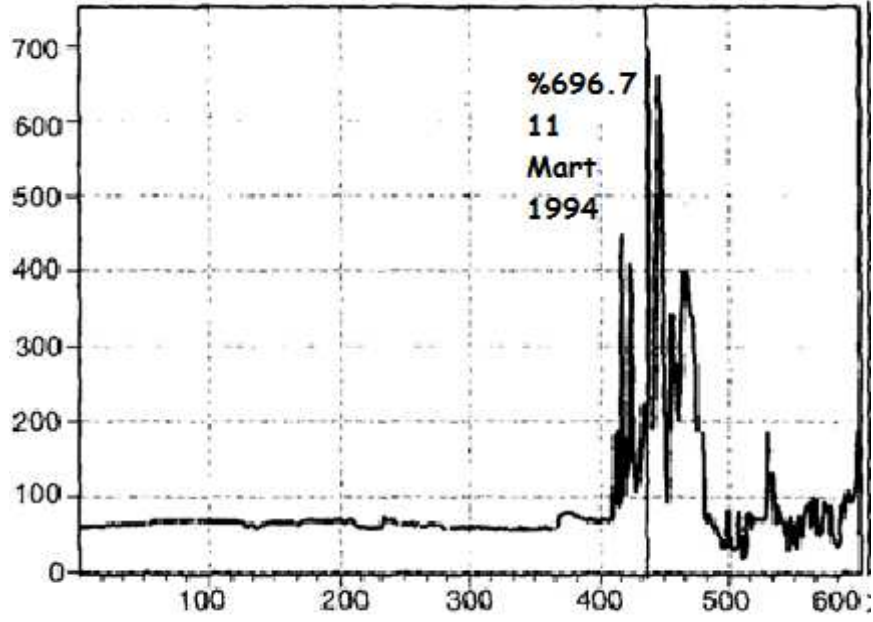
Şekil 4.1 Piyasa döviz kuru ile resmi döviz kuru arasındaki aylık ortalama fark(TCMB)



Şekil 4.2 1992 Ocak-1994 Aralık resmi döviz kuru değişimi (TCMB)

5 Nisanda istikrar paketi açıklanırken Merkez Bankasının artık piyasaya müdahale etmeyeceği ve faizlerin serbestçe belirleneceği kamuoyuna duyuruldu. Buna karşın, Merkez Bankası 5 Nisanda yüzde 150 dolaylarında olan gecelik faizi 6 Nisanda yüzde 90'a indirdi. Piyasaların bu suni harekete tepkisi şiddetli oldu. Dolar kuru bir günde 31 898 liradan 39 852 liraya sıçradı. Yılbaşına göre kur yaklaşık yüzde 175 oranında artmış oldu. Grafik 2'de liradan altı sıfır atılmadan önceki birimlerle dolar kurunun 1992 başından 1994 sonuna kadar olan seyri resmediliyor. İlk dikey çizginin olduğu noktada 26 Ocak günkü seansta belirlenip 27 Ocak için geçerli olan kuru, ikinci dikey çizginin olduğu noktada ise yine bir gün önce belirlenip 7 Nisan için geçerli olan resmi kuru görmek olanaklı. (Özatay, 2009)

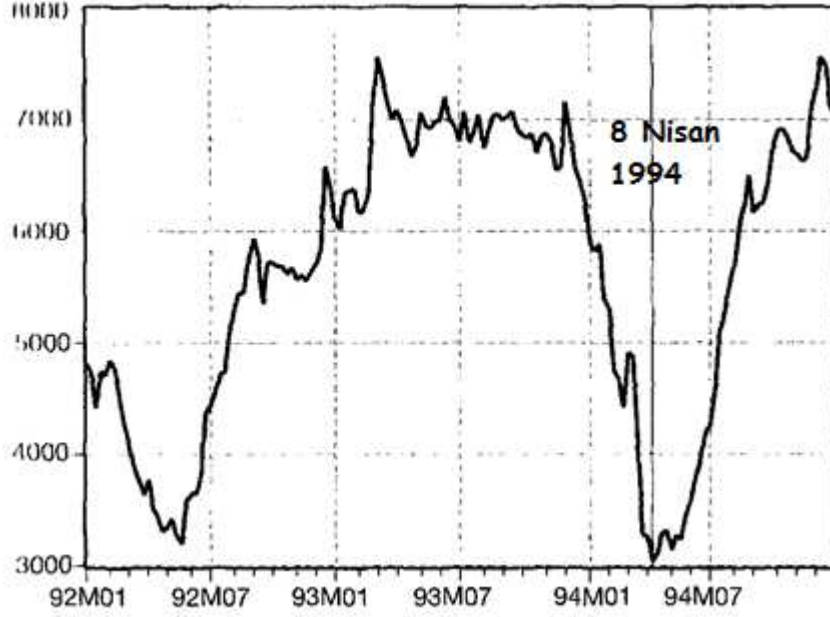
Bankalar arası gecelik borçlanma piyasasındaki faizler de kurdaki hareketleri aratmadı; benzer sıçramaları faiz de gösterdi (Grafik 3). İlk sıçrama 20 Ocak 1994'te. Bir gün önce gecelik faiz yüzde 70 düzeyinde, ertesi gün yüzde 112, üç işgünü sonra da yüzde 185'e ulaşıyor. 1994 krizimizin rekor faizi 11 Mart günü gerçekleşiyor: Yüzde 697. Sonra piyasa biraz yatışıyor. Yatışmadan kasıt faizlerin nisan başında yüzde 150' ye kadar düşmesi. Sonra yukarıda değinilen faizi suni biçimde düşürme inadı hâkim oluyor ki bu inadın krizde önemli bir rolü var ve faiz iki gün içinde yüzde 211'e sıçırıyor. Bankalar arası borçlanma piyasası ancak Mayıs sonunda yatışıyor ve gecelik borçlanma faizleri 27 Mayıs 2004' te yüzde 80'e düşüyor (Özatay, 2009).



Şekil 4.3 1992 Ocak-1994 Aralık bankalar arası gecelik borçlanma faizi % değişimi (TCMB)

Bu piyasada faizlerin sıçraması gecelik kaynak ihtiyacında olan bankaların o kaynağı bulmakta çok zorlandıklarını gösteriyor. Kimse kimseye güvenmiyor. Ayrıca, ertesi gün kendisinin ne durumda olacağını bilmediğinden elinde gecelik boşa para da olsa, kaynak ihtiyacındaki bankaya o parayı satmıyor.

Merkez Bankası rezervlerine baktığımızda göreceğimiz üzere, 1993 sonunda yapılan vahim hatalar nedeniyle, artık kaçınılmaz olan sonu umutsuzca önleme çabaları döviz rezervlerinde çok ciddi hareketlenmelere sebep olmuştur. Grafik 4'te Merkez Bankası'nın döviz rezervlerinin 1992-1994 dönemindeki haftalık seyri gösteriliyor. Döviz rezervinin 1993 yılındaki ortalama düzeyi 6,8 milyar dolar. Yılın sonuna doğru biraz sonra tartışacağımız nedenlerle hafif hafif rezervde azalma oluyor. Sonra bu hareket şiddetleniyor ve 8 Nisan 1994'te Merkez Bankası'nın döviz rezervi en düşük düzeyine iniyor: 3 milyar dolar. Dikkat ederseniz az önce belirtildiği gibi o hafta içinde faiz ve kurda sıçrama var. Sonra IMF ile anlaşma yapılıyor, rezervler de artıyor. Fakat iş işten geçmiştir. (Özatay, 2009)



Şekil 4.4 Merkez Bankası'nın döviz rezervi değişimi. (TCMB)

Yasa çıkmadan, bu beyanatlar üzerine, Merkez Bankası Başkanı ve iki yardımcısı ağustos 1993'te görevlerinden ayrıldılar. Faizlerin yüksek bulunması ve düşürülmesi isteği salt niyet olarak kalmadı.

Hazine borçlanma faizlerine baktığımızda ise, daha acıklı bir durumla karşılaşmaktayız. 1993 yılında hükümet %85' lerdeki borçlanma faizlerini çok yüksek bulmaktaydı. Bu amaçla "Faiz düşürme operasyonu" sonbaharda başladı. 1993 sonuna kadar olan dönemde Hazine her çarşamba bir borçlanma ihalesi gerçekleştiriyordu. Eylül ve ekim aylarında bankalardan gelen satın alma tekliflerinin çok azı karşılandı; Hazine borçlanmasını en alt düzeyde tuttu. Kasım ayında dört ihaleden üçü iptal edildi. Aralık ayında ise beş ihale vardı, dördü iptal edildi

Bir ihalenin iptal edilmesi o ihalede Hazine'nin borçlanmaması anlamına geliyor. Hazinenin borçlanma ihalelerini iptal etmesinin sebebi borçlanma ihtiyacının ortadan kalkması değildi: hazine %90' lık faizi fazla bulmuştu. Ancak ne yazık ki, yüzde 90'a razı olunmazken kriz çıktıktan sonra yüzde 400 ile borçlanmak zorunda kalınmıştır. Hem de bir ay vadeyle. (Özatay, 2009)

Yükselen faiz oranları ve Türk Lirasının değer kaybı, bankaların bilançolarında çok olumsuz etkiler yaratmıştır. Nisan ayı içinde yaşanan bankaya hücum, yabancı bankalara ve yurtiçi müşterilerine olan yükümlülüklerini yerine getiremeyen üç orta büyüklükte bankanın kapanmasına sebep olmuştur. Bu bankaların kapatılması ise mevduat geri çekişlerini daha da hızlandırmış ve yerli paranın değer kaybı devam etmiştir. Finansal kesimde güvenin yeniden tesis edilmesi için Merkez Bankasına, sıkıntıya giren bankaların sermayelerinin % 200'ü kadar

likidite desteği verme yetkisi verilmiştir (Ishii vd. 2002). Nihayet daha geniş olekli bankaya hucumlar, Mayıs ayında Türk Lirası ve döviz mevduatlarına % 100 devlet garantisi getirilmesi sayesinde nlenebilmiştir.

4.1.3. Ekonomik Toparlanmanın Sağlanması abaları ve 5 Nisan Kararları

1994 yılı başında Türkiye yeniden bir ekonomik krizin içme girmiş, uzun bir süre istikrarlı görünen dolar-TL paritesi ciddi şekilde bozulmuş, enflasyonist beklentiler büyük lde artmış, hazine iende borçlanamaz duruma gelmiştir. ABD' li kredi değerlendirme kurumlarının Türkiye'nin kredi değerliliğini arka arkaya düşürmesi sonucu dış kredi bulma imkânı da kalmayınca siyasal iktidar bir ekonomik istikrar paketini yürürlüğe koymuş ve hemen peşinden IMF ile 14 aylık bir standby düzenlemesine girilmiştir.

5 Nisan 1994 tarihli ekonomik istikrar programının başlıca hedeflen şunlardır:

- i.** Ek vergi alınarak kamu gelirlerinin artırılması,
- ii.** Kamu giderlerinin, ücret artışlarının enflasyonun altında tutulması da dahil olmak üzere çeşitli bütçe kısıntıları yoluyla dşrilmesi,
- iii.** (1) ve (11)'de konu edilen önlemler sonucu konsolide bütçe açığının ve dolayısıyla kamu kesimi harcama gereğinin (PSBR) dşrilmesi,
- iv.** TL' nin dolar karşısında değer kazanmasının önlenmesi,
- v.** Hazine borçlanmasını çekici hale getirebilmek için başlangıçta enflasyonun çok üstünde bir faizle kâğıt satılması ve zaman içinde bu faizin dşrilmesi.

Bütün bu önlemler sonucunda da enflasyonun makul düzeylere indirilmesi temel amaç edinilmiştir.

Uygulanmaya başlanan bu program yukarıda sayılan hedeflerin bir bölümüne kısa zamanda ulaşmış, ihracat artışına ithalat daralmasının eşlik etmesi sonucu dış ticaret açığı klmş ve bunu izleyerek cari işlemler dengesi pozitif bir dengeye dnşmştir. Faizler yeniden serbest bırakılmış ve hatta çok yüksek faiz artışları başlangıçta teşvik edilmiştir. Bu tür maliye politikası ağırlıklı bir ekonomi politikasından beklendiği üzere reel GSMH 1994 yılının ikinci 3 aylık bölümünde % 10,5 oranında azalma göstermiş, yılsonu gerçekleşmesi % 6 dolayında bir klmeyle sonuçlanmıştır.

1995 yılı ekonominin yeniden büyümeye yöneldiği bir yıl olmuştur. 1995 yılı GSMH reel büyümesi % 8,1'lık bir büyümeyi ortaya koymaktadır. Buna karşın fiyatlar genel düzeyinde

ilk başta görülen düşme trendi kısa zaman sonra geçmişe göre daha da büyük bir artma eğilimi içme girmiştir. 1994 yıl sonu itibariyle 12 aylık toptan eşya fiyatları endeksi % 150 olmuştur. Bu oran bir önceki 12 aylık döneme göre yaklaşık 2 misli bir artışa işaret etmektedir. Fiyat artışları 1995 yılında yeniden istikrar programı öncesindeki düzeyine donmuş ve % 70'ler dolayında gerçekleşmiştir.

Dövizle olan akımı kesmek ve kısa dönemli kamu borçlarını ödeyebilmek için Mayıs 1994 tarihinde %400 faizli borçlanma kağıtlarını piyasaya sürmek zorunda kaldı. Dengeleri düzeltmeden yapay yolla faiz oranlarını düşürme çabası faiz oranlarında çok daha yüksek oranda bir sıçramaya neden olmuştu. (Kepenk ve Yentürk, 2003) Böylece enflasyonun nedeni olarak teşhis edilen hastalıkların tedavisi daha önce ortaya koyduğumuz modele uygun bir biçimde GSMH gerilemesine neden olurken bir yandan da ilginç bir şekilde enflasyonu yükseltici sonuçlar vermiştir.

Bu şaşırtıcı sonucun nedenlerini şöylece sıralamak mümkündür (Eğilmez, 2010):

- i.** Maliye politikası önlemleri tek başına uygulanmış, piyasadaki aşırı likiditeyi düşürmeye yönelik para politikası araçları uygulanmamıştır. Hazine, Merkez Bankası'ndan doğrudan para kullanmaya devam etmiş, Merkez Bankası bankalara yönelik kredilerini artırmış, sonuçta bankalar bu kredilerle kısa vadeli yüksek faizli hazine kâğıtlarını alarak hazineye borç vermişlerdir. Böylece geçmişte tek başına uygulandığı için sınırlı sonuç vermiş bulunan para politikası terk edilerek yerime maliye politikasının uygulamaya konulması yoluyla bu iki politikanın birlikte uygulanmaması hatasında ısrar edilmiştir.
- ii.** Siyasal iktidara duyulan güvensizlik, ekonomik istikrar programının yürürlüğe konmasından sonra da devam etmiş, mevcut iktidarın ve dolayısıyla uygulanan istikrar programının uzun omurlu olmayacağını düşünen ekonomik aktörler beklentilerini olumlu bir çerçeveye dönüştürmemişlerdir. Böyle olunca da yeni klasik iktisatçıların "beklenti ne yönde ise gerçekleşme de o yönde olur" tezine uygun sonuçlar alınmıştır.
- iii.** İstikrar önlemleri uygulaması sırasında kurumsal yapılanmaya ilişkin önlemler alınamamış, hatta tam tersine söz konusu önlemleri uygulamakta en büyük ağırlığa sahip olması gereken hazine, Anayasa Mahkemesi' nin kuruluş kanununu iptal etmesi ve siyasal iktidarın yeni bir kanunu uzun süre yürürlüğe koyamaması sonucu kanunsuz olarak yönetilen bir kurum haline gelmiştir. Bu gelişme, 1994 yılının ikinci yarısı boyunca mevcut belirsizlik ortamını daha da artırmış ve beklentilerin daha da olumsuz yönde etkilenmesine yol açmıştır.

- iv. Kamu tercihi okulunun öngörülen doğrultusunda, milletvekillerinin baskıları artmış ve Türkiye için hazırlanan bir istikrar programının temel öğelerinden bin olan sübvansiyonların daraltılması politikasından hedeflenen amaca göre önemli oranda sapma gösterilmiştir.
- v. Bütün bu belirsizlikler içinde hazine kısa vadeli borçlanmayı sürdürmeye mecbur kalmış ve bu gelişme ortamın belirsizliğini artırmaya katkıda bulunmuştur. Artan belirsizlik faizlerin yüksek düzeyde kalmaya devam etmesine yol açmış, hazine borçlanması giderek daha pahalılaşmaya başlamıştır.
- vi. 1994 yılı sonlarına doğru Türkiye önce ara seçim, sonra da erken genel seçim havasına girmiş, bu gelişme siyasal iktidarın ömrünü tamamlamak üzere olduğu ve dolayısıyla uygulanmaya çalışılan istikrar programının terk edileceği inancının yerleşmesine yol açmıştır.

Özetle 5 Nisan kararları, yukarıda ortaya koymaya çalıştığımız çerçeveye göre eksik alınmış, kamuoyu nezdinde güvenilirliğini yitirmiş bir siyasal iktidar tarafından, kurumsal düzenlemelere gitmeksizin ve hatta mevcutların da bozulmasıyla birlikte yürütülmeye çalışılmış kararlardır. 5 Nisan 1994 kararları, çerçevesi tam belirlenmeden, siyasal ve yapısal olumsuzluklar giderilmeden uygulamaya sokulmuş ve başarısız sonuçlar alınmış bir ekonomik istikrar programı örneği olarak tarihe mal olmuştur. Söz konusu kararların asıl önemli olumsuz etkisi, sonraki istikrar önlemlerine inancsızlık için bir altyapı oluşturması biçiminde ortaya çıkmıştır.

5 Nisan kararları olarak anılan istikrar tedbirleriyle Türk Lira'sının değeri Dolar karşısında serbest dalgalanmaya merkez bankasından kullanabileceği avans düşürülmüştür. 5 Nisan kararlarının uygulanmaya bırakılmış, enflasyonu hızlı bir biçimde indirebilmek için önlemler alınmıştır, kamu harcama ve yatırımlarında büyük düşüşler gerçekleştirilmiştir. Bankalardan yaşanan mevduat kaçışının önlenmesi için mevduatlara sınırsız devlet garantisi getirilmiştir, hükümetin başlamasıyla Türk Lirası büyük değer kaybı yaşamış olsa da yıl içerisinde bir miktar değer kaybetmiştir. (Çolpan, 2008)

Kriz sonucunda 1994 yılında Türk ekonomisinde GSYİH %5 oranında küçülmüş, enflasyon oranı ise %106'ya yükselmiştir. 5 Nisan kararları etkisiyle enflasyon oranı %88 e gerilemiştir. Yaşanan spekülasyon ataklarının sırasında bankalar arası piyasada gecelik faiz oranı %1000'lere çıkması bankacılık sektörünü sarsmıştır. Üç özel banka yükümlülüklerini yerine getiremedikleri için kapanmıştır. İMF ile imzalanan 1994 yılındaki 343 milyon ve 1995 yılında imzalanan 684 milyon dolarlık yardım alınmıştır. Alınan borçlar sayesinde GSMH

ancak %3 oranında artmıştır. Makroekonomik göstergelerin kötüleşmesi, yurtiçi ekonomik politikalarda yapılan önemli yanlışlıklar krizi kaçınılmaz kılmıştır. (Özer, 1999)

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 belirtilmiş ve bütçe açıklarının para ile finanse edilmesi ve parasallaşmanın giderek artmasının kaçınılmaz sonu, krizi getirdiği 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. Sonuç olarak Türkiye’de yaşanan 1994 ekonomik krizi birinci nesil kriz modelleriyle açıklanabilen bir para krizidir.

4.2. 2000 Kasım Ve Şubat 2001 Krizleri

2000 yılına Türkiye yeni bir ekonomik program ile girdi. IMF desteğini de arkasına alan bu programın en çarpıcı unsurlarının başında artış hızı önceden açıklanmış bir döviz kuru rejimini içermesi geliyordu. 2000'in başından başlayarak 1,5 yıl boyunca döviz kurunun günlük ne değerler alacağı önceden açıklandı. Bu süre sonundan itibaren ise giderek genişleyen bir aralık içinde dalgalanacaktı kur. Temel amaç enflasyonla mücadeleyi sadece sıkı maliye ve para politikasına bırakmamak, onları enflasyonda oluşan ataleti kırarak başka mekanizmalarla da desteklemektir. Daha önce 1985 İsrail ve 1989 Meksika programlarında da bu tür heterodoks programlar uygulanmış ve başarılı olunmuştu. "Heterodoks" sözcüğü Ortodoks yaklaşımın dışında bir ekonomi politikası uyguladığını ifade ediyor. Ortodoks bir istikrar programı kabaca sadece mali ve parasal disipline dayanır; oysa heterodoks programda bu olmazsa olmaz çifte disiplinin yanı sıra bir de fiyat, kur ve ücret artışlarının geçici bir süreliğine sınırlanması vardır. Ancak Türkiye'nin uygulayacağını açıkladığı programda çok muhtemelen işçi sendikaları ve işverenlerle anlaşma yapmanın mümkün olmadığı düşünülerek, ücret ve fiyat artışı sınırlamalarına yer verilmiyor, yük sadece kur rejimine bırakılıyordu. Bu nedenle bu programı "mahcup heterodoks program" olarak adlandırabiliriz. (Kazgan, 2008)

Ayrıca, IMF programlarında gelenekselleşen bir parasal kontrol de vardı Merkez Bankası bilançosu üzerine. Merkez Bankası’ nın döviz rezervlerini artırarak parasal genişlemeye gitmesine izin veriliyorken, içeriye, özellikle de kamuya kredi açarak parasal genişlemeye

gitmesine izin verilmiyordu. Bu asimetrinin arkasındaki ilk temel neden, kamuya kredi açılması yoluyla oluşacak parasal genişlemenin para arz fazlasıyla sonuçlanacağı düşüncesi idi. Zira bu yolla piyasaya çıkacak para, talep edilmeyen (karşılığı olmayan) bir para olacaktı. Oysa döviz olarak sisteme çıkarılan para, para arz fazlası oluşturmayacaktı, ikinci temel neden ise uygulanan kur rejiminin yüksek düzeyde bir rezerv gerektirmesi idi. Ayrıca, döviz rezervlerinin düzeyi, uygulanan kur rejiminden bağımsız olarak mali piyasalara güven vermek açısından önemliydi. (Kazgan, 2008)



Şekil 4.5 Türkiye'nin kredi riskinin değişimi (JP Morgan, 2002)

Kriz öncesi ve sonrasında Türk Bankacılık sisteminin yapısal niteliklerine girmeden önce, İstikrar Programı'nın gelişimini seçilmiş bazı makroekonomik göstergeler yardımıyla izleyebiliriz (Yay vd.2004):

- Her şeyden önce, Türkiye'nin temel makro ekonomik göstergeleri, büyüme ve enflasyon oranlarının seyri son derece istikrarsızdır.
- Kredi/Mevduat oranı gelişmeleri, ekonomide talebin nasıl arttığının iyi bir göstergesi. Ayrıca tüketici kredileri dört kat artmıştır.
- İstikrar programının kırılganlığını artıran en önemli değişken olan faiz oranının değişkenliği önemli boyutlara varmıştır.
- Tartılı Efektif Döviz Kuru'nun seyri, programın ilk altı ayından itibaren, TL'nin değer kazandığını göstermektedir.

- Ekonomideki menkul değerlerin fiyatlarındaki gelişmelerin temel göstergelerinden biri olan İMKB indeksinin seyri, programın ilk üç ayında bir yükselme ve giderek %50'leri aşan bir düşme göstermektedir.
- Ekonomide para arzı sürekli artarken, krize kadar Merkez Bankası döviz rezervleri hafif artışlı bir trend göstermiş, kriz sonrasında ise önemli ölçüde azalmıştır.
- İhracat aslında son iki yılın trendini izleyerek önemli ölçüde değişmezken ithalat patlaması yaşanmış, bu beraberinde dış ticaret ve cari işlemler açıklarını getirmiştir.

Finansal kırılganlığın artıp artmamasına ilişkin diğer üç değişkenin seyri öyledir: (Yay vd.2004)

- Bankaların Açık Pozisyonları'nın artışını göstermek üzere, Türk Bankacılık Sistemi (Yabancı Para Varlıklar Toplamı/ Yabancı Para Yükümlülükler Toplamı) oranına baktığımızda, bu oran Kasım'a kadar sürekli düşüş göstermektedir.
- Öte yandan, Kısa Vadeli Dış borçların rezervlere oranı, 2000 yılının altınca ayından itibaren artı gösterirken, İhracatın kısa vadeli borçlara oranı da azalma göstermiştir.

Kısaca uygulanan sabit kur sistemi, bir yandan TL'yi değerli kılarak ödemeler dengesini bozarken, kamu kesiminin borçlanma politikası, bankacılık sisteminin kırılganlığını büyük ölçüde artırmıştır.

Bu program Kasım 2000'de çok kuvvetli bir sarsıntı geçirdi, Şubat 2001'de de çöktü. O dönemi anlamak ancak kriz öncesindeki temel problemi, yani bankacılık sektörünün içinde bulunduğu derin sorunları anlamakla mümkün olabilir.

4.2.1. Kriz Öncesi Durum

Gelişmekte olan piyasalara (emergent markets) özgü yaşanan son krizlerden biri, ülkemizin bizzat içinde yaşamakta olduğu krizdir. Türkiye 1999'un sonunda, bir çeyrek yüzyıldır yaşadığı yüksek enflasyon sorununu çözmek ve özellikle 1990'larda ivme kazanarak bu enflasyonist süreci besler hale gelen sürdürülemez kamu iç borçlanma sürecine son vermek için IMF ile bir Stand by anlaşması yapıp ciddi ve iddialı bir dezenflasyon/stabilizasyon süreci başlatmıştır. Ancak, üç yıla yayılan bu sürecin daha ilk yılı dolmadan, ekonomi beklenmedik ölçüde önemli krizler yaşayınca, bu ilk program iptal edilerek 2001 Mayıs'ında son şeklini alan "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" devreye sokulmuştur.

Her şeyden önce Türkiye'de yaşanan ve birbirini takip eden iki ekonomik patlamanın aslında tek bir krizin parçaları olduğunu söyleyebiliriz. Türkiye'de yaşanan krizin ortaya çıkışının, Türkiye'ye özgü boyutları olduğu kadar diğer ülkelerdekine benzer boyutları da çoktur. Bu boyutların çoğu bir istikrar programına girmeden önce mevcuttu ve zaten bir istikrar programına ihtiyaç duyuran da bu problemlerin varlığıydı. Ancak istikrar programı da ilave sorunlar yaratmıştır. Çoğu iç içe geçen ve birbirini besleyen bu sorunları şu şekilde sıralayabiliriz: Birincisi, yapısal ve makro-ekonomik temellerdeki önemli ve kökleşmiş /birikmiş sorunların mevcudiyetidir. İkincisi, bankacılık kesimine ait çok sayıda sorunun, programla birlikte daha belirgin şekilde su yüzüne çıkmasıdır. Üçüncüsü, sabit kura dayalı istikrar programının getirdiği ve dışsal etkenlerle de artan ek risklerdir.

Dördüncüsü, yabancı sermaye girişlerinin ve eksik/yanlış liberalleşmenin yarattığı sorunlar ve nihayet beşincisi, politik istikrarsızlıklardır. (Yay ve Yılmaz, 2001)

4.2.1.1. Makroekonomik Temeller

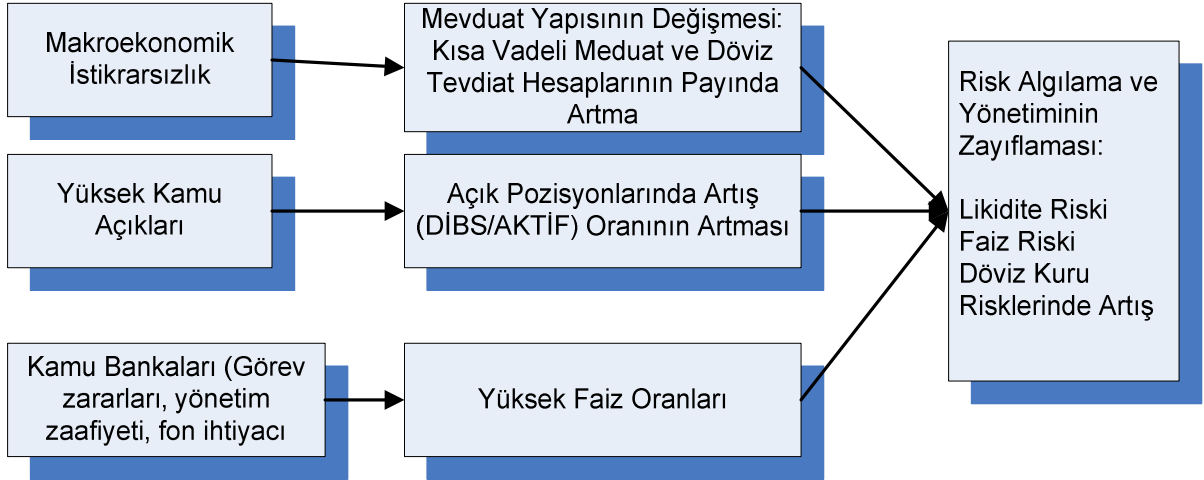
Türkiye 1999 sonunda bir istikrar programına, çok önemli ve kemikleşmiş makro ekonomik ve yapısal sorunlarla başladı. Bunların başında yirmi beş yıldır yaşadığı kronik enflasyon sorunu görünüyorsa da, asıl sorun kamu açıklarını finanse etmekte 1990'lardan beri hızla içine sürüklendiği borçlanma kısır döngüsü geliyordu. Başlangıçta iç borçla finansman, monetizasyon dışında mucizevi ve enflasyon yaratmayacak bir alet gibi görünse de, ekonomik ve politik belirsizliklerden dolayı giderek kısa vadeli ve daha yüksek faizli bir iç borçlanmaya dönüşen sürecin de enflasyonu beslediğini anladık. Bu kısır döngü 1990'ların ortalarında yaşanan 1994 krizinden sonra belirginleşmeye başladı ve 1997'de daha fazla hissedilir hale geldi. Türkiye yüksek enflasyonlu, borçlarıyla boğuşan ve istikrarlı olarak büyüemeyen bir ülke durumundaydı. 1994 Krizi bir ilk sinyaldi. Türkiye'nin aslında, 1995 seçimlerinden hemen sonra, asıl çapası yapısal reformlar olan ve yasal/ kurumsal altyapıyı oluşturacak; sıkı maliye politikaları ve özenli para/kredi politikaları ile desteklenen, orta vadeli gerçek bir istikrar programını hayata geçirmesi gerekiyordu. Aslında bu konuda adımlar da atıldı, ama gereken ısrar ve özen gösterilemediği için sorunlar ertelendi. 1999 Programı, bütün sorunları bir bütün halinde, üç yıl içinde ve eşanlı olarak çözmeyi hedefleyen, bunun için kesin ve ayrıntılı tarihler saptayan ve esas çapası da yarı-sabit bir kur politikası olan iddialı bir programdı. Ancak bize göre kur çapası bu kadar derin sorunları taşıyacak kadar güçlü değildi. Ayrıca politik süreç içinde her geciken yasalaşma ve uygulama gecikmesinin, programın altını oyup geciktirmesi ve hedeflere varmayı zorlaştırması kaçınılmazdı. (Yay ve Yılmaz, 2001)

4.2.1.2. Finansal ya da Bankacılık Kesimi Sorunları

Türk Bankacılık Sisteminin yapısal özelliklerini şu şekilde sıralayabiliriz(BDDK, 2002):

- Yetersiz özkaynaklar
- Küçük ölçekli ve parçalı bankacılık yapısı
- Kamu bankalarının sistem içindeki payının yüksekliği
- Zayıf aktif kalitesi (kredi yoğunlaşması, grup bankacılığı ve risklerinin yoğunluğu, kredi ve karşılıklar arasındaki uyumsuzluk)
- Piyasa risklerine aşırı duyarlılık ve kırılganlık (vade uyumsuzluğu, açık pozisyon)
- Yetersiz iç kontrol, risk yönetimi ve kurumsal yönetim
- Saydamlık eksikliği

Türk Bankacılık Sistemi'nin yapısal sorunlarının kriz öncesi ve sonrasındaki makroekonomik temellerle bağlantısını şu şekilde ifade edebiliriz:



Şekil 4.6 2000- 2001 Dönemi Türk bankacılık sistemi'nin yapısal sorunlarının kriz öncesi ve sonrasındaki makroekonomik temellerle bağlantısı (Yay vd., 2004)

Türkiye'de finansal sektörün %80'ini oluşturan Bankacılık kesiminin zaten varolan yapısal sorunlarına, dezenflasyon politikasına uyumlaşma sürecinde de ek sorunlar, riskler eklenmiştir: yüksek enflasyon ve kamu borçlanma gereğinin bir sonucu olarak bankaların kamu kesimini finanse eder hale gelmesi; finansal liberalizasyon sürecinin bankaların dışarıdan borçlanmasına ivme kazandırması; kamu bankalarının sistem içindeki payının yüksekliği; bankaların zayıf ve ihtiyatsız bir denetim ve düzenlemeye tabi olması. Bu temel sorunlara dezenflasyona ayarlanma sorunları eklenmiştir.

i. Yüksek enflasyon döneminde, özellikle 1980'lerin ortalarından itibaren kamu kesimi açıklarının borçlanmayla finansmanı nedeniyle artan iç borçlanma gereksinimine bağlı olarak, reel faiz oranları artış göstermiştir. Kamu kağıtlarının getirilerinin yüksek olması, DİBS' lerinin bankaların menkul değerler cüzdanı içindeki payının giderek artmasına yol açmıştır. Yüksek enflasyon döneminde kredi risklerinin de yüksek olduğu göz önüne alındığında, getirilerinin yanı sıra risklerinin de düşük olması, kamu kağıtlarını bankalar için cazip kılmıştır. Bu enflasyonist süreçte krediler azalmış; bankalar ise, toplam aktiflerine ve öz kaynaklarına göre yüksek karlar elde etmişlerdir (Babuşçu vd. 2000).

Program uygulaması sonucunda, 2000 yılında iç borçlanmada vade 15 aya uzadığından, ellerindeki uzun vadeli kağıtları gecelik borçlanmalarla kısa vadeli mevduat kaynakları ve dış borçlarla fonlayan bankalar, vade uyumsuzluğu nedeniyle yükselen bir faiz riski taşır hale gelmişlerdir.

ii. 1989'dan sonra finansal liberalizasyon süreci bankaların dış borç almalarını kolaylaştırmış, yukarıda belirttiğimiz süreç de bunu besleyerek bankaların açık pozisyonlarını arttırmıştır. Bankalar, sendikasyon kredileri alımını arttırıp döviz cinsinden borçlanarak ve dövizlerini TL olarak hazine bonosu ihalelerinde yüklü teklifler vermede kullanarak açık pozisyonlarını arttırmışlardır. Açık pozisyon artışında, döviz kuru değişimiyle faiz oranları arasındaki fark artışı, önem kazanmaktadır ve bu fark ihale faiz oranları lehine arttıkça da bankalar açık pozisyonlarını arttırıp karlarını katlamaktadırlar. Bu devletin de istediği bir şeydir; bu suretle hem döviz rezervleri artmakta, hem de daha çok bono daha düşük faizle satılmaktadır.

Program sonrası sabit kura dayalı sistem, kur riskini azalttığı için dövizle borçlanma bankaların açık pozisyonlarını da arttırmıştır. Haziran 2000'de açık pozisyon miktarı 19 milyar dolar olarak hesaplanmıştır. Bu, 11-12 milyar dolar civarında sermaye tabanı olan bankacılık sisteminin sermayesinin iki katı kadar açık pozisyonda olduğu anlamına gelir. Yasal sınır ise, Haziran 2000'den sonra % 50'den % 20'ye düşürülmeye çalışılmıştır (Keyder, 2001:40).

iii. Kamu bankalarının bankacılık sistemi içinde payının yüksek olması ve bu bankaların verimli ve şeffaf olmayan işleyiş biçimleri de, önemli bir sorundur. Programın uygulanması süresi içinde de bu bankaların mali disiplini bozucu yapısı değiştirilememiştir. Krizden sonra çokça sözü edilen kamu bankalarının "görev

zararları"nın bir nedeni, bu bankaların bazı kesimlere düşük faizli ve uzun vadeli kredi vermesi, diğer nedeni ise, hazinenin "nakit karşılığı olmayan" adı altında, bu bankalara piyasadaki faizin çok altında ve geçerli vadenin çok üstünde devlet kağıdı satmasıdır. Bu uygulama sayesinde, kamu borcu ve bütçe açığı kağıt üstünde gerçekte olduğundan çok daha küçük görünmektedir (Çakman ve Çakmak, 2001).

iv. Bankacılık sektörünün denetim ve düzenlemelerinin de zayıf olduğunu söyleyebiliriz.1990'larda banka kurmanın aşırı şekilde kolaylaştırılması sonucu banka sayısı hızla çoğalmış ve kasım krizi öncesi 80'i bulmuştu. Bunların önemli bir kısmı küçük, sermayesi yetersiz, kurucusunun iştirak ve üretimini finanse etmek amacıyla kurulmuş bankalardı. Bu denetimsiz ortamda bankaların çoğunlukla kendi bağlı şirketlerine kredi verdiği ve bazı durumlarda, bilinçli olarak bankalarının içini boşalttıkları yaşanan gerçeklerdi. Bazıları sermayelerinin kat kat üstünde kamu kağıdı taşıyordu.1994'te yaşanan kriz aslında bankacılık kesiminin bu zafiyeti konusunda sinyal vermişti. 4 banka TMSF'ye devredilmiş ve %100 mevduat sigortası da o dönemde alınan bir karar olmuştu. Ancak bankaların denetim ve düzenlenmesine ilişkin pek bir somut adım atılamamıştı. Ancak 1999'da bu konuları dikkate alan Bankacılık Yasası çıkarılmıştı. 2000 yılı programı çerçevesinde Bankacılık reformuyla ilgili olarak oluşturulması gereken BDDK oldukça gecikmeli olarak faaliyete geçebilmiştir.

v. Dezenflasyon programına ayarlanma riskleri de ortaya çıkmıştır. Enflasyonun ve faiz oranlarının düşmesiyle bankacılık sektörünün eski karlılığının azalacağı beklenen bir durumdu. Gerçi, faiz düşüşleri kısa dönemde ellerinde yüklü miktar kamu kağıdı bulunduran bankaların kağıtlarının fiyatını arttırıp bir defaya mahsus olarak nakit akımlarını arttırmıştır. Ancak orta dönemde, bankalar normal bankacılık faaliyetlerine geçme, kredi verme ve kredi riskini üstlenmek durumunda kalacaklardır.

Bankaların risk üstlenmesini adeta teşvik eden politikalar da olmuştur Bunlardan en önemlisi sabit kura dayalı programın varlığıdır. Döviz kuru riskini azaltarak, dövizle borçlanmayı teşvik etmiştir. Mevduat sigortasının sürdürülmesi de bir **ahlaki risk (moral hazard)** unsurudur. Kamu finansmanının borçla sürdürülmesine ve faiz oranlarının düşeceğine olan beklentiye dayanarak, bazı bankaların yanlış portföy seçimleri de önemli bir risk faktörü olmuştur. Sonuçta, bankacılık kesimi sorunları,

programın altını oyarken, program da bankacılık kesimini daha kırılğan hale getirmiştir.

4.2.1.3. Sabit Kura Dayalı İstikrar Programlarının Sorunları

Krizi yaşayan ülkelerin hemen hepsinde bu tür programlar bir risk unsuru oluşturmuştur.. Bu risklerden biri, bu tür programların sadece bankacılık sektörünü değil, tüm toplum kesimlerini dövizle borçlanmaya itmesidir. İkinci ve daha önemlisi ise, reel döviz kurunu aşırı değerlendirerek tasarruflar aleyhine tüketimi arttırması ve ithalatı patlatmasıdır. Bu da cari açık sorunlarına neden olmaktadır. Türkiye örneğinde de bunlar yaşanmış, cari hesap açığının GSMH'ya oranının %1,5 olması beklenirken yılsonunda bu oran %4,8 olmuştur. Hedeflenenden bu kadar büyük sapmada daha önce de belirttiğimiz gibi, euronun dolar karşısında değer kaybetmesi ve petrol fiyatlarındaki artışların da önemli payı olmuştur.

4.2.1.4. Sermaye Hareketlerinin Değişkenliği Sorunu

1999 Sabit Kura Dayalı İstikrar programı, Para Kuruluna benzer bir uygulamayı devreye sokmuştu. Buna göre, ülke içine yabancı para girdiğinde, sırasıyla, Merkez Bankası döviz rezervleri artıyor, parasal taban genişliyor, likidite artıyor ve bu da faiz oranlarının düşmesine katkı yapıyordu. Programın uygulandığı ilk 6-7 aylık sürede olumlu konjonktür nedeniyle önemli bir yabancı sermaye girişi olmuş; bu da istenenden daha fazla faiz oranlarını düşürmüştü. Eylül- Ekimden itibaren ise süreç tersine dönmüş, sermaye çıkışları likidite sorununu kötüleştirmiştir.

4.2.1.5. Politik İstikrarsızlıklar

Aslında 1999 seçimlerinin hemen akabinde kurulan ve oldukça farklı politik/ekonomik görüşleri içinde barındıran üçlü koalisyon Hükümeti, böyle zor ve riskli bir programı devreye sokma konusunda başlangıçta samimi bir irade göstermiştir. Ancak, yapısal reformların yasal ve uygulamaya dönük takvimi işlerken, önce su yüzüne çıkmayan, alttan alta hissedilen itiraz ve engellemelerin daha sonra programın işleyişini zafiyete uğrattığı görülmüştür. Politik bir süreç içinde kamu bankalarının/ kurumlarının özelleştirilmesi, tarımda reform yapılması gibi senelerdir söylenip de yapılamamış konuların bir koalisyon hükümeti tarafından gerçekleştirilmesinin çok güç olduğu ortaya çıkmıştır. İkincisi, böyle zorlu bir program resmi kanaldan halka anlatılmamış; halkın desteği alınmamış ve gerekli kesimlerle müzakere edilmemiştir. Programın, hükümet içinde bir sahibinin olmaması da çok eleştirilen bir konu olmuştur. Son olarak, Cumhurbaşkanı ve Başbakan arasındaki anlamsız tartışma ise, 2001 Şubat krizinin tetiğini çekmiştir. (Berikol, 2004)

4.2.2. Sermaye Girişleri, Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler

1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde uygulanan kur çapasına dayalı bir çok program başarısız sonuçlanmıştır. Bu tür programlarda genellikle enflasyon oranı hedeflenenden daha yavaş düşmekte, yurtiçi talepte bir genişleme göze çarpmakta, yerli para reel olarak değer kazanmakta ve cari işlem açıkları yükselmektedir. Türkiye'nin uyguladığı istikrar programı da buna benzer sonuçlar ortaya çıkarmıştır (Uygur 2001).

2000 yılı sonunda 12 aylık TEFE'nin % 20'ye, TÜFE'nin ise % 25'e indirilmesi öngörülmüştür. Oysa 2000 yılı Aralık ayı sonunda gerçekleşen oranlar; TEFE için % 32.7, TÜFE için % 39.0 olmuştur. Diğer yandan merkez bankasının döviz sepetinin değerine ilişkin öngörülerinde önemli bir sapma ortaya çıkmamıştır. Böyle olunca Türk Lirası 2000 yılı içinde reel olarak değer kazanmıştır.

Türkiye ekonomisi, 2000 yılı içinde yurtiçi talepte hızlı bir genişleme yaşamıştır. Yurtiçi talepteki genişlemenin en önemli sebeplerinden birisi, faiz oranlarındaki hızlı düşüş olmuştur (Uygur 2001). 1999 yılının Kasım ayında % 96 olan devlet iç borçlanma senetlerinin bileşik faiz oranı, 2000 yılının Ocak ayında % 38.3'e, Temmuz ayında ise % 34.5'e düşmüştür. Devlet iç borçlanma senetlerinin faiz oranı, 2000 yılı boyunca genellikle hem beklenen hem de gerçekleşen enflasyon oranlarının altında seyretmiştir (Uygur 2000). Böyle olunca faiz oranları yıl boyunca negatif değerlerde seyretmiştir.

Faiz oranlarındaki bu keskin düşüş sonucunda, yurtiçi tüketim ve yatırım talebi önemli ölçüde genişlemiştir. Özel nihai tüketim harcamaları, 2000 yılında 1999 yılına göre sabit fiyatlarla % 6.4 artış göstermiştir. Bir önceki yılın aynı dönemine göre artış oranları, 2000 yılının birinci çeyreğinde % 4.0, ikinci çeyreğinde % 4.6, üçüncü çeyreğinde % 9.6 ve son çeyreğinde % 5.6 olarak gerçekleşmiştir. Özel nihai tüketim harcamalarındaki bu artış, büyük oranda dayanıklı tüketim mallarına yönelik talepteki keskin yükselişten kaynaklanmıştır.

Türk Lirasının reel olarak değer kazanması ve yurtiçi tüketim talebindeki artışın ithalata yönelmesi, ithalat talebinde artışa yol açmıştır. Diğer yandan Türk Lirasının değer kazancı ve Euro/Dolar paritesindeki gelişmeler sonucunda ihracatta yavaşlama ortaya çıkmıştır. Bütün bu gelişmelerin sonucunda cari işlem açıkları hızla yükselmiştir. Söz konusu açıklar, 2000 yılı için programda 3-4 milyar dolar öngörülmüş olmasına rağmen, 9.8 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. Böylece 1999 yılında % 0.73 olan cari işlemler açığının GSMH'ya oranı, 2000 yılında % 4.92 olmuştur.

Türkiye büyüyen cari işlem açıklarını, borç yaratan sermaye girişleri aracılığıyla finanse etmiştir. 2000 yılında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında kayda değer bir artış olmamıştır. Buna karşı portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye girişlerinde yükselme gözlenmiştir. 2000 yılının dokuz ayında yaklaşık 6 milyar dolar net portföy yatırımı gerçekleşmiştir. Aynı dönemde 2 milyar doların üzerinde net kısa vadeli sermaye girişi olmuştur. Kısacası cari işlem açıkları, genellikle sermaye hesabının en istikrarsız ve oynak kalemleri ile finanse edilmiştir. Bu durum, ülke ekonomisinin sermaye akımlarındaki ani bir geri dönüşe karşı oldukça dayanıksız olduğunun bir işaretiydi. Nitekim 2000 yılının Kasım ayındaki likidite sıkıntısının ağırlaşmasında, yabancı sermayenin ülkeyi aniden terk etmesi önemli rol oynamıştır. Kasım ayı içinde yaşanan panik sırasında yaklaşık 4.8 milyar dolar değerindeki portföy yatırımı ülkeyi terk etmiştir.

Tablo 4.7 Türkiye’de ödemeler bilançosu (Milyon ABD Doları) (TCMB)

	1997 I	1997 II	1997 III	1997 IV	1998 I	1998 II	1998 III	1998 IV	1999 I	1999 II
Cari işlemler Hesabı	1263	-1057	920	-1348	-1069	-227	1440	1727	1276	-1379
Sermaye Hareketleri	1565	3340	3008	703	3712	3936	-1046	3585	1119	215
Doğrudan Yatırım	127	129	112	186	83	137	155	198	91	182
Portföy Yatırımları	891	261	792	-310	946	474	-6921	-885	1182	619
Uzun Vadeli Ser.Har.	712	902	1545	1508	367	2240	1053	325	-367	-592
Kısa Vadeli Ser.Har.	165	2048	559	-681	2316	1085	-4747	3947	213	8
Net Hata ve Noksan	341	-1596	325	-810	594	1224	3104	-7119	548	2028
Rezerv Hareketleri	41	-687	-4253	1555	-3237	-4933	5916	1807	-2943	-864
	1999 III	1999 IV	2000 I	2000 II	2000 III	2000 IV	2001 I	2001 II	2001 III	2001 IV
Cari işlemler Hesabı	128	-1389	-2301	-3233	-1237	-3039	-527	1193	2021	
Sermaye Hareketleri	596	2741	3418	4429	3276	-1491	-3141	-6366	-1175	
Doğrudan Yatırım	-192	57	-20	190	-427	369	1574	109	427	
Portföy Yatırımları	-72	1700	2091	1608	2333	-5010	-2868	-348	-741	
Uzun Vadeli Ser.Har.	461	845	248	1962	771	1362	-510	-1116	750	
Kısa Vadeli Ser.Har.	399	139	1099	669	599	1788	-1337	-5001	-1611	
Net Hata ve Noksan	891	-1568	-562	203	-1596	-864	-885	-192	-2192	
Rezerv Hareketleri	-1615	216	-555	-1399	-443	5394	4553	5365	1346	

Cari işlem açıklarının borç yaratan finansman araçlarıyla finanse edilmesinin sonucunda, 2000 yılında Türkiye'nin dış yükümlülüklerinde artış görülmüştür. 1999 yılında 102.1 milyar dolar olan toplam dış borç stoku, 2000 yılında 114.3 milyar dolar olmuştur. Söz konusu dönemde toplam dış borç/GSMH oranı, % 55.6'dan % 57.6'ya yükselmiştir. Ayrıca aynı dönemde ekonominin kısa vadeli dış yükümlülükleri de artmıştır. 1999 yılında 22.9 milyar dolar düzeyinde olan kısa vadeli dış borç stoku, 2000 yılında 28.9 milyara ulaşmıştır.

Böylece 1999 yılı sonunda % 22.4 olan kısa vadeli dış borçların toplam dış borç stoku içindeki payı, 2000 yılı sonunda % 25.3'e yükselmiştir. Ayrıca 1999 yılı sonunda kısa vadeli borçların GSMH içindeki payı % 12.3 iken, 2000 yılı sonunda bu oran % 14.6 olarak gerçekleşmiştir.

Ayrıca 2000 yılında Türkiye ekonomisindeki genişleme, kısa vadeli yabancı kaynaklar tarafından beslenmiştir. Söz konusu yılın ilk on ayında net sermaye girişleri, genellikle cari işlemler açısından daha yüksek olmuştur. Böyle olunca, adı geçen dönemde merkez bankasının döviz rezervlerinde artış görülmüştür.

Tablo 4.8 Türkiye’de dış borçlar (1996-2001)(TCMB)

Yıl	Üç aylık dönem	Toplam Dış Borç Stoku (Milyon ABD Doları)	Kısa Vadeli Dış Borç (Milyon ABD Doları)	Kısa Vadeli Dış Borç/ Toplam Dış Borç	Toplam Dış Borç / GSMH	Kısa Vadeli Dış borç / GSMH
1996	IV	79221	17072	0.2155	0.4314	0.0911
1997	IV	84276	17691	0.2099	0.4381	0.0919
1998	IV	96411	20774	0.2155	0.4667	0.1006
1999	IV	102120	22921	0.2244	0.5559	0.1237
2000	I	104430	24721	0.2367	0.5586	0.1322
	II	106901	24888	0.2328	0.5618	0.1308
	III	106932	26590	0.2487	0.5518	0.1372
	IV	114324	28912	0.2529	0.5756	0.1456
2001	I	116591	26637	0.2285	0.6025	0.1376
	II	113936	22767	0.1998	0.6094	0.1218
	III	118848	20839	0.1753	0.6673	0.1170
	IV	115110	16345	0.1420	0.6612	0.0938

4.2.3. Bankacılık Sektörünün Kırılganlığı

Türk bankacılık sisteminde öz kaynakları yetersiz, küçük ölçekli ve parçalı bankacılık söz konusudur. Diğer yandan yetersiz iç kontrol ve şeffaflık eksikliği, sistemin yapısal zayıflıkları arasında sayabilir (Toprak, 2001).

Türkiye'de finansal sistem içinde bankacılık kesimi baskın rol oynamaktadır. Söz konusu sistem içinde faaliyet gösteren banka-dışı finansal kurumlarında büyük bir kısmı bankaların iştirakidir. Böyle olunca reel kesimin finansman ihtiyacının karşılanması görevi de önemli ölçüde bankacılık kesimi tarafından yerine getirilmektedir.

Bankacılık kesiminin zayıflıklarından biri, finansal serbestleşme sürecinde rekabetçi bir yapıya kavuşamamış olmasıdır. Bu yüzden bankacılık faaliyetleri, sınırlı sayıdaki en büyük

birkaç banka üzerinde yoğunlaşmaktadır. 2000 yılının Haziran ayında aktif büyüklüğüne göre ilk on bankanın sektör içindeki payı % 65'tir.

Türk bankacılık kesimindeki zayıflıklardan biri de kamu bankalarının ağırlığının oldukça yüksek olmasıdır. Bankacılık kesiminin toplam aktifleri içinde kamu bankalarının payı 1980'li ve 1990'lı yıllarda yaklaşık % 45 olmuştur. Böyle bir yapılanma içinde, kamu bankalarının politik müdahalelerden uzak kalması mümkün olmamıştır. Kamu bankalarının görev zararlarının zamanında ödenmemesi, ekonomik etkinliğe ters düşen müdahaleler, asli fonksiyonların dışında verilen görevler ve yönetimdeki zayıflıklar nedeniyle kamu bankalarının bilançolarında kötüleşmeler ortaya çıkmıştır. Zira kamu bankaları finansman ihtiyaçlarını kısa vadeler ve yüksek maliyetler ile karşılamışlar; böyle olunca bir yandan zararları giderek yükselmiş, diğer yandan da finansal kesimde istikrarsızlık unsuru olmuşlardır. Bütün bu gelişmeler yüzünden kamu bankaları finansal aracılık işlevlerini yerine getiremez hale gelmişlerdir. Toplam mevduatın % 40'ını toplayan kamu bankalarının toplam krediler içindeki payları % 25 düzeyinde kalmıştır.

Diğer yandan bankacılık kesimi yüksek bütçe açıklarının finansmanını sağlamak gibi bir işlevi yerine getirmiştir. Özellikle son on beş yıldır kamu kesimi, bankacılık kesiminden sürekli olarak fon talep edici pozisyon içinde olmuştur.

Dönem boyunca yüksek düzeylerde seyreden reel faiz oranları, bankalara uluslararası arbitraj yapma imkanı sağlamıştır. 1989 yılından itibaren dış finansal serbestleşme ile yurtdışından borçlanma olanağına kavuşan bankalar, dışarıdan elde ettikleri fonları bütçe açıklarını finanse etme yönünde kullanmışlardır. Bankaların bu davranışları kamu kesimi tarafından adeta teşvik edilmiştir. Bu amaçla devlet iç borçlanma senetlerine vergi avantajları sağlanmıştır. Hatta bazı dönemlerde disponibilitate oranının devlet iç borçlanma senetleri biçiminde tutulması zorunlu kılınmıştır. Bütün bu uygulamalar sonucunda, devlet iç borçlanma senetlerinin mevduat bankalarının toplam aktifleri içindeki payı 1990 yılında % 10 iken, sonrasında % 25'lere yükselmiştir.

1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren sistemde problemler yaratan bir başka uygulama da, mevduat sigortası sistemidir. 1994 krizi sırasında tasarruf mevduatının tamamının sigorta şemsiyesi altına alınması, bankacılık kesimindeki paniğin önlenmesinde önemli bir rol oynamıştır. Buna karşın kriz sonrası dönemde yürürlükte kalan mevduat sigortası, bankacılık kesiminin kırılabilirliğinin daha da artmasına sebep olmuştur. Daha önce belirtildiği gibi, mevduat sigortası ahlaki riziko problemleri yaratabilmekte ve aşırı risk alıcı davranışları teşvik edebilmektedir.

Bu dönemde gerek bütçe açıklarının finansmanını kolaylaştırmayı amaçlayan politikalar ve gerekse mevduat sigortası sisteminden kaynaklanan problemler nedeniyle bankacılık kesiminin likidite, faiz ve döviz kuru riskleri yükselmiştir. Diğer yandan aynı politikalar nedeniyle bankacılık kesiminin risk algılaması önemli ölçüde azalmıştır.

Döviz cinsinden varlıkların getirilerinin daha düşük olacağı beklentisiyle, bankacılık kesimi döviz cinsinden varlıklarını azaltırken, Türk Lirası cinsinden varlıklarını arttırmıştır. Bunun yanında bankacılık kesiminin döviz cinsinden varlıkları gerilerken döviz yükümlülüklerindeki artış döviz açık pozisyonlarının büyümesine yol açmıştır. 1999 yılı Kasım ayında 7.0 milyar dolar olan döviz aktif-pasif farkı, 2000 yılı Kasım ayında 14.1 milyar dolara yükselmiştir. Böyle olunca bankacılık kesiminin bilançosunda döviz varlıkları/döviz yükümlülükleri oranı aynı dönem içinde 78.7' den 71.3'e düşmüştür (TCMB, 2000).

Bankaların dış kaynaklar yönündeki bu tercihi, bilançolarında taşıdıkları döviz riskini oldukça yükseltmiştir. Oysa bankalar, sepete bağlanmış döviz kuru rejiminin örtük garantisi altında üstlendikleri bu riski olduğundan daha düşük algılamışlardır. Bankacılık kesiminin döviz açık pozisyonu, 2000 yılının Eylül ayı sonunda 20.95 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (Uygur, 2001). Uyulması gereken açık pozisyon sınırının 2.1 milyar dolar olduğu düşünülürse bankaların döviz açık pozisyonlarını bu sınırın on katına kadar artırdıkları kolayca görülebilir.

Mevduat bankalarının adı geçen dönemde kredilerindeki hızlı yükseliş, bu kesimi faiz oranlarındaki değişmelere ve ekonomideki muhtemel bir durgunluğa karşı oldukça dayanıksız kılmıştır. Banka bilançolarında göze çarpan bir başka kötüleşme de vade uyumsuzluğundaki artıştır. 2000 yılı içinde bankacılık kesiminin yükümlülüklerinin ortalama vadesi kısılırken, varlıklarının ortalama vadesi uzamıştır. Bilançoların yükümlülük tarafında, toplam mevduat ortalama vadesi 1999 yılı Kasım ayında 3,6 iken 2000 yılının aynı ayında 2.9'a gerilemiştir. Diğer taraftan tüketici ve konut kredilerindeki artış sonucunda kredilerin vade yapısı uzamıştır. 1999 yılının Kasım ayında % 77,5 olan kısa vadeli kredilerin toplam krediler içindeki payı 2000 yılının Kasım ayında % 68,8'e gerilemiştir (TCMB, 2000). Bankaların toplam varlıkları içinde vadesi uzayan kredilerin payı artarken, likiditesi yüksek olan menkul kıymet portföyünün payı azalmıştır. Vade uyumsuzluğundaki kötüleşme, bankaların faiz riskini de yükseltmiştir.

Tablo 4.9 Türk Bankacılık Sektörünün Riskleri (2000-2001 Krizleri) (TBB)

	1999				2000				2001			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Toplam Krediler / Toplam Aktifler	35.6	33.3	31.1.	30.1	31.3	32.3	33.2	32.9	31.3	28.0	28.3	24.6
YP Likit Aktifler / YP Yükümlülükler	39.5	38.6	40.1	40.0	36.6	35.2	34.4	35.9	35.6	38.7	38.6	38.3
Döviz Pozisyonu / Öz kaynaklar				362.7				212.2				
Takipteki Krediler/ Toplam Krediler	9.4	9.8	10.7	10.7	9.8	9.7	9.3	11.6	12.1	14.8	18.7	23.2
YP Aktifler / YP Yükümlülükler	84.0	81.8	80.0	79.4	74.3	73.0	71.6	75.9	77.5	80.6	80.8	83.7

Not: YP, yabancı para anlamındadır. Döviz pozisyonu, yabancı para yükümlülükler eksi yabancı para aktifleri farkını ifade etmektedir.

Banka bilançolarındaki para ve vade uyumsuzlukları ile kredilerdeki hızlı yükselişin sebep olduğu kredi kalitesindeki kötüleşme, bankacılık kesimindeki kırılmalığa katkıda bulunan temel yapı problemleridir. Bu temel yapı problemleri, bankaların likidite, faiz ve döviz kuru risklerinin artmasına yol açmış; böyle olunca banka bilançolarının muhtemel bir paniğe karşı dayanıksızlığı artmıştır.

4.2.4. Krizin Gelişimi

Türkiye 2000 yılının Kasım ayında dövizle yönelik spekülasyon saldırısını, çok yüksek faiz oranları, önemli miktarda rezerv kaybı ve 7,5 milyar dolar büyüklüğünde bir IMF kredisi ile geçiştirebilmiştir. Finansal piyasalardaki tedirginliğin hafiflemesinden sonra merkez bankası, net iç varlıklar ve net uluslararası rezervler için yeni hedefler belirlemiş, net iç varlıklarla ilgili +/-5 koridoru kaldırılmıştır. Döviz kuru politikasında ise herhangi bir değişikliğe gidilmemiştir. (Balmumcu, 2006)

Para politikası hedeflerindeki değişikliklerden sonra merkez bankası 2001 yılının Ocak ayı süresince piyasaya ilk belirlenen hedefin de üzerinde likidite vermiş ve bu sayede faiz oranları düşüş eğilimine girmiştir. Faiz oranlarının düşüş eğilimi göstermesi ve rezervlerin hızla artmasından cesaret alan merkez bankası, daha önce açıkladığı net iç varlıklar hedefini aşağı doru, net uluslararası rezervler hedefini ise yukarı doğru revize etmiştir (TCMB, 2001: 2). Merkez bankasının bu kararının, faizleri düşürebilme kabiliyetini ciddi bir biçimde sınırlandırdığı söylenebilir (Eğilmez ve Kumcu, 2001).

Kasım ayında yaşanan likidite krizinin risk primini hızla artırması sonucunda, birinci ve ikincil piyasalarda faiz oranları yüksek seviyesini korumuştur. Faiz oranlarının yüksek düzeylerde seyretmesi ve krizden sonra sağlanan fonların oldukça kısa vadelere sahip olması, zaten kırılgan durumda olan bankacılık kesiminin taşıdığı riskleri arttırmıştır.

Bu koşullar altında 19 Şubat 2001 tarihinde Hazine ihalesi öncesinde yaşanan yurtdışı politik gelişmeler, sürekli tedirginlik içinde olan piyasalarda panik ortamı yaratmış, uygulanan programa olan güvenin tamamen kaybolmasına neden olmuş ve böylece dövizle yönelik ciddi bir spekülasyon saldırısını başlatmıştır. Spekülasyon saldırısı sırasında yabancı yatırımcılar piyasalardan çıkmaya çalışırken, bankalarda olası gelişmelere karşı kendilerini korumak için döviz alımına yönelmişlerdir. Nitekim 19 Şubat'ta bir gün valörlü 7,6 milyar dolarlık döviz talebi olmuştur. Merkez bankası bu döviz talebinin gerçekleşmesini engellemek için Türk lirası likiditeyi kısmıştır. Fakat bu durum aşırı günlük likidite ihtiyacı içindeki bankalar yüzünden ödemeler sisteminin kilitlenmesine neden olmuştur. Merkez bankasının Türk Lirası likidite ihtiyacını karşılamaması nedeniyle Türk bankaları yabancı yatırımcılara geri ödeme yapamamıştır. Piyasa, ancak 21 Şubat tarihinde yapılan itfa ile Türk Lirası olarak likiditeye kavuşabilmiş ve merkez bankasından döviz alabilmiştir. 21 Şubat tarihinde bankalar arası para piyasasında gecelik faiz oranı % 6200'e kadar çıkmış ve ortalama % 4018 olmuştur. Ayrıca merkez bankası üç gün içinde 5 milyar doların üzerinde bir rezerv kaybına uğramıştır. Nihayet mevcut döviz kuru sisteminin sürdürülmesinin ekonomiye getireceği maliyetler göz önüne alınarak 22 Şubat tarihinde Türk Lirası yabancı paralar karşısında serbestçe dalgalanmaya bırakılmıştır.

Türkiye'nin 2000 yılı içinde artan cari işlem açıkları, kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilmeleri yüzünden yabancı yatırımcılar cephesinde endişe yaratmıştır. Kısa vadeli sermaye girişleri sonucunda artan kısa vadeli borç stokunun uluslararası rezervlerde aynı oranda yükselişe eşlik etmemesi, ülkenin uluslararası likidite eksikliği problemini genişletmiştir. Bu koşullar altında kısa vadeli sermaye girişlerindeki bir geri dönüş ekonomide bir krize yol açabilirdi. Nitekim Kasım ayında yaşanan panik sırasında büyük miktarda portföy yatırımı ülkeyi terk etmiş ve bu yüzden kriz derinleşmiştir. (Balmumcu, 2006)

Kısacası Türkiye'nin Kasım ayında yaşamış olduğu kriz, bir likidite krizi biçiminde kendini göstermiştir. Bu çeşitlik likidite krizlerinin ortaya çıkışı, olumsuz beklentiler tarafından yönlendirilmektedir. Elbette böyle bir yaklaşım krizin temel yapı ile ilişkisiz biçimde tamamen beklentilerin etkisiyle oluştuğunu savunmamaktadır. Daha önce belirtildiği gibi bu

yaklaşım; temel yapının dayanıksızlığının kriz olasılığını arttırdığını, fakat bekleyişlerin de krizin zamanını belirlediğini ve krizin derinleşmesine katkıda bulunduğunu savunmaktadır

Diğer taraftan Kasım ayı sonrasında dış borçlanmanın vadesinin kısılması ve dolayısıyla kısa vadeli borçların artması sonucunda kısa vadeli borçların uluslararası rezervlere oranı yükselmiştir. Bu durum ekonominin uluslararası likidite eksikli probleminin daha da ağırlaştığının bir göstergesidir.

Bu koşullar altında piyasa bekleyişlerindeki bir kayma, bir krizi başlatabilirdi. Nitekim Şubat krizinde bekleyişlerdeki kötüleşmeyi tetikleyen olay, devletin zirvesindeki kavga olmuştur. Bekleyişlerdeki kötüleşme ve yatırımcıların güven kaybı bir kez daha dövize yönelik talebi önemli ölçüde artırmıştır. Böylece ortaya çıkan spekülatif saldırı sırasında merkez bankasının karşı karşıya kaldığı açmaz bir kez daha kendini göstermiştir. Sonuçta Türk Lirasının serbestçe dalgalanmaya bırakılmasına karar verilmiştir. (Balmumcu, 2006)

5. 2014Q4 TÜRKİYE İÇİN ÇOK KRİTERLİ KARAR VERME YÖNTEMİ İLE EKONOMİK KRİZ TAHMİNİ

Literatürdeki Kriz Erken Uyarı Sistemleri (Early Warning Systems) ile ilgili çalışmalarda çoğunlukla kriz öncü göstergeleri seti seçilmiş, bunların geçmiş dönemler için değerleri hesaplanarak, genellikle “sinyal izleme yöntemi” ile geleceğe dönük olarak bileşik öncü göstergeler endeksi oluşturularak, bu bileşik öncü göstergeler endeksi değerinin gelecekteki yeni datalarla birlikte oluşacak yeni değerlerinin eskiye göre yönelim yönü, eşik değerlere göre konumuna bakılarak krizleri için bir erken uyarı sistemi oluşturulmaya çalışılmıştır.

Bu çalışmada ise, literatürde çok da fazla karşılaşmadığımız bir şekilde gelecekteki değerler “Zaman Serileri Analizi” ile önceden tahmin edilmiş ve yine örneğine fazla karşılaşmadığımız bir şekilde “Çok Kriterli Karar Verme” yöntemlerinden “Analitik Network Proses” yöntemi ile kriz tahmini yapılmıştır.

Araştırma metodolojisi şu şekilde özetlenebilir:

1. Yurtdışında ve ülkemizde finansal kriz erken uyarı sistemleri ile ilgili önemli çalışmalar incelenerek buralarda kullanılan kriz öncü göstergeleri belirlenerek ülkemiz şartlarına en uygun ve en kapsayıcı olabilecek kriz göstergeleri seti oluşturulmuştur. (Ayrıntılı bilgi için, bakınız Bölüm 5.1.1)
2. Değişim zaman aralığının çeyrek dönem(3 ay), incelenecek zaman aralığının 1990Q1-2010Q3 aralığı olmasına karar verilmiştir.
3. 1990Q1- 2010Q3 aralığı için belirlenen kriz öncü göstergelerinin değerleri TCMB, TÜİK, DPT, IMF, World Bank internet siteleri ve çalışmaları yardımıyla hesaplanmıştır. (Ayrıntılı bilgi için, bakınız Bölüm 5.1.2)
4. Kriz göstergelerinin geçmiş değerleri hesaplandıktan sonra geleceğe dönük olarak 2015Q4’ e kadarki 21 çeyreklik değerler MINITAB 16.0 istatistik programında “Zaman Serileri Analizi” ile tahmin edilmiştir. (Ayrıntılı bilgi için, bakınız Bölüm 5.1.3)
5. Çok Kriterli Karar Verme (Multi Criteria Decision Making) yöntemlerinden Analytical Network Proses(ANP) yöntemine yönelik olarak yazılmış bir paket program olan Super Decision 2.0.8 programında 2014Q4 itibarıyla kriz olma olasılığı tahmin edilmiştir. (Ayrıntılı bilgi için, bakınız Bölüm 5.1.4)

5.1. Finansal Kriz Öncü Göstergeleri ve Çalışma Gösterge Setinin Oluşturulması

Her ne kadar aniden ortaya çıkmış gibi görünseler de finansal krizler "öncü göstergeler" olarak nitelendirilen bir takım ekonomik olaylar sonrasında cereyan etmektedirler. Krize işaret eden göstergeler finansal ve reel sektöre ait mevcut bilgiler arasında yer almaktadır. Söz konusu bilgiler ve veriler, dikkatli ve analitik bir şekilde incelendiğinde, sistemin krize dönüşecek zafiyetlerini belirlenmesine katkıda bulunmaktadır (İpeker, 2002).

Krizlerin önceden belirlenmesinde kullanılan öncü göstergelerin seçilmesinde, ülkenin temel makroekonomik kriterleri göz önüne alınarak, olası krizlerde belirleyeceği düşünülen faktörler önemli rol oynamaktadır (Özer, 1999):

- Krizin ana nedeninin mali sorunlar olduğu kanaati taşınıyorsa kurulan modellerde mali açıklar, kamu harcamaları, bankacılık kesimi kamu kredileri temel olarak alınmaktadır.
- Sorunun finans sektöründen kaynaklanabileceği düşünülüyorsa; özel sektör kredileri, parasal büyüklükler, sektörün dış borç kompozisyonu, faiz hadleri ve borsa fiyatları öncü göstergeler olarak öne çıkmaktadır.
- Benzer şekilde krizin dış ekonomik ilişkilerdeki sorunlardan kaynaklanabileceği düşünülüyorsa; cari işlemler açığı, reel döviz kuru, iç ve dış faiz hadlerindeki farklılıklar, yabancı sermaye akımlarının vadesi gibi göstergeler öncü olarak kullanılmaktadır.
- Bunların yanı sıra, kurumsal faktörler ile politik belirsizliklerin ifadesi olarak gölge değişkenler de modellere dahil edilmektedir.

Finansal krizlere yol açan bu göstergelerin belirlenmesinde ülke ekonomileri arasında farklar bulunmaktadır. Dolayısıyla, bu göstergeler ortaya koyulurken her bir ekonomi kendi içerisinde mikro temelde değerlendirilmekte ve makro unsurlar da hesaba katılarak bir analiz yapılmaya çalışılmaktadır.

Krizlerle ilgili oluşan geniş literatür incelendiği zaman, erken uyarı sistemleri hakkındaki çalışmaların gittikçe arttığı ve yeni çalışmalarla yeni bilgi ve yaklaşımların ortaya konduğu görülmektedir. Buna rağmen krizlerin zamanını kesin olarak tahmin edebilecek bir modelin geliştirilebileceğini düşünmek pek de olası gözükmemektedir. Ancak yine de bu tür çalışmaların, krizlerin analitik temellerini daha kolay ortaya koyarak, onlarla ilgili tahminlerimizi biraz daha doğruya yaklaştırdığını söylemek mümkündür.

Bu erken uyarı sistemleri genellikle kriz öncü göstergelerinin herbiri için eşik değerlerinin tespit edilerek bileşik öncü göstergeler endeksinin oluşturulması esasına dayanmaktadır. Erken uyarı sistemleri modellerinde kullanılan göstergelerde belli gruplaşmalar olmakla birlikte göstergelerdeki çeşitlilik göze çarpmaktadır:

IMF' in kullandığı kriz erken uyarı sistemlerinde ortak olan bazı kriz göstergelerini ise şu şekilde sıralayabiliriz (Berg vd. 2004)

- Milli parada aşırı değerlenme
- Cari işlemler açığı
- Rezerv kayıpları
- İhracat artışı
- Rezervler/ M2 (Seviye)
- Rezervler/ M2 (Artış)
- Yurtiçi kredilerde büyüme
- Para çarpanında değişme
- Reel faiz oranı

Gürler ve Kaplan(2002), “Türkiye İçin Erken Uyarı Endeksi Önerileri” adlı çalışmalarında şu göstergeleri kullanmışlardır:

Tablo 5.1 Türkiye İçin Erken Uyarı Endeksi Önerileri Gürler ve Kaplan(2002)

Reel Kesim	Dış Denge
Sınai üretim artışı (aylar itibariyle yıllık artış)	Reel kur endeksi (TÜFE bazlı)
TÜFE (aylık artış)	Cari işlemler dengesi/GSMH
TEFE (aylık artış)	İhracat
Ara malı ithalatı/toplam ithalat	İthalat
Kamu Maliyesi	Dış ticaret dengesi (12 aylık)
İç borç stoku	Uluslararası rezervler
İç borçlanma faiz oranları (aylık)	Tüketim malı ithalatı/toplam ithalat
Mali Kesim	Volatilité
Para tabanı (aylık bazda nominal artış)	Beklentiler
Kredi hacmi (mali kesim dahil, aylık artış)	TCMB İktisadi Yönelim Anketi - sanayi
M2	TCMB İktisadi Yönelim Anketi - ihracat
M2/uluslararası rezervler	TCMB İktisadi Yönelim Anketi - yatırım
Global Etkenler	TCMB İktisadi Yönelim Anketi - kapasite
Petrol fiyatları (aylık değişim)	TCMB Reel Kesim Güven Endeksi

Doğanlar (2006), kriz öncü göstergeleri yardımıyla 1994 Türkiye krizinin sebeplerini araştırdığı çalışmasında şu öncü göstergeleri kullanmıştır:

A. Döviz Kuru ve Ödemeler Dengesi Göstergeleri

1. Reel döviz kuru
2. İhracatın büyümesi
3. İthalatın büyümesi
4. Cari işlemler dengesi
5. Kısa vadeli sermaye hareketleri

B. Parasal ve Finansal Göstergeler

6. Kısa vadeli dış borçlar/rezervler, kısa vadeli dış borçlar
7. Merkez bankası döviz rezervlerinin büyümesi
8. (M2Y/Rezevler)'in büyümesi
9. Reel mevduat faizleri
10. Toplam mevduatların büyümesi
11. İMKB endeksinin büyümesi
12. M2/M2Y
13. Toplam yurtiçi kredilerin büyümesi
14. Reel ankes (M1) fazlası

C. Reel Sektör Göstergesi

15. İmalat sanayi üretim endeksinin büyümesi

2000-2001 krizinden sonra bu krizin sebeplerini irdelemek, kamuoyunu bilgilendirmek için Türkiye Ekonomi Kurulu tarafından yayınlanan tartışma metninde Uygur(2001), krizin sebepleri aşağıdaki kriz göstergeleri ile anlaşılmaya çalışılmıştır:

- Kısa Vadeli Dış Borç / Döviz Rezervi
- Cari Açık / Döviz Rezervi
- Cari Açık / GSYİH
- Toplam veya Kısa Vadeli Dış Borç / İhracat
- Bankacılık Kesimi Açık Pozisyonu / Döviz Rezervi
- Banka Kredisi / Döviz Rezervi
- M2 / Döviz Rezervi
- Yerli Paranın Değer Kazanması

- Sermaye Hareketinde Dalgalanma (Volatilite)
- Dış Borç Faizinde ve Risk Priminde Yükselme, Dalgalanma
- Kısa Vadeli İç Faizde Dalgalanma

1990' lı yıllardaki neredeyse dünyanın gelişmekte olan tüm ülkelerinde gerçekleşen krizlerle birlikte "Kriz Erken Uyarı Sistemleri" konusunda yapılan çalışmalarda adeta patlama yaşanmıştır. Tek tek zikretmenin zorluğu ve daha da önemlisi yapılacak kriz tahmini uygulamasının bir kısmını oluşturacak olmaları sebebiyle burada, yapılan önemli sayıda çalışmaları inceleyen çalışmayı inceleyen çalışmalara değinilecektir.

Abiad(2003) kriz erken uyarı göstergelerini şu şekilde gruplandırmıştır:

KATEGORİ	KAVRAM	ÖLÇÜ	
Makro ekonomik göstergeler	Dış dengesizlik/reel kurda aşırı değerlendirme	1. Reel döviz kuru trendinden sapmalar 2. Cari işlemler dengesi/GDP 3. İhracat artış oranı	
	Rezerv yetersizliği	4. M2/Rezervler, seviye 5. M2/Rezervler, artış oram 6. Rezervlerin artış oram	
	Kredilerin ağırlı genişlemesi	7. Reel yurtiçi kredilerde artış oranım	
	Reel ekonomide yavaşlama	8. Sanayi üretimi, artış oranı 9. Reel GDP, artış oranı	
	Varlık fiyatlarında dalgalanmalar	10. Borsa performansı, artış oranı	
	Parasal katılık	11. Reel faiz oranı	
	Sermaye akımı göstergeleri	Akımların tersine dönme ihtimali	12. LIBOR 13. Banka varlıklar/GDP, artış oranı
		Borçlarda patlama	14. Kısa vadeli borcun rezervlere oranı
		Kısa vadeli borç	15. Kümülatif direkt olmayan akımlar/GDP
		Sermaye akımlarının bileşimi	16. Portföy akımlarının toplam sermaye akımları içindeki payı
Finansal kırılganlık göstergeleri	Sermaye yeterliliği	17. Banka rezervleri/Toplam banka varlıklar	
	MB 'nin kurtarmaları	18. MB'nin bankalara verdiği kredi/toplam banka borçları	
	Bankalara olan güven	19. Banka mevduatı/M2, seviye 20. Banka mevduatı/M2, artış oranı	
	Bankaların mevduatlarını mobilize etme kabiliyeti	21. Verilen borçlar/mevduat, seviye 22. Verilen borçlar/mevduat, artış oranı	

Şekil 5.1 Başlıca Kriz Erken Uyan Göstergeleri (Abiad,2003)

Tablo 5.2 Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Teorik Yaklaşımların Esas Aldığı Temel Göstergeler ve Güvenilirlikleri (Kaminsky vd., 1998)

Ana Grup	Temel Göstergeler	Dikkate Alınan Çalışma Sayısı	İstatistiksel Olarak Doğrulanma Sayısı
Sermaye Hesabı	Uluslararası Rezervler	12	11
	Kısa Dönem Sermaye Akımları	2	1
	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları	2	
	Sermaye Hesabı Dengesi	1	
	Milli-Dış Faiz Oranı Farklılıkları	2	1
Borç Yapısı	Dış Yardımlar	1	
	Dış Borçlar	2	1
	Kamu Borçları	1	
	Ticari Banka Kredileri	1	1
	İmtiyazlı Krediler	2	2
	Değişken Faizli Borçlar	2	-
	Kısa Dönemli Borçlar		
	Çok Taraflı Kalkınma Bankası Borçları	1	-
Cari Hesaplar	Reel Döviz Kuru	14	12
	Cari Hesap Dengesi	7	2
	Ticaret Dengesi	3	2
	İhracat	3	2
	İthalat	2	1
	Ticaret Hadleri	3	2
	İhracat Fiyatları	1	-
	Tasarruflar	1	-
	Yatırımlar	2	-
	Döviz Kuru Tahminleri	1	-
	Uluslararası Dış Göstergeler	Reel GSMH Büyümesi	2
Dış Faiz Oranları		4	2
Dış Fiyat Seviyesi		2	1
Finansal Serbestleşme	Reel Faiz Oranları	1	1
	Kredi Büyümesi	7	5
	Borç-Mevduat Faiz Aralığı	1	-
	Para Çarpanı	1	1
Diğer Finansal Göstergeler	Paralel Piyasa Primi	1	1
	Merkez Parite	1	1
	Band Aralıkları Pozisyonu	1	1
	Para Talep-Arz Açığı	1	1
	Banka Mevduatlarındaki Gelişmeler	1	-
	Merkez Bankasının Bankalara Kredileri	1	1
	Para	3	2
	M2/Uluslararası Rezervler	3	3
Reel Sektör	Enflasyon	5	5
	Reel GSMH Büyümesi	9	5
	Üretim Açığı	1	1
	İstihdam/İşsizlik Oranı	3	2
	Menkul Kıymet Fiyatlarındaki Değişmeler	1	1

Krizin Bulaşması	Diğer Krizlerin Yansıması	1	1
Mali Faktörler	Mali Açık	5	3
	Kamu Tüketimi	1	1
	Kamu Sektörüne Kredi	3	3
Kurumsal ve Yapısal Faktörler	Çoklu Döviz Kurları	1	-
	Döviz/Sermaye Kontrolleri	1	1
	Açıklık	1	1
	Ticari Merkezileşme	1	-
	Banka Krizleri	1	1
	Finansal Serbesleşme		1
	Peg Edilmiş Döviz Kurundaki Aylık Harcamalar	1	1
	Geçmiş Döviz Piyasası Krizleri	1	1
	Geçmiş Döviz Piyasası Dalgalanmaları	1	-
Politik Faktörler	Seçim Zaferi	1	-
	Seçim Yenilgisi	1	1
	Yasal Yönetici Transferi	1	1
	Yasal Olmayan Yönetici Transferi	1	1

Tablo 5.3 Finansal Kriz Göstergeleri Üzerine Yapılan Dokuz Uygulamalı Çalışmada Önemli Bulunan Değişkenler (Bustelo, 2000)

	FR 96	STV 96	KLR 98	BP 99a	BP 99b	K 99	BM 99	W 99	V 00
Paranın Reel Değerlenmesi	X	X	X	X	X		X		X
Kısa Vadeli Borç/Rezervler					X	X	X	X	X
M 2/ Rezervler		X	X	X					X
Yerli Banka Kredileri	X	X	X					X	
Rezervler			X	X	X				X
GSYİH' nın Büyümesi	X		X					X	
Cari Açık/GSYİH				X	X		X		
İhracatın Artışı			X	X	X				

Not: FR 96: Frankel ve Rose (1996); STV 96: Sachs vd (1996a); KLR 98: Kaminsky vd(1998); BP 99a: Berg ve Patillo (1999a); BP 99b: Berg ve Patillo (1999b); K 99: Kaminsky (1999); BM 99: Bussiere ve Mulder (1999); W 99: Wirjanto (1999); ve V 00: Vlaar (2000)

Bustelo (2000), Kaminsky vd.(1998), Doğanlar(2006) ve Uygur (2001) başta olmak üzere çalışmada kullanılacak ekonomik kriz öncü göstergeleri şu şekilde belirlenmiştir:

A. Döviz Kuru ve Ödemeler Dengesi Göstergeleri

1. TÜFE Bazlı Reel Döviz Kuru- Reel Paranın Değerlenmesi (2005=100)
2. Cari İşlemler Dengesi / GSMH
3. Kısa Vadeli Dış Borçlar (KVDB) / GSMH
4. Cari Açık / Rezervler
5. İhracat / İthalat
6. Rezervler / İthalat
7. İhracat Artış Oranı
8. Tüketim Malı İthalatı/ Toplam İthalat

B. Parasal ve Finansal Göstergeler

9. KVDB / Rezervler
10. Rezervler /Toplam Borçlar
11. KVDB/ Top Borçlar
12. M2/M2Y
13. M2 / Rezervler
14. M2Y / Rezervler
15. İMKB Endeksi Değişimi

C. Bankacılık Göstergesi

16. Banka Kredileri/ GSMH

D. Reel Sektör Göstergesi

17. Kapasite Kullanım Oranı
18. Ara Mal İthalatı / Toplam İthalat

$M1 = \text{Dolaşımdaki Para} + \text{Vadesiz Mevduat}$

$M2 = M1 + \text{Vadeli Mevduat}$

$M2Y = M2 + \text{Yerleşiklerin Döviz Mevduatlar}$

Olmak üzere M2 ve M2Y ülkedeki geniş anlamda para arzıdır ve rezervlere oranı ülkedeki rezerv yeterliliğinin göstergesidir.

5.2. Çalışma Veri Setinin Oluşturulması

Seçilen göstergelerin belirtilen aralıktaki değerleri ile ilgili datanın toplanmasında başta Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası internet sitesindeki Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden (EVDS) ve Türkiye İstatistik Kurumunun “İstatistik Göstergeler 1923-2008” adlı yayını olmak üzere, ek olarak TÜİK, IMF, Dünya Bankası web sayfaları ve diğer bazı yayınlarından yararlanılmıştır. Tüm göstergeler için elde edilen ham datalar EK1’ de sunulmuştur.

5.3. Finansal Kriz Öncü Göstergelerinin Gelecek Değerlerinin Tahmininin Yapılması

5.3.1. İstatistiksel Tahmin Yöntemleri Literatür İncelemesi

Tahmin metotları genel olarak iki sınıfa ayrılır (Tuzkaya,2009):

1. Sayısal olmayan metotlar:

Uzun dönemli stratejik planlamada kullanılırlar. Delphi Metodu en bilinenlerindedir.

Bu metotlar:

- Yönetimin görüşü
- Uzman görüşü
- Pazar araştırmaları, demografik veriler ve ilgi grupları
- Yönetim, pazarlama, satın alma ve mühendislik disiplinleri ile ilgili teorik bilgiler ve eğilimlerden faydalanırlar.

2. Sayısal metotlar:

Genel olarak iki tip vardır:

Zaman serisi metotları:

Geçmiş datayı geleceği tahmin etmekte kullanılırlar. $y = f(t)$; talep tek başına zamanın bir fonksiyonu olarak ifade edilir.

- Hareketli ortalama
 - Basit hareketli ortalama
 - Ağırlıklandırılmış hareketli ortalama
- Üstel (Single eksponential) yumuşatma
- Ayarlanmış üstel (Double eksponential) yumuşatma
- T (zaman) tahminci olarak trend doğrusu
 - Lineer trend doğrusu

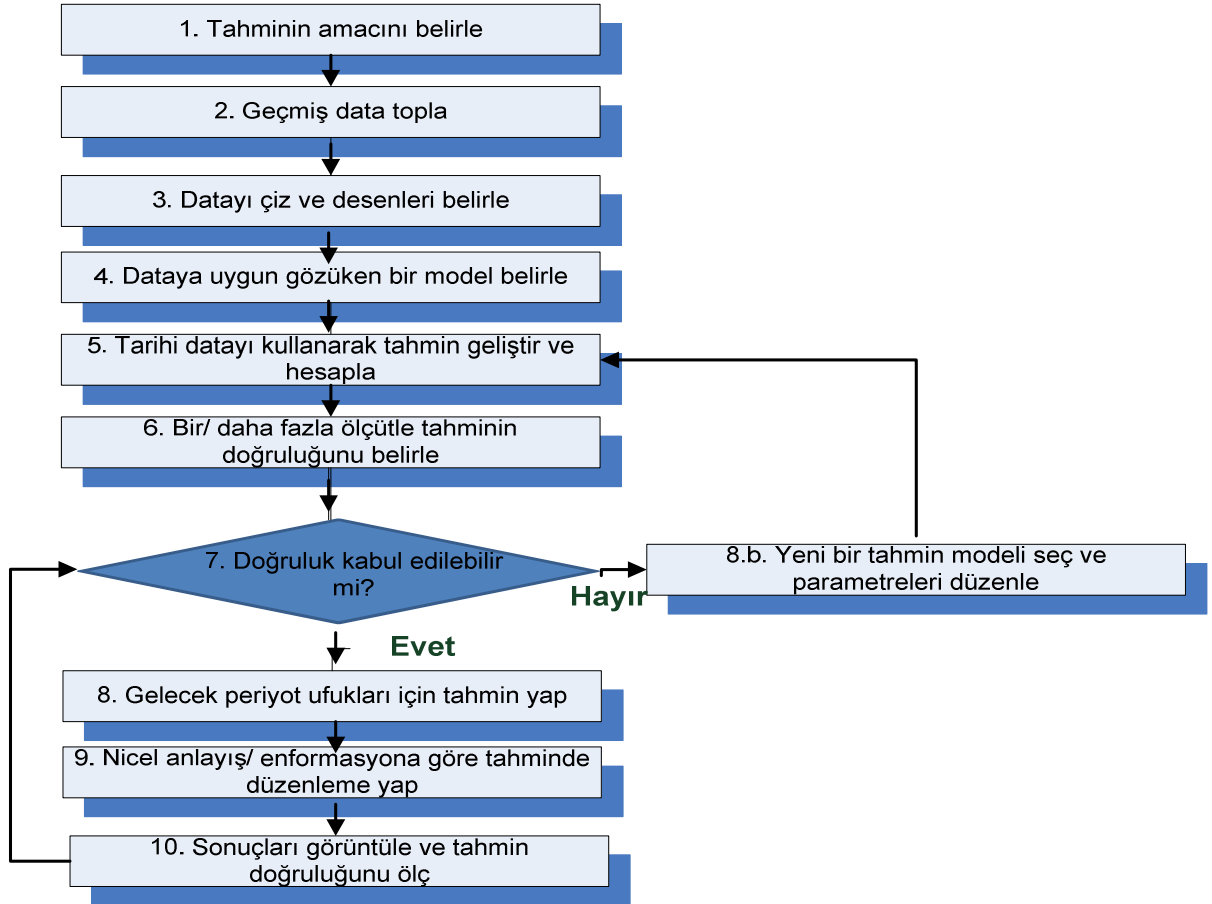
- Exponansiyel yumuşatma trend doğrusu
- Quadratik trend doğrusu
- S- Curve trend doğrusu

şeklinde sınıflara ayrılabilir.

Tesadüfi tahmin metodları:

Talep ve talebin davranışını etkileyen faktörler arasında matematiksel bir ilişki yaratmaya çalışılır. $y = f(X_1, X_2, \dots, X_n)$; talep ilişkili tahmincilerin bir fonksiyonu olarak ifade edilir. Çeşitleri:

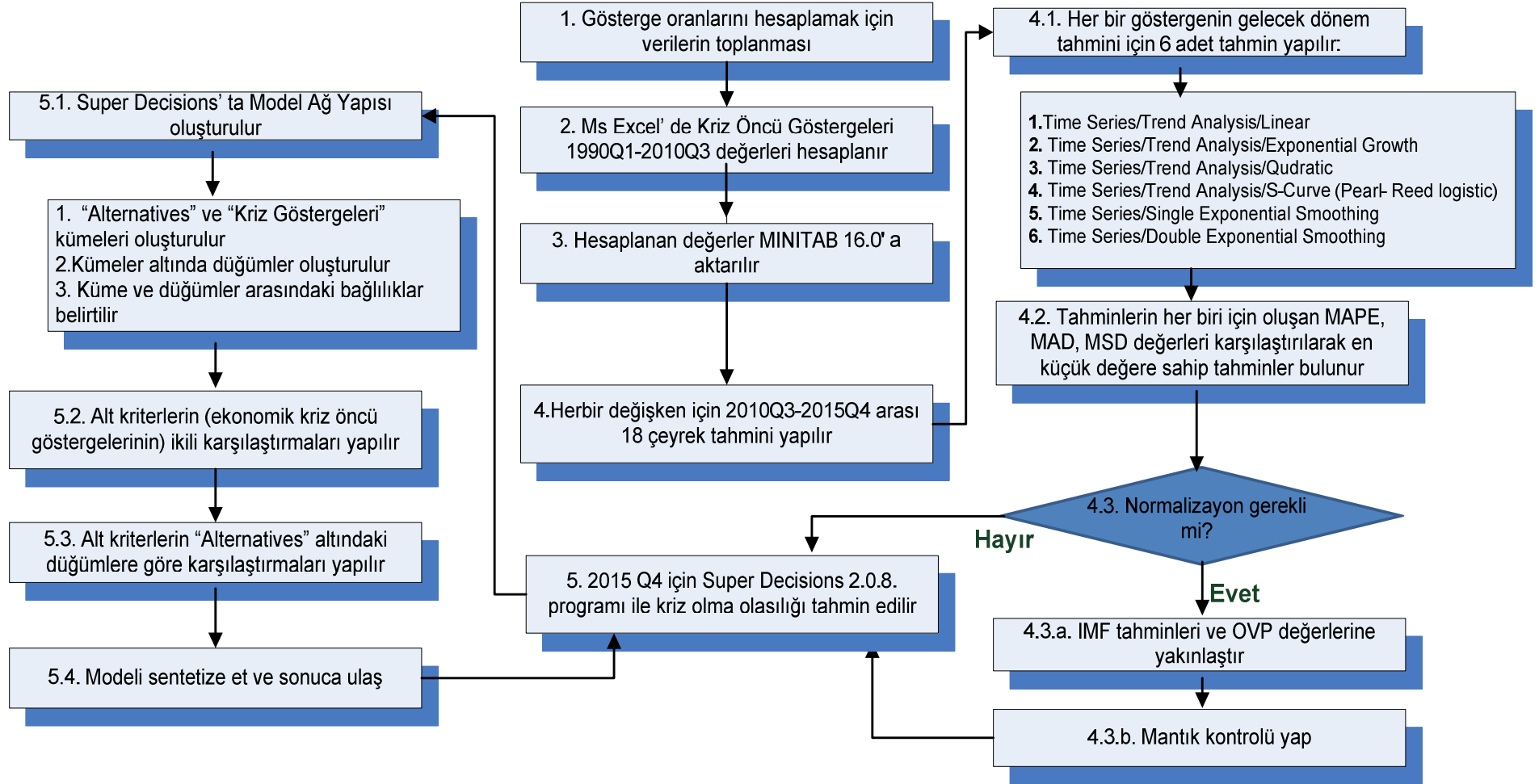
- Basit doğrusal regresyon: tek bir tahminci kullanır; “En Küçük Kareler Metodu”ndan yararlanır.
- Çoklu regresyon: çok sayıda tahminci kullanır.
- Mevsimsel Ayarlamalar



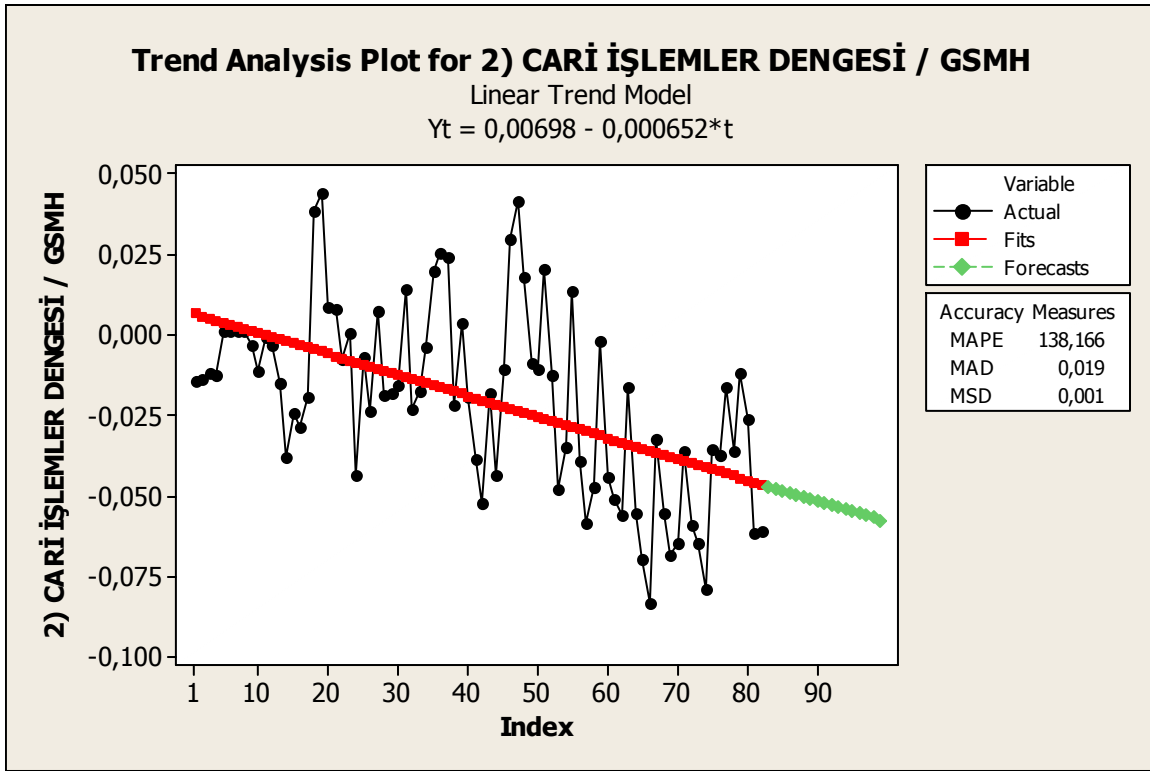
Şekil 5.2 Tahmin Prosesinin Adımları (Myers,1998)

5.3.2. Tahminlerin Yapılması

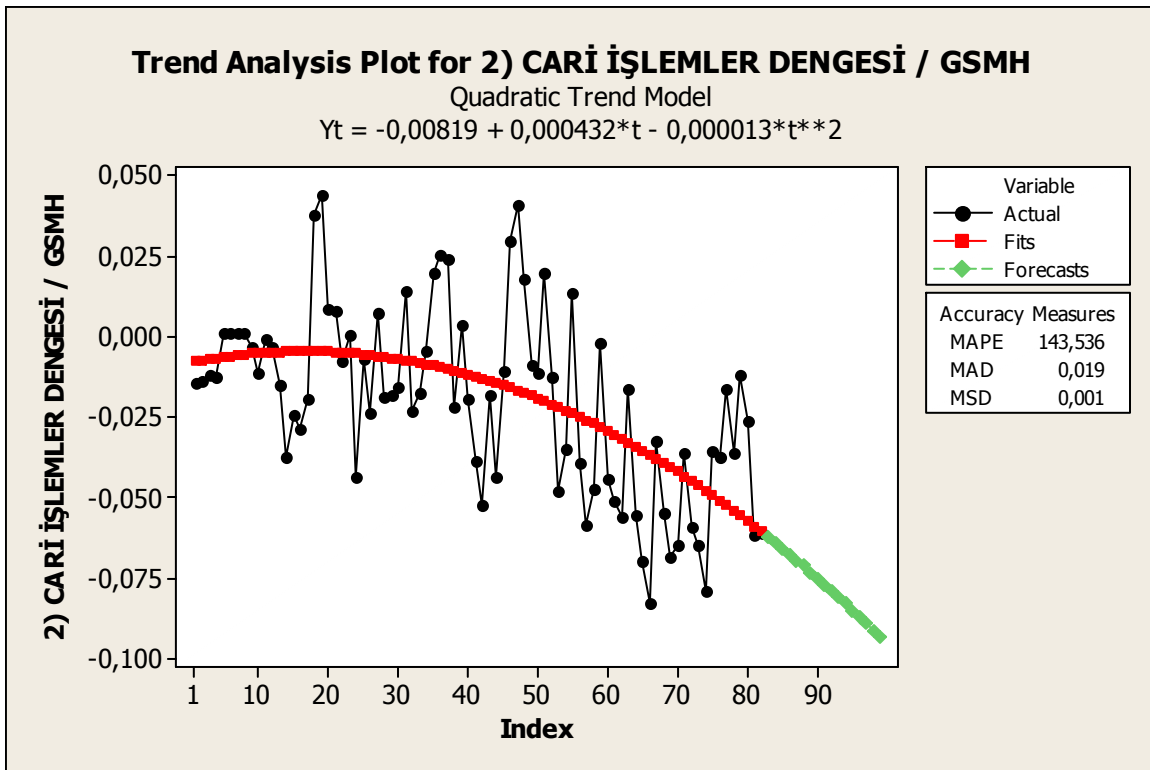
Tahmin metodolojisi şu şekilde tasarlanmıştır:



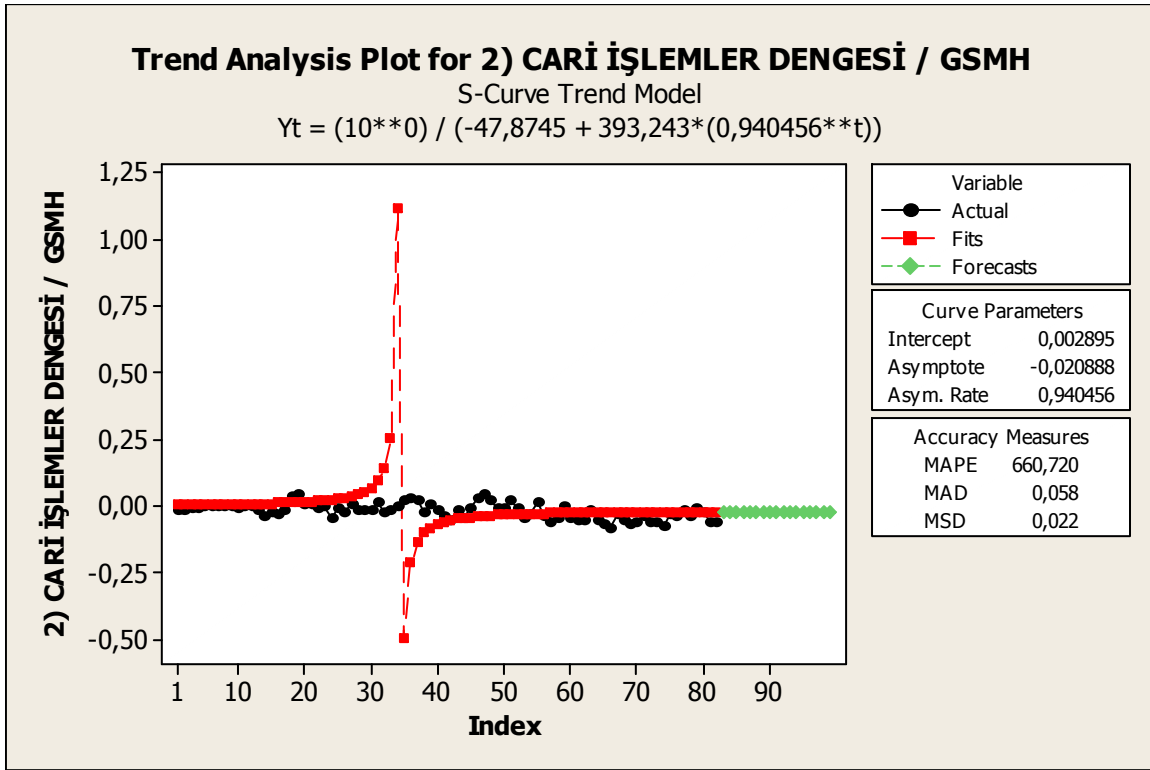
Şekil 5.3 Zaman Serileri Analizi ve Analitik Network Proses Yöntemiyle 2010Q4 İçin Finansal Kriz Olasılığı Tahmini Metodolojisi



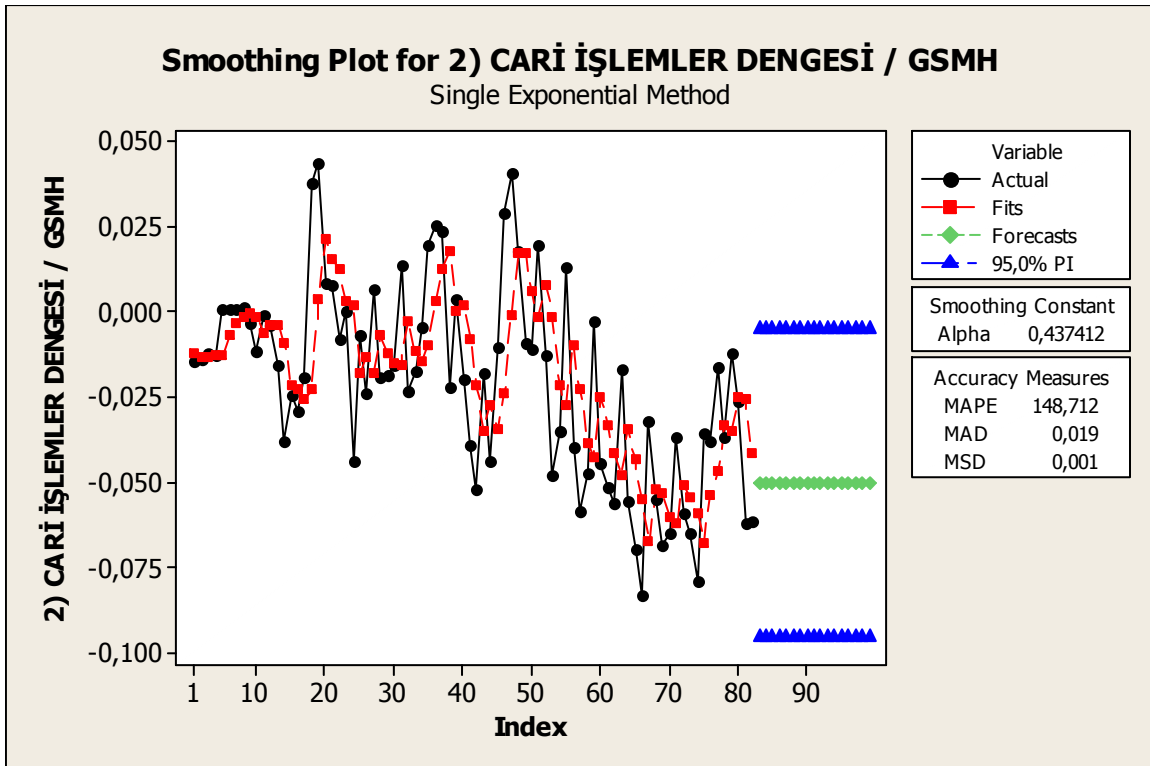
Şekil 5.4 Cari İşlemler Dengesi/ GSMH Linear Trend Modeli Tahmini



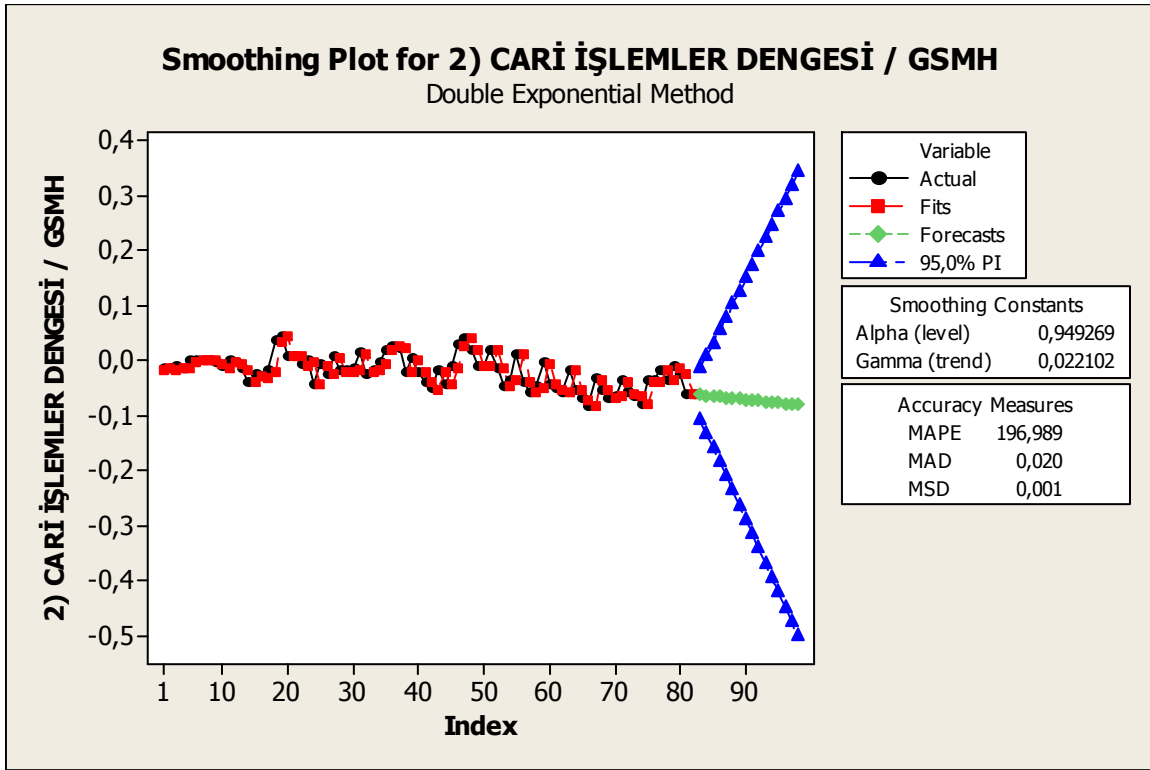
Şekil 5.5 Cari İşlemler Dengesi/ GSMH Quadratik Trend Modeli Tahmini



Şekil 5.6 Cari İşlemler Dengesi/ GSMH S- Curve Trend Modeli Tahmini



Şekil 5.7 Cari İşlemler Dengesi/ GSMH Single Exponential Smoothing Metodu Tahmini



Şekil 5.8 Cari İşlemler Dengesi/ GSMH Double Exponential Smoothing Metodu Tahmini

Tablo 5.4 Cari İşlemler Dengesi/GSMH İçin Farklı Tahmin Türlerine Göre Sonuçlar

	Linear Trend	Exponentia I Trend*	Qudratik Trend	S-Curve Trend	Single Exponentia I Smt. Metodu	Double Exponentia I Smt. Metodu	IMF (2015 Tahmini)	OVP (2013 Tahmini)
MAPE	138,166	*	143,536	660,720	148,712	196,969	0,000	0,000
MAD	0,0190	*	0,0190	0,0580	0,0190	0,0200	0,000	0,000
MSD	0,0010	*	0,0010	0,0220	0,0010	0,0010	0,000	0,000
TAHMİN	-5,75%	*	-9,34%	-2,10%	-4,90%	-8,00%	-6,16%	-5,52%
* Dataların karakteristiği tahmin modeline uymadığından tahmin yapılamamıştır.								

Metodolojide belirtildiği üzere, herbir kriz göstergesi için 6 farklı tahmin yapılmıştır. Üstteki tablodan da görülebileceği gibi herbir yöntem için farklı tahmin sonuçları elde edilmiştir. Bu noktada farklı tahmin yöntemlerinden biri seçilmek durumundadır. Bu seçim, ortaya çıkan tahmin hatalarına (sapmalarına) göre yapılacaktır:

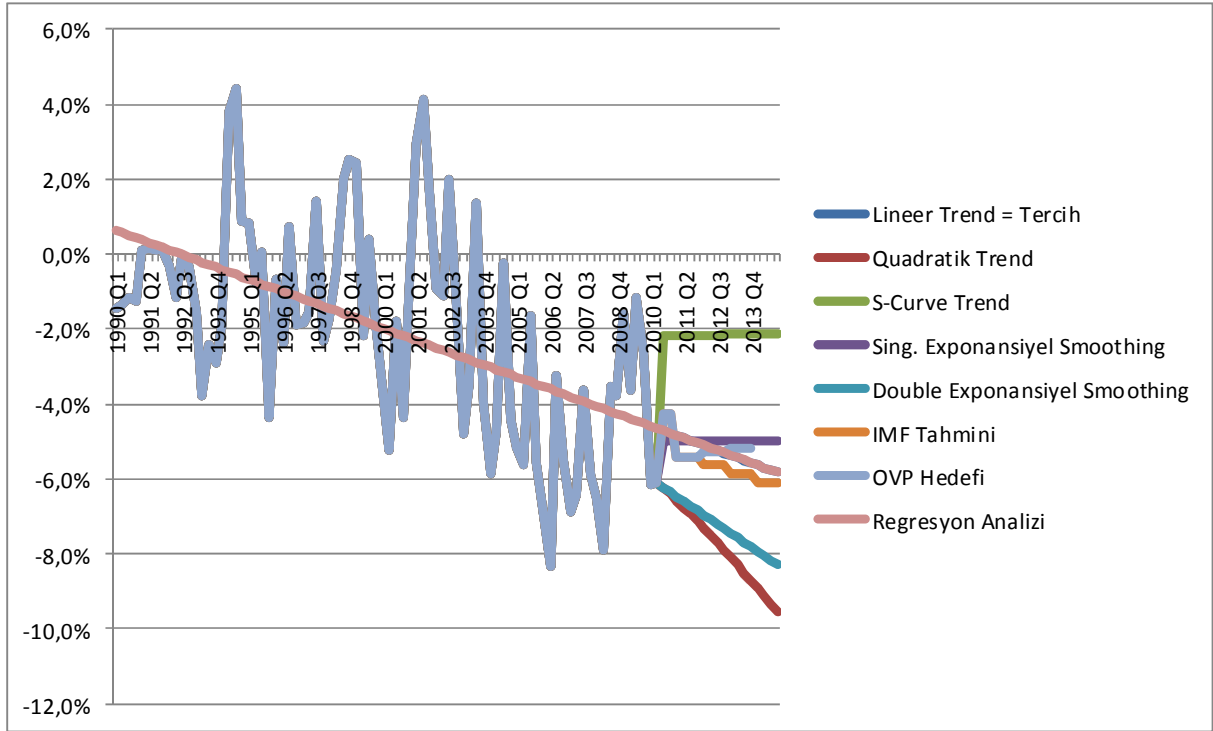
MAPE (Mean Absolute Percentage of Errors): Mutlak Hata Yüzdelerinin Ortalaması

MAD (Mean Absolute Deviation): Ortalama Mutlak Sapma

MSE (Mean Square of Deviation): Ortalama Hataların Karesi

Tahmin hatası (sapması) daha düşük olan tahmin yöntemi tercih edilmekle birlikte mantıksal doğrulama zorunludur. Bu da değerler için çizgi grafiği çizilmesi ve varsa IMF tahminleri ve hükümetin 2010-2013 hedeflerini belirleyen Orta Vadeli Plan (OVP) ile sağlanmıştır.

Cari İşlemler Dengesi/GSMH için yapılan tahminlerin sapmalarına bakıldığında “Lineer Trend” yönteminin MAPE, MAD, MSD değerlerinin küçüklüğü göze çarpmaktadır. IMF tahmini ve OVP hedeflerine uygunluğu göz önüne alınarak “Lineer Trend” yöntemi tercih edilir.



Şekil 5.9 Cari İşlemler Dengesi/ GSMH İçin Farklı Tahmin Yöntemlerinden Elde Edilen Sonuçlar

Tablo 5.5 18 Ekonomik Kriz Öncü Göstergesi İçin Farklı Tahmin Yöntemlerine Göre Elde Edilen Yöntemlerinin Tahmin Güvenilirlikleri ve Doğru Yöntemin Seçimi

	1) TÜFE BAZLI REEL KUR (2005=100)				2) CARİ İŞLEMLER DENGESİ / GSMH			
	MAPE	MAD	MSD	TAHMİN	MAPE	MAD	MSD	TAHMİN
Lineer Trend	4,4573	5,0718	36,4345	141,0380	138,1660	0,0190	0,0010	-0,0575
Exponential Trend	4,4887	5,1129	37,4460	145,5480	*	*	*	*
Qudratik Trend	4,2848	4,9163	32,8234	118,4000	143,5360	0,0190	0,0010	-0,0934
S-Curve Trend	4,3388	5,0040	33,5847	121,6900	660,7200	0,0580	0,0220	-0,0210
Single Exp. Smt. Metodu	4,0913	4,6766	31,2114	131,6330	148,7120	0,0190	0,0010	-0,0490
Double Exp. Smt. Metodu	4,1056	4,5954	33,4529	156,7500	196,9690	0,0200	0,0010	-0,0800
IMF Tahmini								-0,0616
OVP Tahmini (2013 için)								-0,0552
Kabul Edilen Yöntem	(Sing. Exp+DoubleExp. Ort.)/2				Lineer Trend			
Tercih Sebebi	Mantıki Sorg.(Grafik)+ Min Tahm. Hatası				IMF ve OVP' ye En Yakın Tahmin			
Tahmin Değeri	131,7000		144,1915		-0,0612		-0,0575	
	3)KVDB / GSMH				4) CARİ AÇIK / REZERVLER			
	MAPE	MAD	MSD	TAHMİN	MAPE	MAD	MSD	TAHMİN
Lineer Trend	17,1567	0,0457	0,0036	0,3475	163,4470	0,0760	0,0110	-0,1157
Exponential Trend	16,7577	0,0461	0,0038	0,3627	*	*	*	*
Qudratik Trend	13,0904	0,0377	0,0024	0,1449	156,8740	0,0740	0,0100	-0,2668
S-Curve Trend	*	*	*	*	481,4530	0,2130	0,3020	-0,0551
Single Exp. Smt. Metodu	10,6826	0,0304	0,0014	0,3331	147,1010	0,0700	0,0110	-0,1334
Double Exp. Smt. Metodu	11,7136	0,0327	0,0016	0,3932	185,9270	0,0720	0,0120	-0,2144
Kabul Edilen Yöntem	(Sing. Exp+DoubleExp. Ort.)/2				Single Exp. Smoothing			
Tercih Sebebi	Min Tahm. Hatası+Mantıki Sorg. (Grafik)				Min Tahm. Hatası+Mantıki Sorg. (Grafik)			
Tahmin Değeri	0,3408		0,3632		-0,1568		-0,1330	
	5)İHRACAT / İTHALAT(3 AYLIK)				6)REZERVLER / İTHALAT (3 AYLIK)			
	MAPE	MAD	MSD	TAHMİN	MAPE	MAD	MSD	TAHMİN
Lineer Trend	9,6961	0,0607	0,0068	0,6748	19,7781	0,2667	0,1111	2,1161
Exponential Trend	9,5556	0,0603	0,0069	0,6740	19,9250	0,2824	0,1228	2,3371
Qudratik Trend	9,5396	0,0599	0,0068	0,7181	16,6346	0,2235	0,0825	1,1508
S-Curve Trend	9,4380	0,0603	0,0070	0,6724	*	*	*	*
Single Exp. Smt. Metodu	7,7885	0,0498	0,0046	0,5697	12,4225	0,1783	0,0576	1,6761
Double Exp. Smt. Metodu	7,9053	0,0505	0,0048	0,4952	13,7521	0,1964	0,0664	1,6203
OVP Tahmini (2013 için)				0,6530				
Kabul Edilen Yöntem	S-Curve Trend				Single Exp. Smoothing			
Tercih Sebebi	OVP Tahminine En Yakın Tahmin				Min Tahm. Hatası+Mantıki Sorg. (Grafik)			
Tahmin Değeri	0,5746		0,6724		1,5818		1,6761	

Önceki Sayfadan Devam...								
	7) İHRACAT ARTIŞ ORANI				8) TÜKETİM MALI İTHALATI/ T. İT			
	MAPE	MAD	MSD	TAHMİN	MAPE	MAD	MSD	TAHMİN
Linear Trend	543,4210	0,1070	0,0210	0,1893	13,9366	0,0128	0,0003	0,1404
Exponential Trend	*	*	*	*	13,8979	0,0130	0,0003	0,1483
Qudratik Trend	639,2800	0,1070	0,0200	0,0103	13,8554	0,0128	0,0003	0,1324
S-Curve Trend	10.340,7000	0,2000	0,2000	0,2466	14,8481	0,0138	0,0003	0,1220
Single Exp. Smt. Metodu	772,1790	0,0790	0,0140	0,1310	9,8043	0,0097	0,0002	0,1313
Double Exp. Smt. Metodu	841,3960	0,0750	0,0130	0,3506	10,2907	0,0101	0,0002	0,1417
OVP Tahmini (2013 İçin)				0,0012				
Kabul Edilen Yöntem	Single Exp. Smoothing				Single Exp. Smoothing			
Tercih Sebebi	OVP Tahminine En Yakın Tahmin				Min Tahm. Hatası+Mantıki Sorg. (Grafik)			
Tahmin Değeri	0,2385		0,1310		0,1317		0,1313	
	güzel örnek							
	9) KVDB / REZERVLER				10) REZERVLER / TOP. BORÇLAR			
	MAPE	MAD	MSD	TAHMİN	MAPE	MAD	MSD	TAHMİN
Linear Trend	22,3201	0,1764	0,0471	1,8652	21,1295	0,0324	0,0015	0,3451
Exponential Trend	23,1192	0,1987	0,0578	2,3521	21,2058	0,0352	0,0018	0,4349
Qudratik Trend	21,7213	0,1691	0,0454	1,6300	20,0825	0,0303	0,0014	0,2875
S-Curve Trend	20,0625	0,1678	0,0463	1,4557	19,2112	0,0316	0,0015	0,2866
Single Exp. Smt. Metodu	11,3229	0,0990	0,0158	1,1374	10,0807	0,0156	0,0004	0,2665
Double Exp. Smt. Metodu	11,6090	0,1019	0,0165	1,1105	10,1952	0,0156	0,0004	0,3061
Kabul Edilen Yöntem	Double Exp. Smoothing				Double Exp. Smoothing			
Tercih Sebebi	Min Tahmin Hatası+Mantıki Sorg. (Grafik)				Min Tahmin Hatası+Mantıki Sorg. (Grafik)			
Tahmin Değeri	1,1460		1,1105		0,2666		0,3061	
	11) KVDB/ TOP BORÇLAR				12) M2/M2Y			
	MAPE	MAD	MSD	TAHMİN	MAPE	MAD	MSD	TAHMİN
Linear Trend	13,9320	0,0251	0,0009	0,1875	13,300	0,079	0,009	0,599
Exponential Trend	13,8376	0,0253	0,0009	0,1849	12,911	0,077	0,009	0,597
Qudratik Trend	13,1705	0,0235	0,0009	0,1603	6,313	0,036	0,002	1,042
S-Curve Trend	*	*	*	*	*	*	*	*
Single Exp. Smt. Metodu	5,0069	0,0096	0,0002	0,2396	2,9335	0,0164	0,0006	0,7244
Double Exp. Smt. Metodu	5,0985	0,0097	0,0002	0,2706	2,979	0,017	0,001	0,772
Kabul Edilen Yöntem	Double Exp. Smoothing				Double Exp. Smoothing			
Tercih Sebebi	Min Tahmin Hatası+Mantıki Sorg. (Grafik)				Min Tahmin Hatası+Mantıki Sorg. (Grafik)			
Tahmin Değeri	0,233		0,271		0,7237		0,7720	

Önceki Sayfadan Devam...								
	13)M2 / REZERVLER				14)M2Y / REZERVLER			
	MAPE	MAD	MSD	TAHMİN	MAPE	MAD	MSD	TAHMİN
Lineer Trend (1990--)	72,557	1,213	1,936	2,926	25,214	0,936	1,610	2,533
Lineer Trend (2000--)	17,310	0,376	0,217	6,353	8,766	0,309	0,142	4,360
Exponential Trend (1990--)	62,399	1,189	2,076	2,748	23,053	0,910	1,643	2,892
Exponential Trend (2000--)	14,913	0,342	0,171	8,760	8,646	0,307	0,139	4,388
Qudratik Trend (1990--)	31,980	0,502	0,519	9,727	16,332	0,642	1,005	6,977
Qudratik Trend (2000--)	13,704	0,327	0,153	8,942	7,252	0,252	0,094	6,593
S-Curve Trend (1990--)	*	*	*	*	*	*	*	*
S-Curve Trend (2000--)	*	*	*	*	*	*	*	*
Single Exp. Smt. Metodu	23,093	0,434	0,492	5,015	11,144	0,487	0,742	4,527
Double Exp. Smt. Metodu	20,392	0,421	0,510	6,070	11,032	0,495	0,804	5,041
Regresyon Analizi (1990--)				2,923				2,530
Regresyon Analizi (2000--)				6,356				4,358
Kabul Edilen Yöntem	Lineer Trend (2000--)				(Sing. Exp+DoubleExp. Ort.)/2			
Tercih Sebebi	Min Tahmin Hatası+Mantıki Sorg. (Grafik)				Min Tahmin Hatası+Mantıki Sorg. (Grafik)			
Tahmin Değeri	5,0749		6,3535		4,5658		4,7840	
	15)İMKB ENDEKSİ DEĞİŞİMİ				16)BANKA KREDİLERİ/ GSMH			
	MAPE	MAD	MSD	TAHMİN	MAPE	MAD	MSD	TAHMİN
Lineer Trend (1990--)	201,0350	0,4480	0,3490	0,1342	27,338	0,160	0,040	1,179
Lineer Trend (2000--)	208,466	0,365	0,257	-0,012	23,925	0,142	0,028	1,755
Exponential Trend (1990--)	*	*	*	*	22,588	0,145	0,037	1,182
Exponential Trend (2000--)	*	*	*	*	19,587	0,122	0,020	2,333
Qudratik Trend (1990--)	202,0750	0,4340	0,3270	-0,6666	20,474	0,114	0,019	2,003
Qudratik Trend (2000--)	180,3810	0,373	0,238	1,326	12,158	0,080	0,010	3,140
S-Curve Trend (1990--)	*	*	*	*	17,714	0,126	0,042	-0,389
S-Curve Trend (2000--)	*	*	*	*	25,683	0,246	0,278	-0,314
Single Exp. Smt. Metodu	126,3100	0,2740	0,1350	0,2193	11,086	0,070	0,008	1,478
Double Exp. Smt. Metodu	129,4060	0,2870	0,1460	0,0090	11,341	0,069	0,007	2,170
Regresyon Analizi (1990--)				0,1340				1,161
Regresyon Analizi (2000--)				0,002				1,754
Kabul Edilen Yöntem	Single Exp. Smoothing				Qudratik Trend (1990--)			
Tercih Sebebi	Min Tahmin Hatası+Mantıki Sorg. (Grafik)				Mantıki Sorg. (Grafik)+ Min Tahmin Hatası			
Tahmin Değeri	0,2222		0,2193		1,4983		2,0027	
	17)KKO				18)ARA MAL İTHALATI / T. İTHALAT			
	MAPE	MAD	MSD	TAHMİN	MAPE	MAD	MSD	TAHMİN
Lineer Trend	5,175	3,935	22,836	77,546	4,1605	0,029	0,0014	0,7213
Exponential Trend	5,194	3,959	22,865	77,211	4,1713	0,029	0,0014	0,7211
Qudratik Trend	4,819	3,667	21,104	70,091	3,9235	0,027	0,0012	0,8012
S-Curve Trend	*	*	*	*	*	*	*	*
Single Exp. Smt. Metodu	3,347	2,519	13,499	72,969	3,7020	0,026	0,0010	0,7178
Double Exp. Smt. Metodu	3,555	2,700	14,856	71,766	3,6763	0,026	0,0011	0,7211
Regresyon Analizi				77,520				0,7213
Kabul Edilen Yöntem	Regresyon Analizi				Double Exp. Smoothing			
Tercih Sebebi	Mantıki Sorg. (Grafik)				Min Tahmin Hatası+Mantıki Sorg. (Grafik)			
Tahmin Değeri	73,900				0,7164		0,7211	

5.4. Çok Kriterli Karar Verme Yöntemlerinden Analitik Network Proses Yöntemiyle 2014Q4 İçin Finansal Kriz Olma Olasılığının Hesaplanması

5.4.1. Çok Kriterli Karar Verme-ÇKKV (Multi-Criteria Decision Making-MCDM)

Çok Kriterli Karar Verme (ÇKKV) (Multi-Criteria Decision Making, MCDM), en iyi bilinen karar verme yöntemlerinden biridir.

ÇKKV teknikleri günlük hayatın her alanında ve her düzeyde uygulanır:

Mikro ölçekte :Kişisel kararlar (Yatırım kararları, gayrimenkul alımı,kariyer planlaması, günlük kararlar), aile bütçesi planlaması

Orta ölçekte :İşletme, örgüt kararları (Stratejik kararlar, üretim planlaması, yatırım kararları), kamu ve kar amacı gütmeyen kuruluşlarda grup kararları, öncelik belirlenmesi

Makro ölçekte :Devlette bütçe dağıtım aşamaları, yatırım kararları, makro ekonomik hedef belirlenmesi, holdinglerde yatırım kararları, stratejik öncelik belirlenmesi

Bazı büyük bütçeli çok kriterli karar verme projeleri arasında aşağıdakileri sayabiliriz.

- Norveç Enerji Bakanlığının 542 yatırım projesi arasında değerlendirme ve seçim projesi
- Nükleer reaktör yerleşim yeri seçim projesi
- Microsoft'ta Windows program çalışma öncelikleri
- NATO üst düzey yönetici terfi projesi (Kocamustafaogulları, 2007):
- Britanya Bağımsız Bilimsel Uyuşturucu Komitesi(ISCDD) ve Avrupa Uyuşturucu Bağımlılığı İzleme Merkezi (EMCDDA) "Sağlığa Zararlı Maddeler Karşılaştırılması" çalışması- 2010: Sağlığa zararlı maddeler; 9 kriter açısından kullanıcıya, 7 kriter açısından da diğerlerine olmak üzere ÇKKV yöntemi ile incelenmiştir. Çalışma sonucunda 100 puan üzerinde alkol 72, eroin 55, crack 54, kokain 27,tütün 26, esrar 20, extacy 9 puan almıştır.

ÇKKV ile ilgili bazı temel kavramları şöyle tanımlayabiliriz (Doğan,2004)

- **Alternatifler:** Genellikle alternatifler, Karar Vericiye sunulan değişik faaliyet seçeneklerini temsil ederler. Sonlu sayıdaki alternatifler, birkaç tane olabileceği gibi binlerce de olabilmektedir.

- **Kriterler:** Kriterler de; söz konusu probleme bağlı olarak birkaç tane de olabilir, çok daha fazla sayıda da olabilirler. Kriterlerin sayısının fazla olduğu pek çok problemde, kriterler hiyerarşik bir yapıya sahiptirler. Bazı kriterler temel kriter niteliğini taşıırken, diğerleri bunların alt kriterleri; hatta bir ağaç yapısında alt kriterlerin de alt kriterleri şeklinde tanımlanabilmektedirler.
- **Kriterler arasında çatışma:** Çok kriterli problemlerde genellikle kriterler arasında çatışma olabilmektedir. Örneğin iş seçimi örneğine bakarsak, “maaş miktarı” kriteri doğal olarak “çalışma koşulları” kriteri ile çatışacaktır. Çok rahat çalışma koşulları sunan bir işte çalışırken muhtemelen yüksek maaş ödemesi yapılmayacaktır.
- **Karar Ağırlıkları:** Hemen hemen her ÇKKV problemini çözebilmek için, her bir kriterin göreceli önemini gösteren bir bilgiye gereksinim duyulur. Kriterlerin göreceli önemi genellikle toplamı “bir” olacak şekilde normalize edilmiş bir ağırlıklar kümesi şeklinde verilir. N tane kriter olması durumunda, ağırlık kümesi aşağıdaki gibidir

$$W^T = (W_1, W_2, \dots, W_N) \text{ ve } \sum_{j=1}^N W_j = 1$$

- **Karar Matrisi:** Bir ÇKKV problemi, matris formatında kolayca ifade edilebilir. Herhangi bir karar matrisi D, mxn boyutunda bir matristir ve elemanları olan x_{ij} 'ler; genellikle A_i ile gösterilen i seçeneğinin, x_j ile gösterilen j kriterine göre performans değerlendirmesini göstermektedir.

ÇKKV, birden fazla ve genellikle birbirleri ile çelişen kriterlerin bulunduğu ortamlarda alternatifler arasından tercih yapmayı ifade eder. Örneğin, bir kişi; maaşa, işyerinin mevkisine, terfi imkanlarına, iş arkadaşlarına vs. bakarak birçok teklif edilen iş arasından birini seçebilir. Yine bir kişi; fiyatına, emniyet durumuna, konfor durumuna, yakıt sarfiyatına bakarak birçok teklif edilen araç arasından birini seçebilir. Bu şekilde örnekler artırılabilir. şahıslar, organizasyonlar, toplumlar ve tüm milletler bu çeşit problemlerle, örneğin ÇKKV problemleriyle, yüz yüze gelirler. Bir ÇKKV problemi, Şekil 3.1'de gösterilen matris formatında özlü olarak ifade edilebilir.

	X_1	X_2	...	X_n
A_1	X_{11}	X_{12}	...	X_{1n}
A_2	X_{21}	X_{22}	...	X_{2n}
...
A_m	X_{m1}	X_{m2}	...	X_{mn}

Şekil 3-5.10 Bir ÇKKV Problemini İfade Etmek İçin Bir Matris Formatı (Öz,2007)

Burada; A_i , $i=1,\dots,m$, alternatifleri ifade eder; X_j , $J=1,\dots,n$, alternatif performanslarının ölçülmesinde kullanılan kriterler; ve X_{ij} ise X_j kriterine göre A_i alternatifinin performansdır (Öz,2007)

ÇKKV yöntemlerinin önde gelenleri şu şekilde sıralanabilir:

5.4.1.1. Analitik Hiyerarşi Prosesi (Analytic Hierarchy Process-AHP)

Thomas L. Saaty (1980) tarafından geliştirilen AHP yöntemi karar vericilerin karmaşık problemleri; problemin ana hedefi, kriterleri, alt kriterler ve alternatifleri arasındaki ilişkiyi gösteren hiyerarşik bir yapıda modellemelerine olanak veren yaygın olarak kullanılan çok kriterli karar verme yöntemlerinden bir tanesidir. (Herişçakar, 1999)

Hiyerarşik yapı kurulduktan sonra karar alternatiflerinin değerlendirilmesi için hiyerarşinin her seviyesindeki elemanların ikili karşılaştırmaları yapılır. AHP yönteminde karar verici her seviyedeki n tane kriter veya alternatif için $\frac{n * (n - 1)}{2}$ tane ikili karşılaştırma yapmak zorundadır. Elde edilen sonuçlara göre alternatiflerin puanları hesaplanır (Karakışoğlu, 2008).

AHP, karar analizi yöntemlerinden gerçek hayata en çok uyarlanıp başarılı sonuçlar vermiş olanıdır. AHP'nin başarılı uygulama alanları ve metodu kullananlardan birkaç örnek aşağıda verilmiştir (Öz, 2007):

Mimari : Saaty ve Beltron (1982)

Finans : Vargas ve Saaty (1981), Jensen (1987)

Portföy Seçimi : Saaty , Rogers ve Pell (1980), Wind ve Douglas (1981)

Enerji Tahsisi : Saaty ve Bennett (1977)

Harp Oyunları : Might ve Daniel (1989)

Teknoloji Transferi : Romanujam ve Saaty (1981)

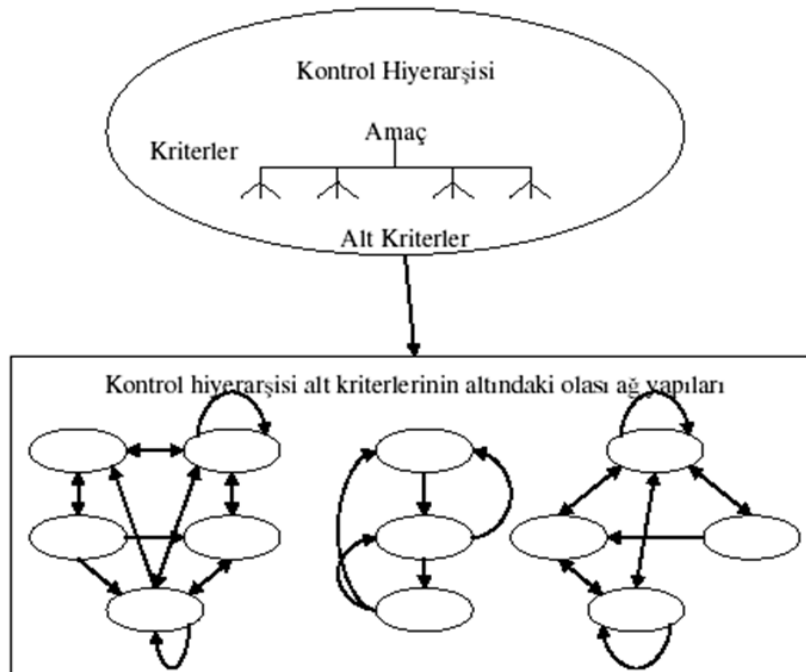
AHP yönteminin en önemli özelliği karar vericinin hem objektif hem de sübjektif düşüncelerini karar sürecine dâhil edebilmesidir. Bir başka ifade ile AHP, bilginin, deneyimin, bireyin düşüncelerinin ve önsezilerinin mantıksal bir şekilde birleştirildiği bir yöntemdir.

5.4.1.2. Analitik Network Proses (Analytical Network Process - ANP)

AHP yöntemi hem sübjektif hem de objektif etkenleri soruna dahil ettiğinden birçok karar verme yöntemine göre daha gerçekçi bir yöntemdir.

Ancak, birçok karar verme problemi hiyerarşik olarak yapılandırılmaz. Çünkü bu tip karar problemlerinde yüksek seviyedeki faktörlerin daha alt seviyedeki faktörler üzerinde bağımlılığı ve etkileşimi vardır. Fonksiyonel bağımlılık içeren bir problemin yapılandırılması faktör grupları arasındaki geribildirim ile sağlanabilir. Örneğin bir bilgi sistemi projesi seçimi probleminde aday projeler arasında teknik bağımlılık, kaynak bağımlılığı ve kazanç bağımlılığı söz konusudur, problemin modellenmesinde bu bağımlılıkların dikkate alınmaması yanlış alternatiflerin seçilmesine ve kazanç ve kaynak kayıplarına neden olabilmektedir.

Bu tür sorunları çözmek için, AHP yaklaşımının daha genel bir şekli olan, karar verme ölçütleri ve seçenekleri arasında ve kendi içlerinde geri besleme ve bağımlılığa olanak tanıyan, dolayısıyla karmaşık karar çevrelerinin daha doğru bir şekilde modellenebildiği Analitik Ağ Prosesi (ANP) yaklaşımı ortaya konmuştur.



Şekil 5.11 ANP' de Kriterler ve Alt Kriterleri Altındaki Olası Ağ Yapıları (Oğuz, 2007)

Şekil 6.9' da da görülebileceği gibi ANP iki alt bölümden oluşmaktadır. İlk bölüm modeldeki karşılıklı etkileşimleri kontrol eden faktörlerin oluşturduğu kontrol hiyerarşisidir. İkincisi ise faktörler ve faktörlerin oluşturduğu kümeler arasındaki etkileşimlerin oluşturduğu alt gruplardır. ANP'nde karar verme problemi bir ağ şeklinde modellenmekte ve bu aşamada faktör grupları arasındaki dış bağımlılıklar, geribildirimler ve aynı faktör grubu içinde yer alan iç bağımlılıklar dikkate alınmaktadır. ANP bu yapıyla daha etkin kararların verilmesini sağlamaktadır. (Oğuz, 2007)

ANP sürecinde sorunun yapılandırılmasının ardından kriterlerin önemlerinin belirlenerek seçeneklerin kriterlere göre performans değerlerinin elde edilmesi ve sorunun modellenmesi gerekmektedir. Bu aşamada ölçeklerden faydalanılmaktadır. ANP, oran ölçeklerine dayanan bir teoridir.

Elemanlar, sahip oldukları ortak bir özelliğe ya da bir kriterin gerçekleştirilmesine ilişkin katkılarına göre ikililer halinde karşılaştırılırken dikkate alınması gereken bir kavram baskınlıktır (dominance). Bir elemanın baskın olması, onun diğer elemandan daha önemli olması, daha muhtemel olması ya da daha çok tercih edilmesi anlamına gelmektedir. İki eleman baskınlıklarına göre karşılaştırılırken elemanlardan küçük olan birim olarak seçilir ve büyük olan o birimin katı şeklinde ifade edilir.

$$\begin{array}{c}
 \begin{array}{c}
 C_1 \\
 \vdots \\
 C_2 \\
 \vdots \\
 C_N
 \end{array}
 \end{array}
 W =
 \begin{array}{c}
 \begin{array}{c}
 e_{11} \\
 e_{12} \\
 \vdots \\
 e_{1n1} \\
 e_{21} \\
 e_{22} \\
 \vdots \\
 e_{2n2} \\
 \vdots \\
 e_{N1} \\
 e_{N2} \\
 \vdots \\
 e_{NnN}
 \end{array}
 \begin{array}{c}
 C_1 \\
 C_2 \\
 \dots \\
 C_N
 \end{array}
 \begin{array}{c}
 e_{11} \ e_{12} \ e_{1n1} \\
 e_{21} \ e_{22} \ e_{2n2} \\
 \dots \\
 e_{N1} \ e_{N2} \ e_{NnN}
 \end{array}
 \begin{array}{c}
 W_{11} \\
 W_{12} \\
 \dots \\
 W_{1N} \\
 W_{21} \\
 W_{22} \\
 \dots \\
 W_{2N} \\
 \vdots \\
 \vdots \\
 \vdots \\
 \vdots \\
 W_{N1} \\
 W_{N2} \\
 \dots \\
 W_{NN}
 \end{array}
 \end{array}$$

Şekil 5.12 ANP' de Süpermatrisler (Oğuz, 2007)

Buna göre, bir i elemanı bir j eleman ile karşılaştırıldığında ölçekteki pozitif değerlerden birini alıyorsa, j elemanı i elemanı ile karşılaştırıldığında bu değer çarpmaya göre tersi olan değeri alacaktır. i elemanı, j elemanı ile karşılaştırılması sonucu, W_{ij} şeklinde gösterilir.

$$W_{ij} = \begin{pmatrix} W_{i_1}^{(j1)} & W_{i_1}^{(j2)} & \dots & W_{i_1}^{(j_n)} \\ W_{i_2}^{(j1)} & W_{i_2}^{(j2)} & \dots & W_{i_2}^{(j_n)} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ W_{i_n}^{(j1)} & W_{i_n}^{(j2)} & \dots & W_{i_n}^{(j_n)} \end{pmatrix}$$

Şekil 5.13 ANP' de Göreceli Değerler(Oğuz, 2007)

ANP' de ikili karşılaştırma matrislerinin oluşturulmasından sonra çözüme doğru ilerlemek için bu matrislerin üstünlük vektörlerinin hesaplanması gerekmektedir. Hesaplanan üstünlüklerin ikili karşılaştırma matrisindeki yargıları doğru biçimde yansıtmaları çok önemlidir. Üstünlük vektörlerinin bulunması için; sağ özvektör, sol özvektör, en küçük kareler yöntemi, logaritmik en küçük kareler yöntemi gibi farklı yöntemler mevcuttur.

Üstünlük vektörünün bulunması için farklı yollar olmakla birlikte en iyi sonuç veren yollardan biri olan yol, A matrisinin her sütunundaki elemanları sütun toplamalarına bölmek suretiyle normalize etmek ve elde edilen matristeki satırların aritmetik ortalamasını almak şeklindedir. Üstünlük vektörü ayrıca ANP için kullanılan "Super Decisions" paket programıyla da hesaplanabilir.

Bileşenlerin karşılaştırılmaları sonucu türetilen üstünlük değerlerinden her biri süpermatriste kendilerine karşılık gelen bloktaki tüm değerlerle çarpılır. Elde edilen yeni matrise ağırlıklandırılmış süpermatris denir.

ANP' de bu asamadan sonra amaçlanan, her bir elemanın diğer elemanlarla olan etkileşimini yansıtan sınır üstünlüklerin türetilmesidir. Bir W süpermatrisinde elemanların sınır üstünlüklerinin, yani sınır matrisin bulunması genel olarak W ile gösterilmektedir. Bu gösterim gerek süpermatrisin doğrudan kuvvetlerini alarak gerekse başka şekillerde sınır üstünlüklerin bulunmasını ifade eder.

Sınır üstünlükleri elde etmek üzere matris işlemlerinin yapılması karmaşık işlemler gerektirdiğinden , ANP yöntemiyle karar sorunlarının çözülmesi için kullanılabilen bir paket program mevcuttur. "Super Decisions" adlı program özellikle sınır matrislerin elde edilmesi

konusunda her türlü teorik bilgiyi sürece katarak tatmin edici sonuçların bulunmasını sağlamaktadır.

5.4.1.3. TOPSİS (İdeal Çözüme Benzerlik Yaklaşımı ile Tercih Sıralama Tekniği)

TOPSIS (Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution) yöntemi ilk kez Hwang ve Yoon (1981) tarafından çok kriterli karar verme problemlerini çözmek için geliştirilmiştir. Bu yöntem, seçilen alternatifin, pozitif ideal çözüme en yakın (PIS), negatif ideal çözüme (NIS) en uzak mesafede olması esasına dayanır. Tek bir kriterin verilen amaca ya da PIS'a en yakın uzaklıkta olması karar vericileri tatmin etmek için yeterli değildir. Uygulamada, mümkün olduğunca çok kâr sağlayan ve aynı zamanda riskten en fazla kaçınan kararı vermeye çalışırız. Ayrıca, pozitif ve negatif ideal çözümlerin referans noktası olarak seçilmesi uzun zamandır kabul görmektedir

TOPSIS yöntemi, sağlam temelli mantık yapısı, ideal ve ideal karşıtı çözümleri aynı zamanda dikkate alması ve kolay hesaplama prosedürü ile yaygın bir kullanım alanı olan bir yöntemdir. Hedef programlama, bulanık programlama ve etkileşimli yöntemler pozitif ideal çözüme en yakın tek bir kriteri dikkate alırken, TOPSIS yöntemi çok kriterli karar problemlerini çözmek için daha geniş uzlaştırıcı bir yol sağlar.

Bazen seçilen alternatif ya da karar PIS'a en yakın olmasına rağmen NIS'a diğer bazı alternatiflere göre daha yakın olabilir. PIS'a dayanan uzlaştırıcı çözüm, NIS'a dayanan çözüm ile aynı olmayabilir. Bu gibi durumlarda iki uzaklığı aynı anda dikkate almak gerekir. Bu yüzden, ideal çözüme benzerlik hesaplanır. ideal çözüme benzerlik, bu uzaklıkların ikisini de göz önünde bulundurmaktadır. Bu tanıma göre en büyük ideal çözüme benzerliğe sahip olan alternatif, en iyi alternatif olarak seçilecektir. (Çitli, 2006)

5.4.1.4. ELECTRE (Eleme Seçme ve Gerçek Çözüme Geçiş Metodu)

ELECTRE (ELimination Et Choix Traduisant la REalité) yöntemi ilk kez Roy (1971) tarafından ortaya atılmıştır. Daha sonra bu yöntem, Nijkamp ve Van Delft (1977) ve Voogd (1983) tarafından geliştirilmiştir. ELECTRE yöntemi seçim gerektiren sorunların çözümü için tasarlanmıştır. ELECTRE yönteminin esası, tercih edilen ve edilmeyen alternatifler arasında üstünlük ilişkisi kurulmasına dayanır. Yöntemin temelini, üstünlük ilişkisi ve Kernel (çekirdek) oluşturur. ELECTRE yönteminde üstünlük ilişkisinin kurulabilmesi için uyum ve uyumsuzluk indeksleri oluşturulur. Bu indeksler, hangi alternatifin daha baskın olduğunun seçilmesini sağlayan tatmin veya tatminsizliğin ölçüsünü gösterir.

ELECTRE, öne geçme veya baskınlık ilişkisine dayanan bir yöntemdir, her bir ölçüt için bir verimlilik bir de önem ölçüsü tespit edilir. Tayin edilen verimlilik ölçüleri üzerinden her bir seçeneğe not verilir (Menteş, 2000).

5.4.2. Analitik Network Proses Yöntemiyle 2014Q4 İçin Finansal Kriz Olma Olasılığının Hesaplanması

AHP yönteminin karar vericilerin karmaşık problemleri; problemin ana hedefi, kriterleri, alt kriterler ve alternatifleri arasındaki ilişkiyi gösteren hiyerarşik bir yapıda modellemelerine olanak vermesinin yanında, hem sübjektif hem de objektif etkenleri soruna dahil etmesine ek olarak ANP yönteminin çalışmamızın sağlıklı sonuç verebilmesi için çok önemli olan alt faktörlerin kendi aralarındaki ilişkilerini de değerlendirmeye sokması sebebiyle Analitik Network Proses (ANP) yöntemi tercih edilmiştir.

Oluşturulan modelin çözümlenmesinde ise, ANP yöntemi için yazılmış bir paket program olan “Super Decisions” programının 2.0.8 versiyonu kullanılmıştır.

Yapılan işlemler şu şekilde sıralanabilir:

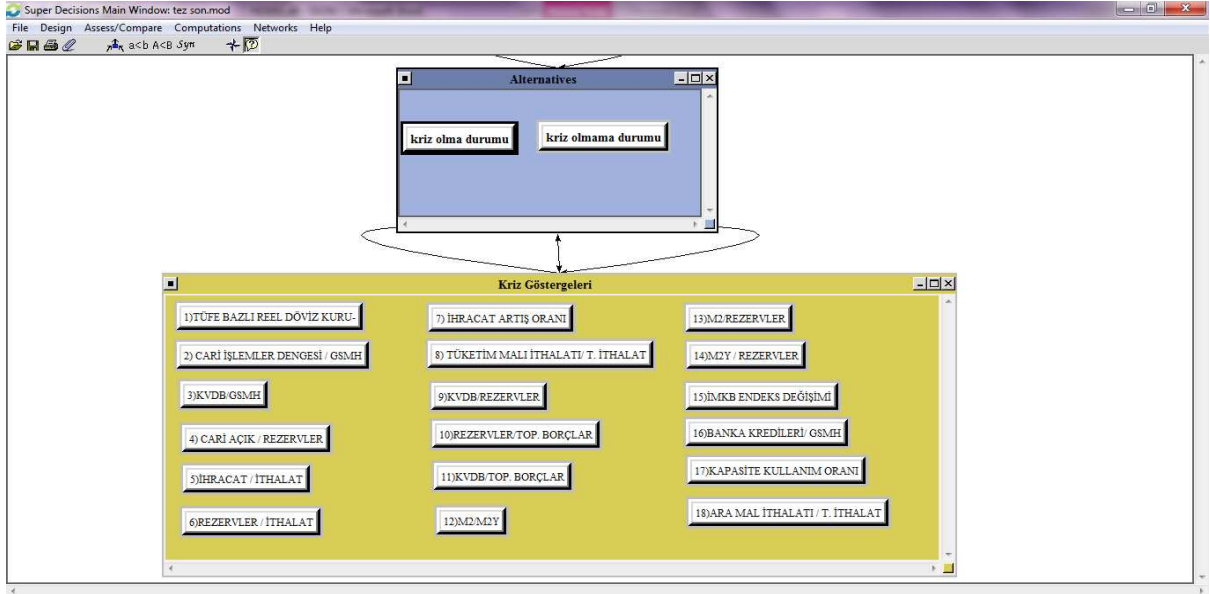
5.4.2.1. Super Decisions programında model ağ yapısının oluşturulması

Super Decisions programında ANP ağı yapısının oluşturulması için “Cluster” ve “Nod” oluşturulmalıdır. “Cluster”, modeldeki aynı, benzer nitelikteki bileşenlerin çevrelendiği üst kümedir. Esasta karşılaştırılmak istenen bileşenlerin hangisi olduğunu programın anlaması için amaç fonksiyonun adı “Alternatives” olmak zorundadır.

Çalışmada “Alternatives” ve “Kriz Göstergeleri” adlı iki “Cluster” oluşturulmuştur.

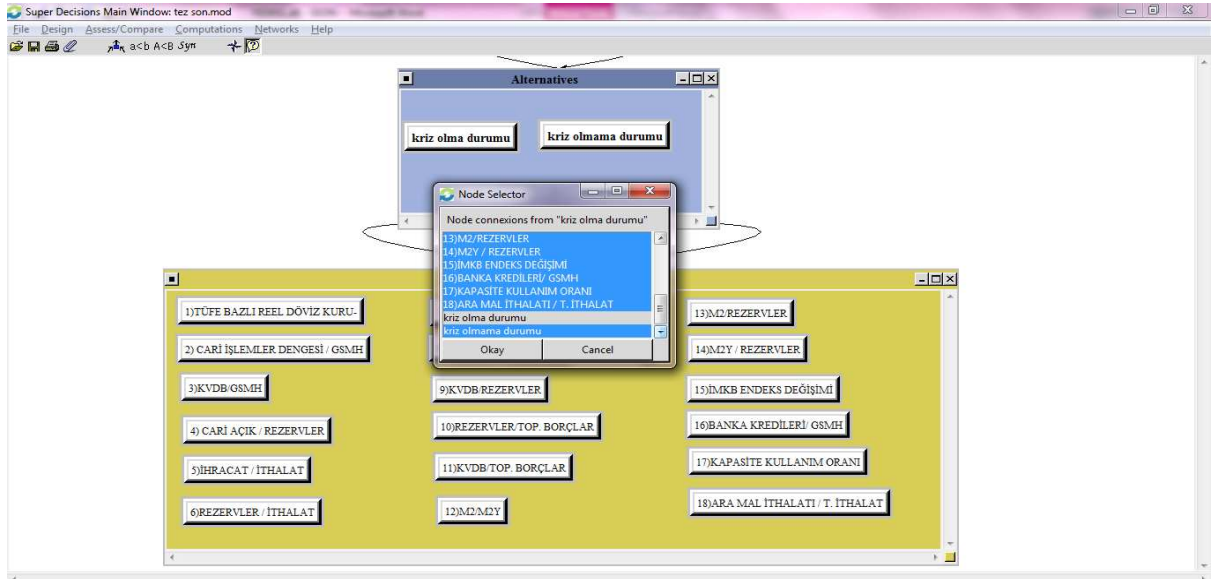
“Nod”lar ise “Cluster”lar içindeki alt bileşenler, düğümlerdir.

Çalışmada “Alternatives” clusterı altında “Kriz Olma Durumu” ve “Kriz Olmama Durumu” adlı iki, “Kriz Göstergeleri” clusterı altında ise “1)Tüfe Bazlı Reel Döviz Kuru”, “2) Cari İşlemler Dengesi/GSMH”, “3)KVDB/GSMH”, “4) Cari Açık/Rezervler”, “5)İhracat/İthalat(3 Aylık)”, “6)Rezervler/İthalat(3 Aylık İth. Karşılama)”, “7)İhracat Artış Oranı”, “8)Tüketim Malı İthalatı/T.İthalat”, “9)KVDB/Rezervler”, “10)Rezervler/Toplam Borçlar”, “11)KVDB/Top Borçlar”, “12)M2/M2Y”, “13)M2/Rezervler”, “14)M2Y/Rezervler”, “15)İMKB Endeksi Değişimi”, “16)Banka Kredileri/GSMH”, “17)KKO”, “18)Ara Mal İthalatı/T.İthalat” adlı nodlar oluşturulmuştur.



Şekil 5.14 Model Yapısının Super Decisionstaki Görünümü

Daha sonra bu girdiğimiz düğümler arasındaki bağlantılar(link) kurulur. Bunun için bağlantı kurmak istediğimiz düğüm seçilir ve Design/Node Connections seçeneği tıklanır. Karşımıza çıkan kutucuktan bağlantı kurulacak olan düğümler seçilir ve okay tıklanır. Bizim ağ yapımızda tüm kriterler kendisi hariç diğer tüm kriterler ile bağlı olmalı ayrıca ayrı ayrı iki alternatifle bağlı olmalıdır. Böylece hem kriterlerin birbirlerine göre ağırlıkları hem de alternatifler üzerindeki etki değerleri olmuş olacaktır.

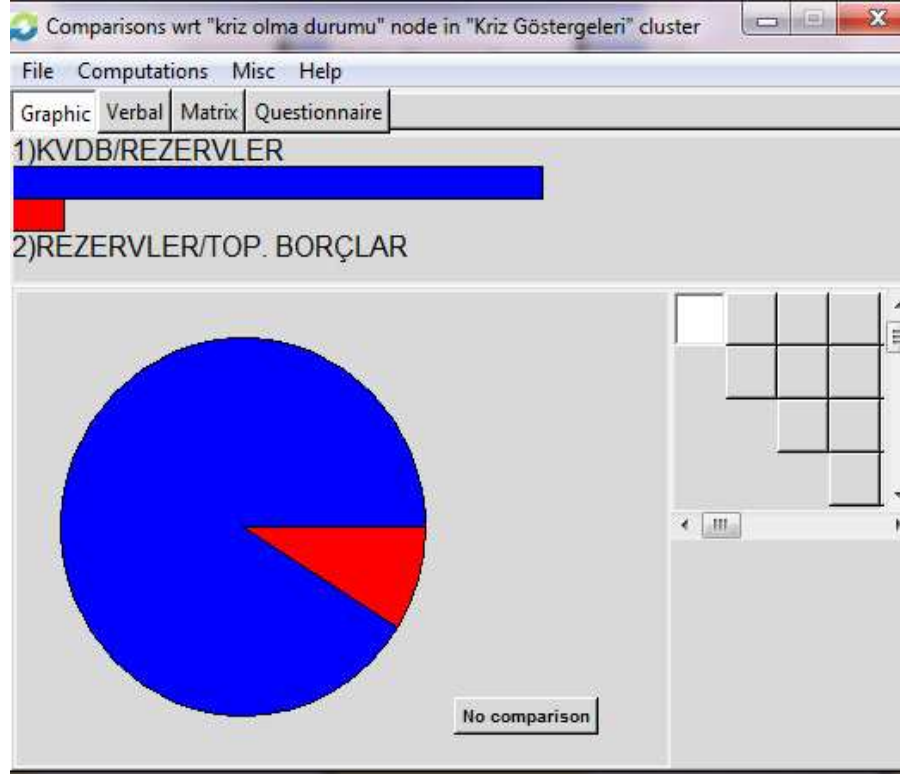


Şekil 5.15 Alternatifler ve Kriterler Arasındaki Bağlılıkların Programa Aktarılması

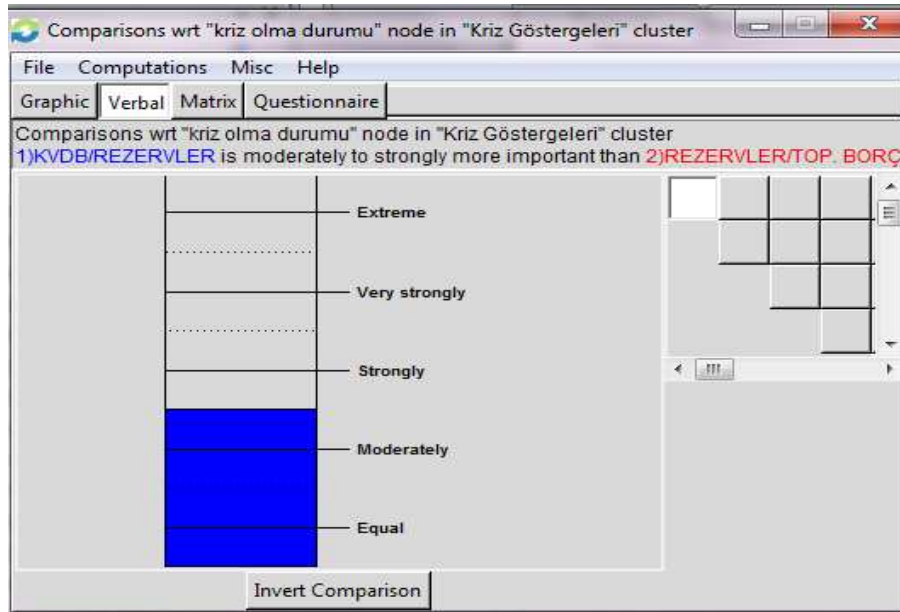
5.4.2.2. Alt Kriterler İçin Çift Karşılaştırmalarının Yapılması

Bağlantılar doğru bir şekilde oluşturulduktan sonra bu kriterlerin birbirlerine göre ağırlık puanları ve gruplarına göre etki değerleri atanır.

Super Decisions programında çift karşılaştırmalarında ağırlık atamaları için 4 farklı yol vardır:



Şekil 5.16 Super Decisionsta Ağırlık Atama Yöntemlerinden "Grafik Yöntemi"



Şekil 5.17 Super Decisionsta Ağırlık Atama Yöntemlerinden "Verbal"

Inconsistency	KVDB/GSMH	4) CARI AÇIK / REZERVLER	İHRACAT / İTHALAT	6)REZERVLER / İTHALAT	İHRACAT ARTIŞ ORANI
3) CARI İŞLEMLER DENGESİ / GSMH	T 3.0	← 4.0	← 3.0	← 4.0	← 2.0
KVDB/GSMH		← 5.0	← 3.0	← 3.0	← 1.0
4) CARI AÇIK / REZERVLER			T 4.0	← 1.0	T 5.0
İHRACAT / İTHALAT				← 4.0	T 4.0
6)REZERVLER / İTHALAT					T 5.0

Şekil 5.18 Super Decisionsta Ağırlık Atama Yöntemlerinden "Matrix"

1.	2) CARI İŞLEMLER DENGESİ / GSMH	>=9.5	9	8	7	6	5	4	3	2	2	3	4	5	6	7	8	9	>=9.5	No comp.	3)KVDB/GSMH
2.	2) CARI İŞLEMLER DENGESİ / GSMH	>=9.5	9	8	7	6	5	4	3	2	2	3	4	5	6	7	8	9	>=9.5	No comp.	4) CARI AÇIK / REZERVLER
3.	2) CARI İŞLEMLER DENGESİ / GSMH	>=9.5	9	8	7	6	5	4	3	2	2	3	4	5	6	7	8	9	>=9.5	No comp.	5)İHRACAT / İTHALAT
4.	2) CARI İŞLEMLER DENGESİ / GSMH	>=9.5	9	8	7	6	5	4	3	2	2	3	4	5	6	7	8	9	>=9.5	No comp.	6)REZERVLER / İTHALAT
5.	2) CARI İŞLEMLER DENGESİ / GSMH	>=9.5	9	8	7	6	5	4	3	2	2	3	4	5	6	7	8	9	>=9.5	No comp.	7) İHRACAT ARTIŞ ORANI
6.	2) CARI İŞLEMLER DENGESİ / GSMH	>=9.5	9	8	7	6	5	4	3	2	2	3	4	5	6	7	8	9	>=9.5	No comp.	8) TÜKETİM MALI İTHALATI / T. İTHALAT
7.	2) CARI İŞLEMLER DENGESİ / GSMH	>=9.5	9	8	7	6	5	4	3	2	2	3	4	5	6	7	8	9	>=9.5	No comp.	9)KVDB/REZERVLER
8.	2) CARI İŞLEMLER DENGESİ / GSMH	>=9.5	9	8	7	6	5	4	3	2	2	3	4	5	6	7	8	9	>=9.5	No comp.	10)REZERVLER/TOP. BORÇLAR
9.	2) CARI İŞLEMLER DENGESİ / GSMH	>=9.5	9	8	7	6	5	4	3	2	2	3	4	5	6	7	8	9	>=9.5	No comp.	11)KVDB/TOP. BORÇLAR

Şekil 5.19 Super Decisionsta Ağırlık Atama Yöntemlerinden "Anket"

Kriz öncü göstergelerinin birbirine göre değerlerinin belirlenmesinde Bustelo (2000)' un literatürdeki 9 önemli çalışmayı incelediği "Novelties of Financial Crises in the 1990s and the Search For New Indicators" adlı çalışması ve Kaminsky, Lizando ve Reinhart (1998)' in para krizlerinin önemli öncü göstergelerinin incelendiği "Leading Indicators of Currency Crisis" adlı çalışması esas alınmıştır. Bu iki çalışmada gerçekleşmiş olan finansal krizleri inceleyen akademik çalışmaları inceleyen çalışmalar olması ağırlık atamalarında sezgiselliği büyük ölçüde ortadan kaldırmıştır.

Tablo 5.6 Seçtiğimiz Öncü Göstergelerinin Bustelo(2000) ve Kaminsky(1998) Çalışma Sonuçlarının İncelenmesi

	KRİZ ÖNCÜ GÖSTERGE NO	BUSTELO (2000)		KAMINSKY vd. (1998)	
		İNCELENEN ÇALIŞMA SAYISI	ÖNEMLİ BULUNMA SAYISI	DİKKATE ALINAN ÇALIŞMA SAYISI	İSTATİSTİKİ OLARAK DOĞRULANMA SAYISI
TÜFE BAZLI REEL DÖVİZ KURU	1	9	7	14	12
CARİ AÇIK/ GSMH	2	9	3	7	2
İHRACAT/ İHRACAT	5			3	2
İHRACAT ARTIŞ ORANI	7	9	3	3	2
KVDB/REZERVLER	9	9	5		
KVDB/ TOPLAM BORÇLAR	11			2	2
M2/M2Y	12			3	2
REZERVLER	12				
M2/REZERVLER	13	9	4	3	3
KREDİ BÜYÜMESİ	16	9	4	7	5
KVDB/ GSMH	3				
CARİ AÇIK/ REZERVLER	4	9/3/9/4		7/2/12/11	
REZERVLER/İTHALAT	6			12/11/2/1	
REZERVLER/TOPLAM BORÇLAR	10			12/11/2/11	
M2Y/REZERVLER	14			3/2/12/11	

Çalışmamızda kullanılan kriz öncü göstergeleri setinin oluşturulmasında, gerçekleşmiş finansal krizleri inceleyerek en geçerli, genel yeni kriz öncü göstergeleri seti oluşturmayı amaçlayan bu çalışmalardan da yararlandırdığımızdan göstergelerimizin birçoğuna üstteki tabloda rastlamaktayız.

Göstergelerin atama değerleri üst tablodaki değerlerle oran- orantı yoluyla 10 üzerinden elde edilerek “Anket yöntemiyle” atama yapılır. Ağırlık değerine tam olarak karar vermede zorlandığımız durumlarda “Verbal” ve “Graph” yöntemlerinden yararlanılır.

Tablo 5.7’ de “Kriz Göstergeleri” kümesindeki düğümlerin yani, seçtiğimiz finansal kriz öncü göstergelerinin birbirine göre ağırlıkları verilmiştir.

Tablodaki bir değer pozitif olması satır değerinin sütuna daha baskın olduğunu gösterir ve Super Decisionsta satırdaki kriterin tarafına yazılır. Negatif olması durumunda tam tersi durum söz konusudur.

Tablo 5.7 Alt Kriterler İkili Karşılaştırma Ağırlıkları

	1)TÜFE BAZLI REEL DÖVİZ KURU-	2) CARİ İŞLEMLER DENGESİ / GSMH	3)KVDB / GSMH	4) CARİ AÇIK / REZERVLER	5)İHRACA T / İTHALAT (3 AYLIK)	6)REZERV LER / İTHALAT (3 AYLIK İTH. KARŞILA MA)	7) İHRACAT ARTIŞ ORANI	8) ÜKETİM MALI İTHALATI /T. İTHALAT	9) KVDB / REZERVLER	10)REZER VLER /TOPLAM BORÇLAR	11)KVDB/ TOP BORÇLAR	12)M2/M 2Y	13)M2 / REZERVLE R	14)M2Y / REZERVLE R	15)İMKB ENDEKSİ DEĞİŞİMİ	16)BANK A KREDİLER / GSMH	17)KKO	18)ARA MAL İTHALATI / T. İTHALAT
1)TÜFE BAZLI REEL DÖVİZ KURU-		3	-2	5	3	6	2	7	1	7	5	7	1	2	3	3	2	5
2) CARİ İŞLEMLER DENGESİ / GSMH	-3		3	4	3	4	2	4	-2	3	3	4	1	1	4	1	3	4
3)KVDB / GSMH	2	-3		5	-3	3	1	7	-2	4	4	4	-2	2	-2	-3	-3	5
4) CARİ AÇIK / REZERVLER	-5	-4	-5		-4	1	-5	1	-4	4	3	-4	-5	-4	-4	-3	-5	-3
5)İHRACAT / İTHALAT(3 AYLIK)	-3	-3	3	4		4	-4	5	-3	4	1	1	-3	1	2	-3	1	4
6)REZERVLER / İTHALAT (3 AYLIK İTH. KARŞILAMA)	-6	-4	-3	-1	-4		-5	-4	-2	2	5	-2	-5	-4	-3	-3	-3	-3
7) İHRACAT ARTIŞ ORANI	-2	-2	-1	5	4	5		6	-2	5	3	6	-2	1	3	1	3	4
8) TÜKETİM MALI İTHALATI/ T. İTHALAT	-7	-4	-7	-1	-5	4	-6		-5	1	-6	-4	-6	-5	-5	-4	-5	-4
9) KVDB / REZERVLER	-1	2	2	4	3	2	2	5		5	4	5	3	3	4	1	3	4
10)REZERVLER / TOPLAM BORÇLAR	-7	-3	-4	-4	-4	-2	-5	-1	-5		-5	-4	-6	-6	-4	-5	-4	-4
11)KVDB/ TOP BORÇLAR	-5	-3	-4	-3	-1	-5	-3	6	-4	-5		5	1	1	2	2	1	1
12)M2/M2Y	-7	-4	-4	4	-1	2	-6	4	-5	-4	-5		-6	-6	4	-4	3	1
13)M2 / REZERVLER	-1	-1	2	5	3	5	2	6	-3	-6	-1	6		3	2	3	-2	4
14)M2Y / REZERVLER	-2	-1	-2	4	-1	4	-1	5	-3	-6	-1	6	-3		2	-2	1	3
15)İMKB ENDEKSİ DEĞİŞİMİ	-3	-4	2	4	-2	3	-3	5	-4	-4	-2	-4	-2	-2		3	3	-4
16)BANKA KREDİLERİ/ GSMH	-3	-1	3	3	3	3	-1	4	-1	-5	-2	4	-3	2	3		2	3
17)KKO	-2	-3	3	5	-1	3	-3	5	-3	-4	-1	-3	2	-1	-3	-2		-3
18)ARA MAL İTHALATI / T. İTHALAT	-5	-4	-5	3	-4	3	-4	4	-4	-4	-1	-1	-4	-3	4	-3	3	

5.4.2.3. Alt Kriterlerin Alternatiflere Göre Ağırlıklarının Verilmesi

Tablo 5.8 Kriz Öncü Göstergelerinin Farklı Krizlerde Aldıkları Değerler, Türkiye 2014Q4 Tahmini ve ANP Ağırlık Ataması (Bustelo (2000), IMF, TCMB)

	1) TÜFE BAZLI REEL DÖVİZ KURU-	2) CARI İŞLEMLER DENGESİ / GSMH	3) KVDB / GSMH	4) CARI AÇIK / REZERVLER	5) İHRACAT / İTHALAT (3 AYLIK)	6) REZERVLER / İTHALAT (3 AYLIK)	7) İHRACAT ARTIŞ ORANI	8) TÜKETİM MALI İTHALATI / T. İTHALAT	9) KVDB / REZERVLER
TÜRKİYE 94	122,00	-2,90	0,34	-0,34	0,56	1,68	4,00	0,09	0,21
TÜRKİYE 00-01	147,00	-4,40	0,48	-0,14	0,49	4,50	-1,40	0,09	0,78
G. KORE 1997		-4,80				2,32	3,70		2,06
TAYLAND 1997		-8,50				5,53	-1,30		1,45
ENDONEZYA 1997		-3,30				3,64	9,70		1,70
MALEZYA 1997		-4,90				3,59	5,80		0,61
FİLİPİNLER 1997		-4,70				2,95	16,70		0,85
MEKSİKA 1994	178,00	-7,00							
BREZİLYA 1999	123,00	-4,74					-6,10		
ARJANTİN 2001	141,00	-3,10					11,60		
KRİZ DÖNEMLERİ ORT.	142,20	-4,83	0,41	-0,24	0,52	3,46	4,74	0,09	1,09
TÜRKİYE 2015	117,00	-5,80	0,36	-0,133	0,672	4,85	13,00	0,131	1,10
Karşılaştırma Puanı	-4,00	7,00	-2,00	1,00	-4,00	-3,00	-7,00	-4,00	8,00
	10) REZERVLER / TOPLAM BORÇLAR	11) KVDB / TOP BORÇLAR	12) M2 / M2Y	13) M2 / REZERVLER	14) M2Y / REZERVLER	15) İMKB ENDEKSİ DEĞİŞİMİ	16) BANKA KREDİLERİ / GSMH	17) KKO	18) ARA MAL İTHALATI / T. İTHALAT
TÜRKİYE 94	0,09	0,26	0,54	2,60	5,82	2,06	62,00	75,00	0,61
TÜRKİYE 00-01	0,16	0,22	0,55	2,10	3,57	-0,29	72,00	70,70	0,65
G. KORE 1997				10,50			73,90		
TAYLAND 1997				5,29			116,30		
ENDONEZYA 1997				7,37			61,10		
MALEZYA 1997				4,99			107,10		
FİLİPİNLER 1997				6,97			55,90		
MEKSİKA 1994				13,89					
BREZİLYA 1999				2,75					
ARJANTİN 2001									
KRİZ DÖNEMLERİ ORT.	0,12	0,24	0,55	6,27	4,70	0,88	78,33	72,85	0,63
TÜRKİYE 2015	0,31	0,271	0,772	6,35	4,78	0,219	200,00	77,52	0,721
Karşılaştırma Puanı	-6,00	1,00	-3,00	5,00	4,00	-8,00	7,00	-3,00	4,00

5.4.2.4. Sonuçların Elde Edilmesi

SuperDecisions programı bu veriler girildikten sonra karar vericiye 3 farklı supermatris verir. Bunlar Unweighted Supermatrix(Ağırlıklandırılmamış supermatris), Weighted Supermatrix(Ağırlıklandırılmış Supermatris) ve Limit Supermatristir.

Ağırlıklandırılmış Supermatris ağ sisteminde ikili karşılaştırmalardan elde edilen içsel öncelikleri(local priorities) içerir. Bu matrisi elde etmek için Computations/Unweighted Supermatrix/ Graphical seçeneği tıklanır. Şekildedeki görüldüğü üzere bu matris Kriterlerin Alternatiflere göre ağırlık değerlerini içermektedir.

Cluster Node Labels	Alternatives		Kriz Göstergeleri						
	kriz olma durumu	kriz olmama durumu	1)TÜFE BAZLI REEL DÖVİZ KURU-	2) CARI İŞLEMLER DENGESİ / GSMH	3)KVDB/GS MH	4) CARI AÇIK / REZERVLER	5)İHRACAT / İTHALAT	6)REZERVLE R / İTHALAT	
Alternatifler	kriz olma durumu	0.000000	1.000000	0.200000	0.888889	0.333333	0.249981	0.200000	0.249981
	kriz olmama durumu	1.000000	0.000000	0.800000	0.111111	0.666667	0.750019	0.800000	0.750019
Kriz Göstergeleri	1)TÜFE BAZLI REEL DÖVİZ KURU-	0.070815	0.116405	0.000000	0.117093	0.126629	0.120035	0.123300	0.119929
	2) CARI İŞLEMLER DENGESİ / GSMH	0.052070	0.087544	0.100995	0.000000	0.093110	0.088261	0.090662	0.088183
	3)KVDB/GS MH	0.039052	0.069075	0.076208	0.073361	0.000000	0.066196	0.067996	0.066138
	4) CARI AÇIK / REZERVLER	0.008331	0.014164	0.016386	0.021393	0.014898	0.000000	0.014506	0.014109
	5)İHRACAT / İTHALAT	0.023952	0.040353	0.047812	0.065960	0.042831	0.040600	0.000000	0.040564
	6)REZERVLE R / İTHALAT	0.007810	0.014459	0.017361	0.016034	0.013966	0.013239	0.013599	0.000000

Şekil 5.20 Tahmin Sonuçları: Ağırlıklandırılmamış Süper Matris

Ağırlıklandırılmış Supermatris ise Ağırlıklandırılmamış Supermatristeki tüm bileşen elemanlarının karşılık gelen küme ağırlığı ile çarpılmasıyla elde edilir. Bizim sistemimizde kümelerin (yani Alternatives ve Criterias) ağırlık değerleri yoktur. Bu nedenle ağırlıklandırılmış supermatris ağırlıklandırılmamış supermatrisle aynı olacaktır.

Limit Supermatrisi ise ağırlıklandırılmış supermatrisin üssünün artırılması suretiyle elde edilir. Limit Supermatrisi elde etmek için yine Computations/Limit Matrix/Graphical Seçeneği işaretlenir. Sonuç olarak şöyle bir matris elde edilir:

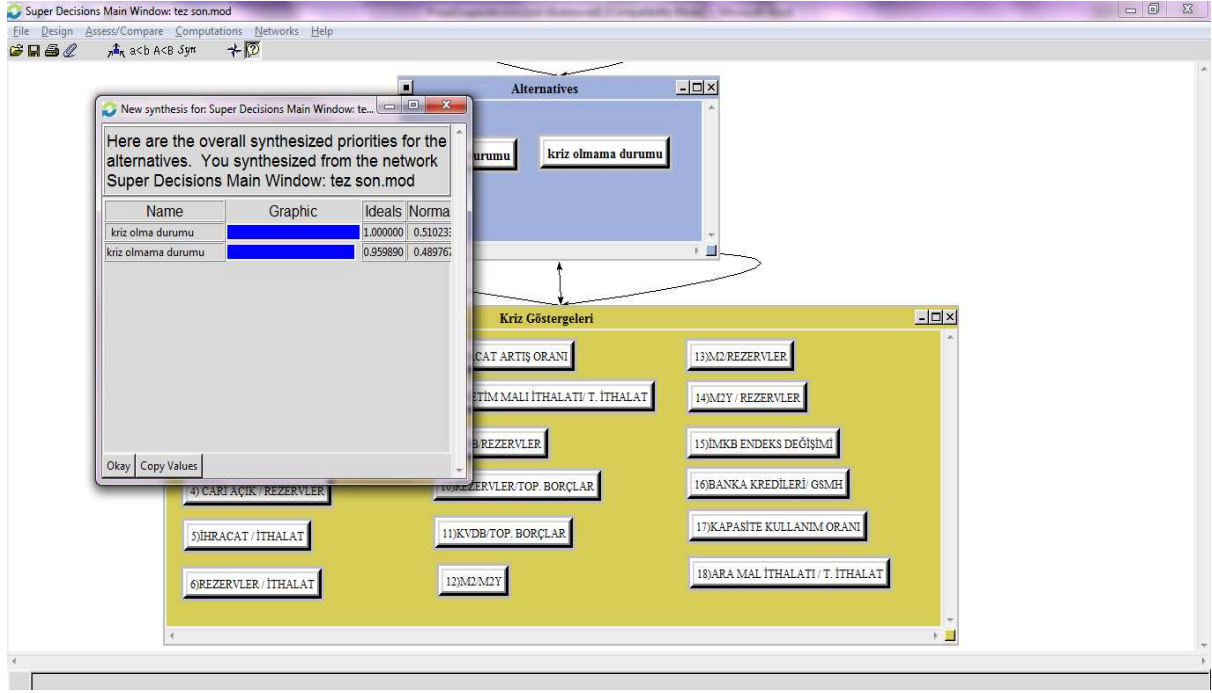
Cluster Node Labels	Alternatives		Kriz Göstergeleri						
	kriz olma durumu	kriz olmama durumu	1) TÜFE BAZILI REEL DÖVİZ KURU-	2) CARI İŞLEMLER DENGESİ / GSMH	3) KVDB/GS MH	4) CARI AÇIK / REZERVLER	5) İHRACAT / İTHALAT	6) REZERVLER / İTHALAT	
Alternatifler	kriz olma durumu	0.000000	0.500000	0.100000	0.444444	0.166667	0.124991	0.100000	0.124991
	kriz olmama durumu	0.500000	0.000000	0.400000	0.055556	0.333333	0.375009	0.400000	0.375009
Kriz Göstergeleri	1) TÜFE BAZILI REEL DÖVİZ KURU-	0.035408	0.058202	0.000000	0.058547	0.063315	0.060018	0.061650	0.059965
	2) CARI İŞLEMLER DENGESİ / GSMH	0.026035	0.043772	0.050498	0.000000	0.046555	0.044131	0.045331	0.044092
	3) KVDB/GS MH	0.019526	0.034538	0.038104	0.026681	0.000000	0.033098	0.033998	0.033069
	4) CARI AÇIK / REZERVLER	0.004166	0.007082	0.008193	0.010697	0.007449	0.000000	0.007253	0.007055
	5) İHRACAT / İTHALAT	0.011976	0.020177	0.023906	0.032980	0.021415	0.020300	0.000000	0.020282
	6) REZERVLER / İTHALAT	0.003905	0.007230	0.008681	0.008017	0.006983	0.006620	0.006800	0.000000

Şekil 5.21 Tahmin Sonuçları: Ağırlıklandırılmış Süper Matris

Cluster Node Labels	Alternatives		Kriz Göstergeleri						
	kriz olma durumu	kriz olmama durumu	1) TÜFE BAZILI REEL DÖVİZ KURU-	2) CARI İŞLEMLER DENGESİ / GSMH	3) KVDB/GS MH	4) CARI AÇIK / REZERVLER	5) İHRACAT / İTHALAT	6) REZERVLER / İTHALAT	
Alternatifler	kriz olma durumu	0.255116	0.255116	0.255116	0.255116	0.255116	0.255116	0.255116	0.255116
	kriz olmama durumu	0.244884	0.244884	0.244884	0.244884	0.244884	0.244884	0.244884	0.244884
Kriz Göstergeleri	1) TÜFE BAZILI REEL DÖVİZ KURU-	0.051561	0.051561	0.051561	0.051561	0.051561	0.051561	0.051561	0.051561
	2) CARI İŞLEMLER DENGESİ / GSMH	0.039073	0.039073	0.039073	0.039073	0.039073	0.039073	0.039073	0.039073
	3) KVDB/GS MH	0.030124	0.030124	0.030124	0.030124	0.030124	0.030124	0.030124	0.030124
	4) CARI AÇIK / REZERVLER	0.006640	0.006640	0.006640	0.006640	0.006640	0.006640	0.006640	0.006640
	5) İHRACAT / İTHALAT	0.018907	0.018907	0.018907	0.018907	0.018907	0.018907	0.018907	0.018907
	6) REZERVLER / İTHALAT	0.006352	0.006352	0.006352	0.006352	0.006352	0.006352	0.006352	0.006352

Şekil 5.22 Tahmin Sonuçları: Ağırlıklandırılmış Süper Matris

Kriterlerin ağırlık puanları ve etki değerleri girildikten sonra karşılaştırma yapmak için üst menüden “syn” (synthesize) seçeneği tıklanır. Bu tüm bu ağırlıklandırılmış çalışması sonucunda elde edeceğimiz kararı verir.



Şekilde de görüldüğü gibi bizim incelememiz ve verdiğimiz ağırlık değerleri ve etki oranları sonucunda 2014Q4 sonunda ekonomik kriz olma olasılığı, olmama olasılığına göre daha fazladır. Tabii ki bu inceleme başkaları tarafından yapıldığında daha farklı sonuçlar verecektir ; çünkü kriterlerin ağırlık değerleri ve bölgelere göre etki değerleri çoğunlukla geçmiş kriz deneyimlerine dayanarak oran-orantı, benzetim yoluyla verilmiş olsa da, ANP'nin doğası gereği belli noktalarda sezgisellik işin içine girmek zorunda kalmıştır. Dolayısıyla farklı kişiler tarafından çalışmanın tekrarlanması durumunda model sonucu daha farklı çıkabilir.

6. SONUÇ VE ÖNERİLER

Ekonomik kriz kavramı, genel olarak duymaya alışık olduğumuz, ülkemizin makroekonomik, mikroekonomik göstergeleri ne olursa olsun ağızımızdan düşürmediğimiz, belki son 5-6 yılda biraz unuttur gibi olduğumuz, ama 2008 Mortgage Krizi ile birlikte tekrardan hafızamızdaki yerini tekrardan kazanan ekonomik kriz kavramının üzerinde genel ittifak edilmiş bir kavramı yoktur. Hatta Paul Kraugman krizin belli bir kavramının olamayacağını öne sürmektedir.

En genel çerçevesi ile krizi, önceden bilinmeyen ya da öngörülemeyen ekonomik ve ekonomik olmayan bazı gelişmelerin etkisiyle ekonomik konjonktürdeki yön değiştirmeyi, yani genişleme ya da sürekli bir ilerleme döneminden uzun ya da kısa bir bunalım veya daralma evresine geçiş olarak tanımlayabiliriz.

Krizler daha çok sanayileşmiş ülkelerde rastlanan dalgalanmalardır. Piyasanın zaman zaman fazla iyimserlik havasında hızla gelişmesi; yatırımların, istihdamın olağanüstü genişlik kazanması; gelirlerin çoğalması; para hacminin ve tedavül süratının artması ile beraber ham madde ve mamul fiyatlarının yükselmesi; hızlı üretim artışı yükselme safhasının belli başlı göstergeleridir. Ancak büyük ümitlerle yaratılmış stoklar eritilmeyince şiddetli bir buhran ve arkasından gelen durgunluk: yatırımlar kısılmakta, istihdam daralması ile gelirler alçalmakta, talep edilmeyen stokların fiyatlarını düşmektedir. Aradan bir zaman geçtikten sonra, piyasanın kendi kendini toparlaması ve canlanması hareketinin başlaması düşük seviyedeki faaliyet temposunun tekrara yükselmeye çevirebilir.

Ekonomik krizler çok değişik şekillerde ortaya çıkabilir. Üretimde hızlı bir daralma, fiyatlar genel seviyesinde ani düşme, iflaslar, işsizlik oranında ani artış, ücretlerde gerileme, borsada çöküş, spekülatif hareketler vb. faktörler ekonomik krizlerin başlıca örnekleri olarak gösterilebilir.

Yaşanmış ekonomik kriz deneyimlerine baktığımız zaman, 1980 Petrol Krizi ve 1992 ERM krizleri dışarıda tutulacak olursa 1929 Buhranından başlayarak 2008 Krizine kadarki dönemde tüm krizlerde özellikle gelişmekte olan ülkelerde döviz, bankacılık ve borç krizleri şeklinde karşımıza çıkan finansal krizlerin, tecrübeler incelendiğinde ortaya çıkan bariz ortak özellikleri ve hep benzer şekilde takip ettikleri bir yol olduğu görülecektir.

Çalışmada incelenen çalışmalardan ilki olan 1929 Büyük Buhranı, son kriz olan 2008 Krizi gibi Amerika kaynaklıdır. Dünya ekonomik sistemi henüz emekleme aşamasında olduğundan ve yaşanmış hiçbir musibet olmadığından, olumsuz sonuç doğurabileceği

düşünülemediğinden ne bankacılık sisteminde, ne de reel piyasada düzenlemelere gidilmemiştir. Piyasanın kendi yolunu bulacağı düşünülmüştür, ama öyle olmamıştır. 1913' den itibaren dünyanın en büyük ekonomisi haline gelen Amerika' da refah artmış, ama ekonomide gelir dağılımı bozulmuş, tekelleşmeler başlamış, en önemlisi yatırım bankaları ile şirketler direk olarak ortada olmayan varlığa değer oluşturmuş, sonra da bunun üzerinden farklı spekülasyon yöntemler ile inanılmaz kazançlar elde etmeye çalışmışlardır. Kısaca insanların para kazanma hırsı, kötü ekonomi yöneticileri ile birleşince 50 milyon insan işinden olmuş, dünya üretimi tam %65 azalmıştır.

1973 Petrol Krizi gerçekleşen diğer krizlere göre extrem bir deneyimdir. Ama fiyatların bugün de aynı oranlarda yükselmesi durumunda en az ilki kadar derin izler bırakabilecek bir olaydır. Bugünkü dünya konjonktürü ve dengeleri bu denli bir artışa izin vermez gibi gözüksede, emtia fiyatlarındaki keskin artışlar bugün de olabilmekte ve tüm dikkatleri üzerine çekmektedir.

1990' lı yılları başında dünya ülkelere meydan okuyan, ellerindeki güçle ülkelere ekonomik kayıplar verdirerek, muazzam kazançlar elde etmeye çalışan hedge fonlarla, George Sorosla tanıştı. Saldırıların başarısının sermaye gruplarına verdiği özgüven birçok ulusun kaderini değiştirecek sonuçları doğurmuştur.

Bu süreç, 1994 Meksika ve Türkiye, 1997 Güneydoğu Asya, 1998 Rusya, 1999 Brezilya, 2001 Arjantin ve Türkiye krizlerinin, tüm dünyada krizlerle dolu bir on yılın kapısını açmıştır. Hepsinde gelişmekte olan ülke olarak adlandırılan bu ülkeler incelendiğinde kriz sürecinin çok az farkla aynen tekrarlandığı görülecektir.

Bu ülkelerin tamamı;

- ekonomilerini yakın geçmişte dışa açmış ve özellikle finansal sistemlerini serbestleştirmiş oluyorlar,
- bunu yaparken yabancı sermaye girişinin sağlıklı, uzun vadeli ve ülke çıkarlarına uygun şekilde gelmesi için gerekli kalkanları inşa edemiyor ve düzenlemeleri yapamıyorlar,
- gelişmiş ülkeler para politikalarını gevşetip global likiditeyi gevşetince hızla artan likidite kapılarını ardına kadar açarak bekleyen gelişmekte olan ülkelere akmaya başlıyor,
- bu sayede gelişmekte olan ülkeler yüksek cari denge açıkları vererek ekonomilerini hızla büyütme imkanı yakalıyorlar,

- zayıf bankacılık sistemleri riskleri doğru biçimde yöneterek gelen yabancı kaynakların etkin dağılımını sağlayamıyorlar,
- sorunlu siyasi yapıları, ne ülke riskini azaltacak politik reformları yapabiliyor ne de bankacılık sisteminin etkili biçimde denetlenmesi ve düzenlenmesinden, cesur özelleştirme programları ve sıkı bütçe politikalarına kadar finansal krizlere kalkan oluşturabilecek ve cari denge açığı finansmanın daha uzun vadeli ve kalıcı olmasını sağlayabilecek uygulamaları gerçekleştirebiliyorlar,
- buna rağmen yapısal değişikliğin gerçekleştiği ve verimlilik artışının gelecekte katma değeri yükselteceği illüzyonlarına başvurarak "beklenti yönetimiyle" durumu idare etmeye çalışıyorlar,
- "bu sefer farklı" şeklindeki yaklaşımlar sık sık dile getirilirken bu yaklaşımı destekleyecek bazı faktörler de yaratılıyor,
- yanlış kur rejimleri seçebiliyor, para politikalarını uygularken çok basit hatalar yapabiliyor ve bir makroekonomik sorunu çözmeye çalışırken çok daha tahribat gücü olan başka sorunlar ortaya çıkartabiliyorlar.

Ve yıl 2008. Bu kez kriz çanları tekrar Büyük Buhranın ev sahibi Amerika için çalmakta. Subprime mortgage sisteminin çöküşü 21. Yüzyılın ilk krizinin tetiğini çekmiştir. 1929' daki gibi insanların açgözlülüğü, sistemin çarpıklığı ile şişirilen balonlar, var olan makroekonomik problemlerle birleşince maliyet bu sefer trilyon dolarları bulmuştur.

Yaşanan krizleri bir de ekonomik kriz literatürü açısından inceleyelim:

Bu çalışma çerçevesinde ele alınan ekonomik kriz ve ülke örnekleri karşılaştırıldığında Arjantin'in 2001 yılında yaşadığı krizle, 1994 yılında Türkiye'nin yaşadığı ekonomik krizin birinci nesil kriz modelleri ile açıklanabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Tayland ve Güney Kore ekonomilerini 1997 yılında etkisi altına alan Güneydoğu Asya krizinin ise, Kasım 2000 ve Şubat 2001'de Türkiye'de yaşanan ekonomik krizle benzerlikler gösterdiği ve yeni nesil kriz modelleri ile açıklanan para ve bankacılık krizleri olduğu ortaya konmuştur. Meksika'da 1994 yaşanan krizin ise diğer kriz örneklerinden farklılıklar içerdiği ve ikinci nesil kriz modellerine uyan bir para krizi olduğu belirtilmektedir.

Türkiye ekonomisinde yaşanan 1994 ekonomik krizi alınan önlemlerle bankacılık krizine dönüşmeyen bir para krizi olduğu, ekonominin genel bir istikrarsızlık eğilimi içerisinde olması ve birbiriyle çelişen ekonomi politikaları uygulanması nedeniyle yaşanan 1994 krizinin birinci nesil kriz modelleriyle açıklanabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Kasım 2000 ve

Şubat 2001 yıllarında yaşanan krizlerde ise hem bankacılık hem de para krizlerinin birlikte yaşanmış, bu özellikleriyle bu krizlerin Güneydoğu Asya kriziyle benzerlikler taşıdığı görülmüştür. Tayland ve Güney Kore’de 1997 yılında yaşanan ekonomik krizlerde olduğu gibi bu krizleri de, üçüncü nesil kriz modelleri açıklayabilmektedir.

Kriz göstergeleri açısından bu ekonomik krizler değerlendirildiğinde ise, göstergelerin ülkeden ülkeye farklılık gösterdiği, ancak ödemeler dengesi göstergesinin bütün ülkelerde ortak olduğu dikkat çekmektedir. Öte yandan, ekonomik kriz yaşayan ülkelerin çoğunda, krizden hemen önce yüksek miktarda kısa vadeli dış yükümlülükler mevcut gözükse de bütün hepsinde ortak olan nokta, aşırı değerlenmiş yerel para birimidir. Bu krizler sırasında ülkelerin tamamı gizli ya da açık bir şekilde sabit kur sistemi uygulamıştır. Piyasa koşulları yerine otoritelerin beklentilerine göre şekillendirilen kurlar hem dış ticaret dengesini bozarak cari açığı arttırmakta hem de ulusal para biriminin değerini arttırmaktadır. Aşırı değerlenmiş para birimi ise spekülasyon ataklarına imkan sağlamakta, ekonomileri para krizlerine sürüklemektedir. Öte yandan, piyasa riski duyarlılığı göstergesi bankacılık krizi yaşanmasa da bütün ülkelerde yaşanan bir sorun haline gelmiştir. Bankaların rekabet koşullarından uzaklaşması ve aşırı değerlenmiş ulusal para biriminden faydalanmak istemesi, dış piyasalardan fon sağlayıp iç piyasalara yüksek getiri oranları ile kredi olarak sunmasına sebep olmaktadır. Böylece bankaların açık pozisyonlarının arttığı bir durumda yaşanacak bir devalüasyon, bankaların yükümlülüklerini yerine getirmemesine sebep olabilmektedir.

Bir diğer yandan çalışmada uzunca anlatılan gelişim ve ortaya çıkış süreçlerinde görülen ortak noktalar ve krizler sonrası toparlanma sürecine baktığımızda görebileceğimiz benzerlikleri bir araya getirdiğimizde aslında kriz deneyimlerinin birbirinden bağımsız olgular olmadıklarını, aksine çalışmanın ilk bölümünde ayrıntıları anlatıldığı üzere benzer mekanizmaları olan bir olgu olduğu görülecektir.

1990’ların başından itibaren, özellikle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerin sıklığı ve ciddi ekonomik, sosyal ve siyasi sonuçlar yarattığı görülmektedir. Dünyada ve Türkiye’de 90’lı yıllarda küresel düzeyde yaşanan krizler, konuyu açıklamak amacıyla birçok kuramın oluşturulmasına ve bunlar doğrultusunda birçok görgül çalışmanın yapılmasına yol açmıştır. Örneğin, 1994-95 yıllarında Latin Amerika ülkelerinde, 1997-98 yıllarında ise Asya ülkelerinde yaşanan krizler, tüm global ekonomiyi derinden etkilemiştir. Bu çerçevede, sözkonusu krizlerin önceden tahmin edilmesine yönelik çalışmalar hız kazanmıştır.

Krizleri önceden tahmin etmeyi amaçlayan erken uyarı sistemlerinde genel olarak döviz kuru krizleri ele alınmaktadır. Bununla birlikte, döviz kuru krizlerinin bankacılık, borç veya diğer

krizlerle aynı anda veya peşpeşe gerçekleşmesi, modellerin sadece döviz kuru krizlerinin tahminiyle sınırlı kalmasını engellemektedir. Dolayısıyla makroekonomik göstergeler açısından daha kapsayıcı bir model kurulması gerekmektedir.

Erken uyarı sistemleri oluşturulurken genel olarak iki yöntem benimsenmektedir: (i) öncü göstergeler yaklaşımı (leading indicator approach) ve (ii) kesikli bağımlı değişkenler yaklaşımı (discrete-dependent-variable approach).

Bu yöntemlerden ilki olan öncü göstergeler yaklaşımı çerçevesinde oluşturulan erken uyarı endekslerinde, kriz dönemleri öncesinde sistematik olarak farklı hareket eden ekonomik göstergelerin belirlenmesi ve bu göstergelerdeki değişimlerin izlenmesi amaçlanmaktadır.

Kesikli bağımlı değişkenler yaklaşımında ise, doğrusal olmayan logit ve probit modeller kullanılmaktadır. Doğrusal olmayan olasılık modellerini temel alan bu yöntemin öncü göstergeler yaklaşımına göre en önemli üstünlüğü, göstergelerdeki bozulmanın derecesini ölçebilmesi ve bunu sonuca yansıtabilmesidir.

Bu çalışmada ise bu yöntemlerden daha farklı bir yöntem uygulanmıştır. Öncelikle, literatürdeki önemli ve kapsayıcı çalışmalar incelenerek modelimizde yer alacak finansal kriz öncü gösterge seti belirlenmiştir. Döviz kuru ve ödemeler dengesi göstergeleri, parasal ve finansal göstergeler, bankacılık göstergeleri, reel sektör göstergeler bu setin ana başlıkları olmuştur. TCMB, TÜİK, IMF ve Dünya Bankası web siteleri ve yayınlarından faydalanılarak tüm göstergelerin 1990Q1' den günümüze kadarki değerleri hesaplanmıştır. Sonraki aşama olarak b göstergelerin 2014Q4' e kadarki tüm değerleri için tahmin yapılmıştır. Tahmin yapılırken MINITAB paket programı kullanılmış, zaman serileri analizi yöntemi ile tahminler yapılmıştır. Yani gelecek 20 yıllık datayı esas alarak gelecek 4,5 senelik dönem için tahmin yapılmıştır.

Çok Kriterli Karar Verme, birden fazla ve genellikle birbirleri ile çelişen kriterlerin bulunduğu ortamlarda alternatifler arasından tercih yapmayı ifade eder ve nükleer reaktör yeri seçiminden, Microsoft Windows program çalışma önceliklerinin belirlenmesine, yatırım projeleri arasından seçim yapmadan, NATO üst düzey yöneticilerinin belirlenmesine kadar oldukça geniş bir uygulanabilirlik alanı olan ve çok yaygın kullanılan bir yöntemdir. ÇKKV yöntemlerinden Analitik Network Proses yöntemi ise alt kriterler arası bağlantılara izin vermesi sebebiyle çalışmamızın kriz tahmini bölümünde kullanılmıştır. Burada ise, "Super Decisions" programı kullanılmıştır.

Kurulan modelin Super Decisions" programına aktarılması sonucu 2014Q4 için "kriz olma olasılığı" %51.5, "kriz olmama olasılığı" ise %48.5 çıkmıştır.

KAYNAKLAR

- Abiad, A., (2003), "Early- Warning Systems: A Survey and a Regime- Switching Approach", IMF Working Paper, 03/32
- Akgüç, Ö., (2009), "Kriz Nedeni ve Çıkış Yolları, Muhasebe ve Finansman Dergisi", Sayı: 42
- Alantar, D., (2009), "Küresel Finansal Kriz: Nedenleri Ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme", Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü
- Açıkgöz, Ö., Özkan, B., (2009), 1929 Dünya Ekonomik Buhranı ve Türkiye Ekonomisine Etkileri, Mevzuat Dergisi, Sayı:136
- Akdış, M., (2000), "Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye", Beta Yayınları
- Alçın, S., (2009), "Para Sermaye-Üretken Sermaye Arasında Kırılma: 2008 Krizi", Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi Sunulmuş Tebliğ
- Apak, S., (2009), "Küresel Kriz ve Türkiye, Muhasebe ve Finansman Dergisi", Sayı: 42
- Arıcan, E., (2002)., "Gelişmekte Olan Ülkelerde İstikrar Politikaları: Türkiye", Kardeşler Matbaası, İstanbul,
- Arslan, M., (2001), "IMF Krizler ve Türkiye", Stratejik Analiz, Cilt:1 Sayı:14,
- Bakırtaş, İ., Tekinşen, A., (2003), "Dünya Savaşları ve Büyük Buhran Arasındaki Etkileşimin Ekonomi Politikası", Dumlupınar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
- Bayraktutan, Y., (2006), "Küresel Finansal Krizler ve IMF, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri", Arıkan Yayınları, İstanbul
- Balmumcu, Ö., (2006), "Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Kamu Borç Stoku İlişkisi: Türkiye Örneği", Muğla Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi
- Banque de France Bulletin, No:74 ss.1-12. Bryant, J., 1998, "The Great Depression and New Deal", Yale-New Haven Teachers Institute
- Barsky, B. R., Kilian, L., (2004), "Oil and the Macroeconomy Since the 1970s", Journal of Economic Perspectives, Volume18, Number4, Fall2004
- Bayramoğlu, D., (24 Aralık 2001), "Çöküşün ardından...", Hürriyet Gazetesi
- Bell, A., (15 Ocak 2002), "Argentine Peso Devalues 41 Percent", Reuters
- Berg, A., Borensztein, E., Patillo, C., (2004), "Assessing Early Warning Systems: How Have They Worked in Practice?", IMF Working Paper, No:04/52
- Berikol, B. Z., (2004), "Yeni Ekonominin Finansal Krizler Üzerine Etkileri: Türkiye Kasım 2000-Şubat 2001 Krizleri" Çukurova Üniversitesi Kozan Meslek Yüksek Okulu
- Bird, G. ve R. Rajan. (2001). Banks, Financial Liberalization and Financial Crises in Emerging Markets. The World Economy, XXIV, 7, 889-910.
- Burkart, O., Coudert. V., (2000). "Currency Crises in the Emerging Economies",
- Bustelo, P., (2000), "Novelties of Financial Crises in the 1990' s and The Search For New Indicators", Emerging Markets Review, No:1

- Calvo, G., Leiderman, L., Reinhart, C., (1994). “ The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues”, Contemporary Economic Policy, No: 12
- Chang, R., Velasco, A., (1998a), “The Asian liquidity crisis”, National Bureau of Economic Research Working Paper, No:6796.
- Chang, R., Velasco, A., (1998b), “Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model”, National Bureau of Economic Research Working Paper, No:6606
- Chiodo, A. J. ve Owyang, M. T., (2002), “A Case Study of a Currency Crisis:The Russian Default of 1998”
- Corsetti. G., P. Pesenti ve N. Roubini. (December 1998b). What Coused The Asian Currency and Financial Crisis? Part I:A Macroeconomic Overview. National Bureau of Economic Research Working Paper, No:6833.
- Çakmak, S., (2010), Yıldız Teknik Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi “Finansal Kriz Kuramları” Dersi Notu
- Çiloğlu, B., (2002), ““Bir Arjantinli Kadar Zengin" Deyiminden Ekonomisi Çöken Arjantin'e”, ASAM Dünya Ekonomisi Masası, Stratejik Analiz Dergisi Cilt:2 Sayı:22
- Çitli, M.N. (2006), “Bulanık Çok Kriterli Karar Verme”, (Yüksek Lisans Tezi), Yıldız Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul
- Çonkar, K., Ata, H., (2003). “Finansal Krizleri Önlemede Kullanabilecek Kriz Rasyolarının Türkiye Açısından Değerlendirilmesi”, Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi, Sayı:2
- Delice, G., (2003), “Finansal Krizler: Teorik Ve Tarihsel Bir Perspektif”, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 20,
- Demirgüç-Kunt, A., Detragiache, E., (1997). “The Determinants Of Banking Crises: Evidence from Developing and Developed Countries”, IMF Working Papers, 106
- Dış Ticaret Müsteşarlığı, (2005), Anlaşmalar Genel Müdürlüğü Brezilya- Ülke Analizi
- Dinan, D., (2005), “Avrupa Birliği Ansiklopedisi A-Z”, Kitap Yayınevi
- Doğan, B. (2004) “Karar Vermede Çok Kriterli Bire Yaklaşım Modeli Olarak Analitik Hiyerarşi Süreci Ve Mayın Avlama Gemisi Seçiminde Analitik Hiyerarşi Süreci Yönteminin Kullanılması” (Yüksek Lisans Tezi), Deniz Harp Okulu Deniz Bilimleri Ve Mühendisliği Enstitüsü, İstanbul
- Doğanlar, M., (2006), “Türkiye Ekonomisinde 1994 Krizi İçin Öncü Göstergeler Denemesi”, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri- Makale Derlemesi, Derleyenler: Halil Seyidoğlu, Rıfat Yıldız, Arıkan Yayınları, İstanbul
- Duman, K., (2002). “Finansal Krizlerin Nedenleri, Etkileri ve Bankacılık Sektörüne Yansımaları”, Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi
- Dursunoğlu, A., (2009), “Teori ve İlişkileri ile Global Ekonomik Kriz”, Çizgi Yayınevi, Konya
- Edwards, S. ,(1999), “The Mirage of Capital Controls”, Working Paper , Ucla, Mayıs 1999
- Emirkadı, Ö., (Temmuz- Aralık 2005), “Gelişmekte Olan Ülkeler ve Parasal Kriz Teorileri Üzerine Bazı Değerlendirmeler”, Sosyo Ekonomi Dergisi,
- Evans, O., Leone, A., Gill, M., Hilbers, P., (2000), “Macroprudential Indicators of Financial

System Soundness”, International Monetary Fund Occasional Paper

Edwards, S., (2001). “Does the Current Account Matter?”, National Bureau of Economic Research Working Papers, No:8275,

Edwards, Sebastian, (1997), “The Mexican Peso Crisis: How Much Did We Know? When Did We Know It?”, National Bureau of Economic Research Working Paper, No:6334

Eğilmez, M., (2010), “Küresel Finans Krizi Piyasa Sisteminin Eleştirisi”, Remzi Kitabevi, İstanbul

Eğilmez, M. ve Kumcu, E., (2001), “Krizleri Nasıl Çıkardık?”, Creative Yayıncılık, İstanbul

Evirgen, Duygu, Mayıs (2004), Arjantin Krizinin Nedenleri - Sonuçları Ve Türkiye Karşılaştırması, Mevzuat Dergisi, Yıl: 7 Sayı: 77

Ergenç, Y. E., (2009), “Ekonomik Krizlerin Nedenleri Ve Çözüm Önerileri”, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi

Goldstein, M., Turner, P., (1996) “Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options”, Social Science Research Network Papers, <http://ssrn.com/abstract=52074>

Gökçe, D., (2010), “Son Gelişmelerle Türkiye Ekonomisi”, 5. Ekonomi Zirvesi Sunumu, Boğaziçi Üniversitesi

Güneş, S., (Ocak- Haziran 2007), “Uluslar arası Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği”, Sosyo Ekonomi Dergisi

Gürler, A. ,Kaplan,D. , (2002), “Türkiye İçin Erken Uyarı Endeksi Önerileri” Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Müdürlüğü

Hacıhasanoğlu, B., (2005), “Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi”, Türkiye Cumhuriyeti Merkezi Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Hammes, D., and Wills, D., (2005), “Black Gold: The End of Bretton Woods and the Oil-Price Shocks of the 1970s”, The Independent Review, v. IX, n. 4

Herişçakar, E. (1999), “Gemi Ana Makina Seçiminde Çok Kriterli Karar Verme Yöntemleri AHP ve SMART Uygulaması”, Gemi İnşaatı Ve Deniz Teknolojisi Teknik Kongresi 99 – Bildiriler Kitabı, İstanbul

IMF, (1998), “Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability”, World Economic Outlook

IMF, 1997, 1998,2000, 2002, 2009, “Global Economic Outlook”

IMF Staff, (2008), “Globalization: A Brief Overview”

Ishii, S., Habermeier, K., (2002), “Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability”, International Monetary Fund Occasional Paper, No:211.

İpeker, M., (2002), “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü”, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Kaletsky, A., (9 Haziran 2005), “The reason that Europe is having a breakdown...it's the Euro, stupid”, The Times

Karakaşoğlu, N. (2008) “ Bulanık Çok Kriterli Karar Verme Yöntemleri Ve Uygulama”, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi

- Kaminsky, Lizondo, G., Reinhart, S., Carmen, M., (1998), "Leading Indicators of Currency Crisis", IMF Staff Papers, Vol:45, No:1
- Kaminsky, C., (1997), "Leading Indicators of Currency Crisis" Policy Research Working Paper 852, The World Bank, 1997
- Kar, M., Kara M., (2003), "Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler", Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi,
- Kar, Kara, M., Akif, M., (2004), "Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri Ve Krizler", Dış Ticaret Müsteşarlığı Tanıtım Koordinasyon, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisat Bölümü
- Karaçam, B., Mart (1994), "Bu Duruma Nasıl Gelindi", İSO Dergisi, Yıl: 29, Sayı: 336
- Karadağ, R., (2010), Petrol Fırtınası, Truva Yayınları, İstanbul
- Kazgan, G, (2008), "Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001)", İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları 2. Baskı, İstanbul,
- Kibritçioğlu, A., (2003), "Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001", Kocamustafaoğulları E, (2007), "Çok Amaçlı Karar Verme", The George Washington University, Powerpoint Sunumu
- Kozanoğlu, H., (1995), "Meksika'da Kriz", Birikim Dergisi Sayı:75
- Kraugman, P., (Kasım- Aralık 1994), "The Myth of Asia' s Miracle", Forreign Affairs
- Kraugman, P., (Ekim 1997), "Currency Crisis", NBER conference
- Krugman, P., (2001), "Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü", çev. Neşenur Domaniç, Literatür Yayıncılık, İstanbul
- Kübalı, V., (2000), "1994- 1995 Meksika Krizi", Kamu Yönetimi Dünyası Dergisi Sayı:2
- Lindgren, C.J.,(1999) "Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia", Occasional Paper 188, IMF
- Menteş, A. (2000) "Manevra ve Sevk Sistemi Seçiminde Bulanık Çok Kriterli Karar Verme", İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul
- Mian, A., Amir, S., (2009), "The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis", The University of Chicago School of Business Working Paper No:15
- Mıshkin, F.S., (1999), "Preveting Financial Crises on International Perspective", National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No: 4636.
- Mustafa Özer, (1999), "Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar", Eskişehir
- Myers, M., (1998), "Probability and Statistics for Engineers and Scientists", Sixth Edition from Walpole, ISBN:0-13-840208-6.
- Nanto, D.K., (2009), "The Global Financial Crisis: Analysis and Policy Implications", Congressional Research Service
- Ntvmsnbc, (20 Aralık 2001), "Arjantin bugünlere 'Para Kurulu'yla geldi",

- Ntvmsnbc, (24 Kasım 2001), “Arjantin dibe vuruyor”
- Oğuz, B., Ünsün, A., Köksal ,M., Şenol, Y., (2000), “Yüksek Enflasyondan Düşük Enflasyona Geçiş Sürecinde Türk Bankacılık Sektörü”, Bilgesel Yayıncılık, İstanbul
- Öz, A. H. (2007), “Yük Helikopteri Seçiminde Bulanık Çok Amaçlı Karar Verme Modeli”, İstanbul Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul
- Öz, S., (2009), TÜSİAD- Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu Politika Notu 09-03
- Özatay, F., (2009), “Finansal Krizler ve Türkiye”, Doğan Kitap, İstanbul
- Özel, S., (2005), “Global Finansal Krizler”, Deniz Kültür Yayınları No:13, İstanbul
- Parasız, İ., (1995), “Kriz Ekonomisi”, Ezgi Kitabevi Yayınları, İstanbul
- Perron, P.,(1988), “The Great Crash, The Oil Price Shock and the Unit Root Hypothesis”, Econometric Research Dergisi Cilt: 57 No:6,
- Radikal Gazetesi, (9 Ocak 1999), “Brezilya krizi derinleşiyor”
- Reha T., (2003), “Finansal Kriz ve Sermaye Piyasası,
- Reed, W. L., (2008), “Great Myths of the Great Depression”, Mackinac Center-Foundation for Economic Education Joint Project
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., (2009), “The Aftermath Of Financial Crises”, National Bureau Of Economic Research
- Rothbard, N.M., (2000), “America’s Great Depression”, Fifth Edition,Mises Institute Publication
- Romer, C. D. (1992), "What Ended the Great Depression?", Journal of Economic History
- Seyidoğlu, H., (2003), “Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri”, Doğu Üniversitesi Dergisi, Sayı: 4
- Taylor, J. B., (2008), “The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong”
- The Global Competitiveness Report, (2000), Harvard Üniversitesi and World Economic Forum, Cenevre, İsviçre
- The World Bank, (2010), “Global Economic Prospects, Crisis - Finance and Growth”
- Turagay, R. Tuna, (5 Şubat 1999), “Brezilyada Neler Oluyor”, Dünya Gazetesi
- Tuzkaya, U.,(2009), “Matematiksel İstatistik ve Güvenilirlik” Dersi Ders Notu, Yıldız Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Sistem Mühendisliği Bölümü Bahar Dönemi Dersi
- Uygur, E., (2001), “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri” Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 2001
- Ünüvar, B., (2010), “İstikrar Öngörülleri Paralelinde Türkiye’ nin Ekonomik Tablosu”, 5. Ekonomi Zirvesi Sunumu, Boğaziçi Üniversitesi
- Volkan Ç., (2008), “Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Finansal Sermaye Hareketleri ve Krizler, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi
- William, S., (12 Aralık 1973), “Price Quadruples for Iranian Crude Oil at Auction”, New York Times

World Labour Report, (2000)

World Development Indicators, (2000)

World Economic Forum, (2008), The Financial Development Report

Yay, T., Yay, G. G., Yılmaz, E., (Mart 2004), İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi

Yay, Gülsüm Gürkan, Yılmaz, Ensar, (2001) “Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Regülasyon”, İTO Yayınları

Yıldırım, O., (2004), “Kura Dayalı İstikrar Politikası Çerçevesinde Enflasyonu Düşürme Programı Ve Türkiye Ekonomisinde Yeni İstikrar Arayışları”, Dış Ticaret Müşterarlığı Tanıtım Koordinasyon, Anadolu Üniversitesi Öğretim Görevlisi

İnternet Kaynakları

[1]www.moneycafe.com

[2]www.bea.gov

[3]<http://www.cbr.ru/eng/>

[4]www.russtock.com

[5]www.opec.org

[6]<http://www.latin-focus.com>

EK 1

	1)TÜFE BAZLI REEL DÖVİZ KURU	2) CARI İŞLEMLER DENGESİ / GSMH	3)KVDB / GSMH	4) CARI AÇIK / REZERVLER	5)İHRACAT / İTHALAT(3 AYLIK)	6)REZERVLER / İTHALAT (3 AYLIK İTH. KARŞILAMA)
1990 Q1		-1,4%	0,15	-0,131	0,697	1,06
1990 Q2		-1,4%	0,15	-0,115	0,659	1,17
1990 Q3		-1,2%	0,16	-0,103	0,620	1,17
1990 Q4		-1,3%	0,18	-0,110	0,581	0,82
1991 Q1		0,1%	0,17	0,017	0,593	0,76
1991 Q2		0,1%	0,18	0,012	0,603	1,06
1991 Q3		0,1%	0,16	0,013	0,624	0,95
1991 Q4		0,1%	0,19	0,013	0,668	0,80
1992 Q1		-0,3%	0,17	-0,043	0,718	0,76
1992 Q2		-1,1%	0,20	-0,136	0,602	0,79
1992 Q3		-0,1%	0,20	-0,008	0,632	0,96
1992 Q4		-0,3%	0,25	-0,029	0,631	0,93
1993 Q1		-1,5%	0,21	-0,131	0,622	1,20
1993 Q2		-3,8%	0,23	-0,344	0,447	0,87
1993 Q3		-2,4%	0,25	-0,227	0,477	0,93
1993 Q4		-2,9%	0,34	-0,254	0,560	0,75
1994 Q1		-1,9%	0,27	-0,344	0,650	0,56
1994 Q2		3,8%	0,35	0,331	0,773	0,86
1994 Q3		4,4%	0,26	0,299	0,889	1,24
1994 Q4		0,9%	0,29	0,048	0,803	1,01
1995 Q1		0,8%	0,25	0,038	0,694	1,65
1995 Q2		-0,8%	0,25	-0,033	0,603	1,55
1995 Q3		0,0%	0,24	0,002	0,579	1,77
1995 Q4		-4,4%	0,29	-0,190	0,576	1,12
1996 Q1		-0,7%	0,25	-0,031	0,568	1,43
1996 Q2		-2,3%	0,30	-0,090	0,473	1,44
1996 Q3		0,7%	0,26	0,027	0,535	1,61
1996 Q4		-1,9%	0,31	-0,064	0,555	1,34
1997 Q1		-1,8%	0,23	-0,080	0,576	1,48
1997 Q2		-1,6%	0,25	-0,064	0,543	1,37
1997 Q3		1,4%	0,26	0,047	0,515	1,60
1997 Q4		-2,3%	0,31	-0,071	0,536	1,35
1998 Q1		-1,8%	0,31	-0,048	0,594	1,88
1998 Q2		-0,4%	0,32	-0,010	0,551	2,20
1998 Q3		2,0%	0,27	0,070	0,575	1,86
1998 Q4		2,5%	0,30	0,090	0,634	1,79
1999 Q1		2,4%	0,37	0,064	0,804	2,66
1999 Q2		-2,2%	0,35	-0,060	0,610	2,08
1999 Q3		0,4%	0,31	0,011	0,620	2,24
1999 Q4		-2,0%	0,36	-0,054	0,620	1,96
2000 Q1		-3,9%	0,41	-0,100	0,592	2,02
2000 Q2		-5,2%	0,39	-0,133	0,502	1,73
2000 Q3		-1,8%	0,35	-0,055	0,474	1,71
2000 Q4		-4,4%	0,41	-0,136	0,488	1,50
2001 Q1		-1,0%	0,48	-0,031	0,677	1,71
2001 Q2		2,9%	0,46	0,086	0,815	1,67
2001 Q3		4,1%	0,40	0,111	0,739	1,83
2001 Q4		1,8%	0,36	0,043	0,802	1,81

	Önceki Sayfadan Devam					
2002 Q1		-0,9%	0,29	-0,023	0,760	1,95
2002 Q2		-1,1%	0,29	-0,028	0,684	1,79
2002 Q3		2,0%	0,25	0,050	0,687	1,85
2002 Q4		-1,3%	0,26	-0,030	0,682	1,77
2003 Q1	90,70	-4,8%	0,29	-0,111	0,721	1,85
2003 Q2	98,50	-3,5%	0,26	-0,086	0,687	1,74
2003 Q3	108,00	1,4%	0,23	0,037	0,660	1,83
2003 Q4	102,70	-3,9%	0,27	-0,100	0,668	1,68
2004 Q1	108,70	-5,9%	0,28	-0,161	0,645	1,57
2004 Q2	103,00	-4,7%	0,30	-0,126	0,637	1,39
2004 Q3	101,00	-0,2%	0,28	-0,007	0,637	1,38
2004 Q4	102,40	-4,4%	0,31	-0,129	0,669	1,33
2005 Q1	110,30	-5,1%	0,29	-0,155	0,670	1,48
2005 Q2	110,90	-5,6%	0,29	-0,167	0,618	1,36
2005 Q3	115,10	-1,6%	0,28	-0,055	0,600	1,38
2005 Q4	119,70	-5,5%	0,29	-0,146	0,635	1,61
2006 Q1	121,60	-7,0%	0,33	-0,149	0,630	1,97
2006 Q2	110,50	-8,3%	0,32	-0,190	0,580	1,54
2006 Q3	107,00	-3,2%	0,28	-0,083	0,595	1,62
2006 Q4	111,60	-5,5%	0,30	-0,130	0,650	1,64
2007 Q1	115,30	-6,9%	0,27	-0,140	0,658	1,92
2007 Q2	119,90	-6,5%	0,25	-0,148	0,628	1,62
2007 Q3	121,50	-3,6%	0,21	-0,096	0,602	1,62
2007 Q4	129,70	-5,9%	0,22	-0,161	0,640	1,52
2008 Q1	127,20	-6,5%	0,24	-0,162	0,674	1,56
2008 Q2	119,70	-7,9%	0,27	-0,205	0,628	1,34
2008 Q3	127,80	-3,5%	0,25	-0,104	0,632	1,34
2008 Q4	115,90	-3,8%	0,32	-0,084	0,699	1,85
2009 Q1	111,90	-1,6%	0,36	-0,031	0,848	2,32
2009 Q2	114,10	-3,6%	0,31	-0,084	0,694	1,97
2009 Q3	115,20	-1,2%	0,26	-0,030	0,665	1,86
2009 Q4	116,70	-2,6%	0,28	-0,066	0,719	1,75
2010 Q1	123,40	-6,2%	0,33	-0,147	0,676	1,80
2010 Q2	127,80	-6,1%	0,34	-0,157	0,641	1,58
2010 Q3	127,20	-4,7%	0,34	-0,133	0,575	1,68
2010 Q4	131,70	-4,8%	0,34	-0,133	0,658	1,68
2011 Q1	132,46	-4,8%	0,34	-0,133	0,659	1,68
2011 Q2	133,24	-4,9%	0,34	-0,133	0,660	1,68
2011 Q3	134,03	-5,0%	0,34	-0,133	0,661	1,68
2011 Q4	134,81	-5,0%	0,35	-0,133	0,662	1,68
2012 Q1	135,59	-5,1%	0,35	-0,133	0,663	1,68
2012 Q2	136,37	-5,2%	0,35	-0,133	0,663	1,68
2012 Q3	137,15	-5,2%	0,35	-0,133	0,664	1,68
2012 Q4	137,94	-5,3%	0,35	-0,133	0,665	1,68
2013 Q1	138,72	-5,4%	0,35	-0,133	0,666	1,68
2013 Q2	139,50	-5,4%	0,35	-0,133	0,667	1,68
2013 Q3	140,28	-5,5%	0,36	-0,133	0,668	1,68
2013 Q4	141,06	-5,6%	0,36	-0,133	0,669	1,68
2014 Q1	141,85	-5,6%	0,36	-0,133	0,670	1,68
2014 Q2	142,63	-5,7%	0,36	-0,133	0,671	1,68
2014 Q3	143,41	-5,8%	0,36	-0,133	0,671	1,68
2014 Q4	144,19	-5,8%	0,36	-0,133	0,672	1,68
	2010 Q2 Sonrası Tahmin Edilen Değerlerdir					

	7) İHRACAT ARTIŞ ORANI	8) TÜKETİM MALİ İTHALATI/ T. İTHALAT	9) KVDB / REZERVLER	10) REZERVLER /TOPLAM BORÇLAR	11) KVDB/ TOP BORÇLAR	12) M2/ M2Y
1990 Q1	0,000	0,066	0,75	0,11	0,148	0,808
1990 Q2	0,000	0,097	0,77	0,12	0,158	0,811
1990 Q3	0,000	0,114	0,71	0,13	0,178	0,813
1990 Q4	0,000	0,092	0,63	0,11	0,181	0,796
1991 Q1	0,128	0,081	0,40	0,08	0,186	0,792
1991 Q2	0,058	0,070	0,57	0,10	0,182	0,766
1991 Q3	0,122	0,078	0,58	0,10	0,172	0,748
1991 Q4	-0,060	0,071	0,54	0,09	0,170	0,723
1992 Q1	0,051	0,075	0,42	0,07	0,171	0,693
1992 Q2	0,137	0,066	0,43	0,08	0,184	0,665
1992 Q3	0,154	0,087	0,48	0,09	0,196	0,628
1992 Q4	0,014	0,080	0,48	0,10	0,216	0,625
1993 Q1	0,035	0,082	0,56	0,12	0,208	0,620
1993 Q2	0,053	0,083	0,47	0,11	0,227	0,592
1993 Q3	-0,038	0,087	0,42	0,10	0,240	0,570
1993 Q4	0,114	0,090	0,34	0,09	0,262	0,536
1994 Q1	0,042	0,077	0,21	0,05	0,223	0,483
1994 Q2	0,102	0,053	0,32	0,06	0,188	0,476
1994 Q3	0,352	0,053	0,56	0,10	0,173	0,579
1994 Q4	0,216	0,055	0,64	0,10	0,163	0,529
1995 Q1	0,243	0,059	0,87	0,15	0,175	0,530
1995 Q2	0,357	0,058	0,95	0,18	0,185	0,575
1995 Q3	0,098	0,077	1,05	0,21	0,203	0,596
1995 Q4	0,135	0,073	0,80	0,16	0,204	0,557
1996 Q1	0,165	0,097	0,87	0,18	0,210	0,536
1996 Q2	0,000	0,101	0,87	0,20	0,233	0,537
1996 Q3	0,088	0,101	1,00	0,22	0,219	0,546
1996 Q4	0,053	0,106	0,95	0,21	0,215	0,550
1997 Q1	0,097	0,094	1,01	0,20	0,202	0,539
1997 Q2	0,222	0,105	0,96	0,20	0,211	0,543
1997 Q3	0,132	0,099	1,16	0,25	0,213	0,538
1997 Q4	0,088	0,116	1,04	0,22	0,210	0,527
1998 Q1	0,108	0,108	1,17	0,25	0,212	0,511
1998 Q2	0,039	0,120	1,34	0,29	0,218	0,524
1998 Q3	0,022	0,115	1,03	0,23	0,218	0,543
1998 Q4	-0,046	0,125	0,95	0,20	0,216	0,550
1999 Q1	-0,038	0,113	1,04	0,23	0,218	0,574
1999 Q2	-0,045	0,121	1,05	0,23	0,219	0,563
1999 Q3	-0,028	0,109	1,08	0,24	0,222	0,573
1999 Q4	0,050	0,129	1,01	0,22	0,222	0,555
2000 Q1	0,034	0,107	0,95	0,22	0,231	0,538
2000 Q2	0,127	0,136	1,00	0,22	0,223	0,515
2000 Q3	0,041	0,127	0,93	0,22	0,235	0,516
2000 Q4	-0,014	0,134	0,78	0,19	0,239	0,529
2001 Q1	0,089	0,093	0,71	0,16	0,223	0,554
2001 Q2	0,135	0,102	0,74	0,14	0,194	0,500
2001 Q3	0,137	0,083	0,94	0,16	0,168	0,437
2001 Q4	0,150	0,091	1,15	0,17	0,144	0,425

	Önceki Sayfadan Devam					
2002 Q1	0,084	0,084	1,35	0,18	0,133	0,469
2002 Q2	0,056	0,101	1,38	0,18	0,130	0,474
2002 Q3	0,214	0,095	1,65	0,20	0,122	0,444
2002 Q4	0,243	0,098	1,63	0,21	0,127	0,460
2003 Q1	0,310	0,095	1,47	0,20	0,138	0,469
2003 Q2	0,329	0,110	1,56	0,21	0,136	0,504
2003 Q3	0,310	0,110	1,61	0,24	0,152	0,534
2003 Q4	0,295	0,130	1,46	0,23	0,160	0,536
2004 Q1	0,303	0,121	1,32	0,23	0,172	0,583
2004 Q2	0,372	0,140	1,25	0,23	0,184	0,588
2004 Q3	0,313	0,120	1,15	0,23	0,197	0,585
2004 Q4	0,355	0,116	1,12	0,22	0,200	0,583
2005 Q1	0,277	0,103	1,14	0,24	0,209	0,603
2005 Q2	0,169	0,117	1,15	0,25	0,215	0,625
2005 Q3	0,133	0,125	1,09	0,25	0,232	0,645
2005 Q4	0,100	0,130	1,32	0,30	0,225	0,661
2006 Q1	0,079	0,124	1,43	0,32	0,221	0,666
2006 Q2	0,175	0,121	1,35	0,30	0,220	0,671
2006 Q3	0,185	0,112	1,42	0,30	0,210	0,660
2006 Q4	0,209	0,107	1,43	0,29	0,205	0,649
2007 Q1	0,246	0,104	1,81	0,32	0,175	0,642
2007 Q2	0,241	0,104	1,73	0,30	0,176	0,646
2007 Q3	0,243	0,111	1,83	0,30	0,166	0,657
2007 Q4	0,282	0,119	1,70	0,29	0,173	0,675
2008 Q1	0,430	0,109	1,67	0,29	0,173	0,683
2008 Q2	0,347	0,104	1,43	0,27	0,186	0,673
2008 Q3	0,364	0,099	1,35	0,27	0,198	0,684
2008 Q4	-0,132	0,118	1,41	0,26	0,182	0,687
2009 Q1	-0,261	0,128	1,42	0,25	0,178	0,681
2009 Q2	-0,347	0,142	1,41	0,25	0,175	0,678
2009 Q3	-0,304	0,132	1,49	0,26	0,176	0,682
2009 Q4	0,082	0,144	1,43	0,26	0,184	0,687
2010 Q1	0,063	0,132	1,28	0,26	0,204	0,702
2010 Q2	0,238	0,129	1,15	0,27	0,233	0,718
2010 Q3	0,131	0,132	1,13	0,27	0,241	0,724
2010 Q4	0,131	0,131	1,13	0,27	0,243	0,727
2011 Q1	0,131	0,131	1,13	0,27	0,245	0,730
2011 Q2	0,131	0,131	1,13	0,28	0,246	0,732
2011 Q3	0,131	0,131	1,13	0,28	0,248	0,735
2011 Q4	0,131	0,131	1,13	0,28	0,250	0,738
2012 Q1	0,131	0,131	1,12	0,28	0,252	0,741
2012 Q2	0,131	0,131	1,12	0,28	0,253	0,744
2012 Q3	0,131	0,131	1,12	0,29	0,255	0,747
2012 Q4	0,131	0,131	1,12	0,29	0,257	0,749
2013 Q1	0,131	0,131	1,12	0,29	0,258	0,752
2013 Q2	0,131	0,131	1,12	0,29	0,260	0,755
2013 Q3	0,131	0,131	1,12	0,30	0,262	0,758
2013 Q4	0,131	0,131	1,12	0,30	0,264	0,761
2014 Q1	0,131	0,131	1,11	0,30	0,265	0,764
2014 Q2	0,131	0,131	1,11	0,30	0,267	0,766
2014 Q3	0,131	0,131	1,11	0,30	0,269	0,769
2014 Q4	0,131	0,131	1,11	0,31	0,271	0,772
	2010 Q2 Sonrası Tahmin Edilen Değerlerdir					

	13)M2 / REZERVLER	14)M2Y / REZERVLER	15)İMKB ENDEKSİ DEĞİŞİMİ	16)BANKA KREDİLERİ/ GSMH	17)KKO	18)ARA MAL İTHALATI / T. İTHALAT
1990 Q1	4,457	5,18	0,190	0,43	74,90	0,785
1990 Q2	4,073	4,70	0,207	0,43	75,23	0,728
1990 Q3	3,834	4,48	-0,144	0,39	75,55	0,711
1990 Q4	4,281	5,08	0,240	0,51	76,20	0,693
1991 Q1	6,855	7,78	0,190	0,46	75,50	0,735
1991 Q2	4,656	5,30	-0,207	0,44	74,80	0,731
1991 Q3	4,710	5,63	-0,244	0,41	77,20	0,704
1991 Q4	4,805	6,23	-0,224	0,56	75,30	0,696
1992 Q1	6,348	8,47	0,115	0,52	74,20	0,713
1992 Q2	5,292	7,31	0,138	0,52	78,00	0,692
1992 Q3	4,300	6,14	0,224	0,46	80,80	0,733
1992 Q4	3,879	5,66	-0,112	0,61	78,10	0,695
1993 Q1	3,319	5,01	0,371	0,51	74,60	0,703
1993 Q2	3,125	5,40	0,972	0,53	79,50	0,671
1993 Q3	2,644	5,16	2,063	0,49	82,40	0,665
1993 Q4	3,394	5,82	2,294	0,62	82,80	0,613
1994 Q1	6,170	9,83	1,252	0,51	75,00	0,697
1994 Q2	3,256	5,71	0,527	0,45	65,40	0,675
1994 Q3	2,496	4,38	0,417	0,40	78,00	0,735
1994 Q4	2,438	4,23	0,446	0,54	76,80	0,732
1995 Q1	1,701	2,82	0,657	0,40	76,60	0,770
1995 Q2	1,650	2,73	1,076	0,39	81,60	0,693
1995 Q3	1,467	2,41	0,726	0,38	84,60	0,727
1995 Q4	1,904	3,17	0,469	0,57	82,40	0,647
1996 Q1	1,873	2,84	0,117	0,47	76,70	0,696
1996 Q2	1,724	2,53	0,430	0,44	81,70	0,651
1996 Q3	1,700	2,53	0,544	0,45	79,60	0,661
1996 Q4	1,813	2,84	0,562	0,67	79,70	0,634
1997 Q1	1,951	3,04	1,195	0,54	80,80	0,704
1997 Q2	1,942	2,95	1,334	0,57	81,10	0,651
1997 Q3	1,516	2,36	1,438	0,56	86,60	0,656
1997 Q4	1,630	2,69	1,074	0,75	78,80	0,643
1998 Q1	1,488	2,37	1,131	0,67	80,50	0,682
1998 Q2	0,216	2,00	0,916	0,66	78,70	0,636
1998 Q3	0,246	2,70	0,129	0,50	81,80	0,641
1998 Q4	1,972	3,16	-0,299	0,57	79,20	0,615
1999 Q1	1,931	2,92	-0,158	0,65	74,10	0,679
1999 Q2	1,984	2,91	0,514	0,59	76,40	0,658
1999 Q3	1,921	2,92	1,461	0,52	68,80	0,666
1999 Q4	1,939	3,12	1,570	0,55	74,10	0,645
2000 Q1	1,919	3,22	2,233	0,59	74,00	0,703
2000 Q2	1,813	3,02	1,904	0,59	76,70	0,650
2000 Q3	1,887	3,19	0,497	0,54	73,90	0,653
2000 Q4	2,120	3,57	-0,294	0,61	74,50	0,646
2001 Q1	2,390	4,14	-0,423	0,72	70,70	0,733
2001 Q2	2,102	4,10	-0,154	0,60	71,30	0,708
2001 Q3	1,643	3,50	-0,205	0,51	72,90	0,745
2001 Q4	1,656	3,65	0,114	0,52	73,30	0,740

	Önceki Sayfadan Devam					
2002 Q1	1,849	3,72	0,110	0,49	75,30	0,778
2002 Q2	1,741	3,45	0,166	0,42	76,40	0,726
2002 Q3	1,415	2,98	-0,095	0,34	79,70	0,734
2002 Q4	1,433	2,98	-0,066	0,37	76,50	0,699
2003 Q1	1,590	3,20	-0,032	0,42	78,30	0,772
2003 Q2	1,673	2,99	0,133	0,40	80,10	0,721
2003 Q3	1,645	2,85	0,026	0,36	83,50	0,725
2003 Q4	1,706	3,04	0,524	0,44	79,40	0,668
2004 Q1	2,040	3,51	0,745	0,49	82,10	0,701
2004 Q2	1,940	3,31	0,535	0,55	85,30	0,668
2004 Q3	1,998	3,36	0,230	0,49	84,30	0,702
2004 Q4	2,101	3,52	0,209	0,55	84,00	0,698
2005 Q1	3,030	3,91	0,492	0,64	80,50	0,738
2005 Q2	3,364	3,72	0,275	0,67	81,40	0,697
2005 Q3	3,829	3,84	0,312	0,62	82,70	0,697
2005 Q4	3,670	3,38	0,329	0,77	80,70	0,679
2006 Q1	3,312	3,10	0,753	0,90	80,70	0,708
2006 Q2	3,476	3,19	0,315	0,92	83,10	0,711
2006 Q3	3,380	3,19	0,033	0,82	82,70	0,720
2006 Q4	3,489	3,26	-0,123	0,93	81,70	0,715
2007 Q1	3,337	3,15	0,046	1,03	82,00	0,747
2007 Q2	3,641	3,39	0,251	1,02	83,50	0,735
2007 Q3	3,772	3,58	0,302	0,95	83,20	0,729
2007 Q4	4,258	3,98	0,333	1,09	81,10	0,704
2008 Q1	4,276	3,86	-0,017	1,22	81,20	0,745
2008 Q2	4,127	3,87	-0,195	1,19	82,30	0,764
2008 Q3	4,402	4,08	-0,307	1,15	79,80	0,769
2008 Q4	4,197	3,83	-0,414	1,27	64,70	0,713
2009 Q1	4,095	3,85	-0,385	1,40	64,70	0,713
2009 Q2	4,506	4,17	-0,151	1,32	72,70	0,699
2009 Q3	4,558	4,17	0,640	1,20	70,10	0,716
2009 Q4	4,889	4,40	0,966	1,32	69,70	0,698
2010 Q1	4,991	4,55	0,641	1,48	67,90	0,723
2010 Q2	5,075	4,57	0,308	1,50	73,60	0,724
2010 Q3	4,943	4,56	0,222	1,36	73,90	0,716
2010 Q4	5,032	4,57	0,219	1,40	77,57	0,718
2011 Q1	5,120	4,59	0,219	1,43	77,56	0,718
2011 Q2	5,208	4,60	0,219	1,46	77,56	0,718
2011 Q3	5,296	4,61	0,219	1,50	77,56	0,719
2011 Q4	5,384	4,63	0,219	1,53	77,56	0,719
2012 Q1	5,472	4,64	0,219	1,57	77,55	0,719
2012 Q2	5,560	4,65	0,219	1,61	77,55	0,719
2012 Q3	5,648	4,67	0,219	1,64	77,55	0,719
2012 Q4	5,737	4,68	0,219	1,68	77,55	0,719
2013 Q1	5,825	4,69	0,219	1,72	77,54	0,719
2013 Q2	5,913	4,70	0,219	1,76	77,54	0,720
2013 Q3	6,001	4,72	0,219	1,80	77,54	0,720
2013 Q4	6,089	4,73	0,219	1,84	77,53	0,720
2014 Q1	6,177	4,74	0,219	1,88	77,53	0,720
2014 Q2	6,265	4,76	0,219	1,92	77,53	0,720
2014 Q3	6,303	4,77	0,219	1,96	77,53	0,720
2014 Q4	6,353	4,78	0,219	2,00	77,52	0,721
	2010 Q2 Sonrası Tahmin Edilen Değerlerdir					

ÖZGEÇMİŞ

Doğum Tarihi :20.02.1987

Doğum Yeri :Bayburt

Lise :2000-2003 Tuzla Tuğrul Bey Lisesi

Lisans :2003-2008 Yıldız Teknik Üniversitesi Makine Fakültesi
Endüstri Mühendisliği Bölümü

Yüksek Lisans :2008-2010 Yıldız Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü
Endüstri Müh. Anabilim Dalı Sistem Müh. Programı