T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI

Doktora Tezi

FİNANSAL KRİZLERİN BULAŞICILIĞI VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE ÖRNEKLERİ: TÜRKİYE UYGULAMASI

Nesrin SÖNMEZAY
2502070104

TEZ DANIŞMANI
Prof. Dr. Seyhun DOĞAN

İstanbul-2014

T.C. İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
1982

DOKTORA

TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN

Adı ve Soyadı : **NESRİN SÖNMEZAY** Numarası : **2502070104**

Anabilim/Bilim Dalı : **İKTİSAT** Danışman : **PROF. DR. SEYHUN DOĞAN**

Tez Savunma Tarihi : **09.01.2014** Tez Savunma Saati : **14:00**

Tez Başlığı :**"FİNANSAL KRİZLERİN BULAŞICILIĞI VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE ÖRNEKLERİ: TÜRKİYE UYGULAMASI"**

TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin **50. Maddesi** uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin **KABULÜ'NE** OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1-PROF. DR. SEYHUN DOĞAN		KABUL
2-PROF. DR. MİTHAT ZEKİ DİNÇER		Kabul
3-PROF. DR. GÜLSÜM AKALIN		KABUL
4-DOÇ. DR. NAGİHAN OKTAYER		Kabul
5-DOÇ. DR. DÜNDAR MURAT DEMİRÖZ		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1-PROF. DR. HÜSEYİN BİLGİN		
2-YRD. DOÇ. DR. SELMAN YILMAZ		

ÖZ

FİNANSAL KRİZLERİN BULAŞICILIĞI VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE ÖRNEKLERİ: TÜRKİYE UYGULAMASI

NESRİN SÖNMEZAY

1980'li yılların sonunda gelişmekte olan ülkelerde finansal serbestleşmenin yaygınlaşması ve finansal sektöre yönelik düzenlemelerin asgari düzeye indirilmesi ile 1990'lı yılların sonunda gelişmekte olan birçok ülkede ekonomik krizler meydana gelmiştir. Bu krizlerin en önemli özelliği, olumsuz etkilerin meydana geldiği ülke ile sınırlı kalmayıp, farklı ülkelere de sirayet etmesidir. Bu nedenle ekonomi literatüründe"bulaşıcılık" kavramı önem kazanmıştır. Yapılan çalışmalarda krizlerin bulaşıcılığı, bulaşıcılığın olup olmadığı, krizlerin hangi kanallardan bulaştığı, bulaşıcılığı önlemenin yolları gibi konular ele alınmıştır.

Türkiye'de de 1994 ve 2001 yıllarında iki önemli kriz yaşanmıştır. 1990'lı yıllarda gelişmekte olan diğer ülkelerde yaşanan krizler de Türkiye ekonomisini etkilemiştir. Tümden gelim metodunun kullanıldığı bu çalışmada;finansal krizler, krizlerin bulaşıcılığı ele alınmış ve "Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans Modeli (GARCH)" modeli kullanılarak bulaşıcılık etkisinin analiz edilmiştir.Modelin sonuçları değerlendirildiğinde Doğu Asya ve Rusya krizlerinin bulaşıcılık yönünden en ısrarcı etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır.

Anahtar Sözcükler: Finansal krizler, bulaşıcılık, Türkiye.

ABSTRACT

FİNANSAL KRİZLERİN BULAŞICILIĞI VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE ÖRNEKLERİ: TÜRKİYE UYGULAMASI

NESRİN SÖNMEZAY

1980s were the years of financial liberalization and deregulation of financial sectors of most of the developing countries. This was one of the main reasons behind increase of economic crises in developing countries in those years. Most important feature of economic crisis of developing countries during 1990s is that its distortions were not limited by the home country. Because of contingent effects of the crises in those years, term of “contingency”, transmission channelsof the crisis, measures to prevent contingency were studied.

Turkey has experienced two major crises in 1994 and 2001. Other crises of 1990s were also contagious for Turkey in those years. Financial crises, contingency of crises were studied in this paper and by the help of“Generalized Auto RegressiveHeteroscedasticity(GARCH)”model, contagious effects of those crises on Turkish economy were analyzed. Contagious effectsof East Asian and Russian crises were the basic findings.

Key Words: Financial crisis, contingency, Turkey.

ÖNSÖZ

1990'lı yıllar gelişmekte olan ülkeler açısından krizlerin sıkça yaşandığı yıllar olmuştur. Bu durumun en temel nedeni 1980'li yılların sonunda uygulamaya konulan yeni finansal serbestleşme politikalarıdır. 1994 Meksika krizi, 1997 Doğu Asya krizi, 1998 Rusya krizi, 1999 Brezilya krizi, 2001 Arjantin ve Türkiye krizleri bu dönemde meydana gelmiştir. Söz konusu krizler, sadece krizin meydana geldiği ülkeyi değil, diğer ülkeleri de etkilemiş, bu durum ekonomiliteratüründe "bulaşıcılık" kavramının önem kazanmasına neden olmuş.

1990'lı yıllar boyunca gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen krizler genellikle bulaşıcı özellikte olmuştur. Nitekim 1994 Meksika Krizi'nin Arjantin'e, 1997 Doğu Asya Krizi'nin Rusya, Brezilya ve Türkiye'ye yönelik olumsuz etkileri olduğu gözlemlenmiştir. Türkiye'de de 1994 ve 2001 yıllarında iki önemli kriz yaşanmıştır. Bu çalışmanın yapılmış olma nedeni, 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerin, Türkiye'de yaşanan krizlerde etkin olup olmadığının araştırılmasıdır. Bu amaç doğrultusunda, öncelikle kriz literatürü araştırılmış, bulaşıcılık kavramı irdelenmiş, 1990'lı yıllarda gelişmekte olan diğer ülkelerde yaşanan krizler ele alınmış ve söz konusu krizlerin Türkiye'ye "bulaşıcı" etkileri "Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans Modeli(GARCH)"kullanılarak analiz edilmiştir.

Bu çalışmanın hazırlanmasındaki katkılarından dolayı Tez İzleme Jürisi Üyesi hocalarım Prof. Dr. Mithat Savaş Dinçer ile Prof. Dr. Gülsüm Akalın'a ve tez danışmanım Prof. Dr. Seyhun Doğan'a çok teşekkür ederim.Ekonometrik çalışmayı hazırlamamdaki yardımlarından dolayı Dr. Bilge Eriş Dereli'ye ve her zaman beni destekleyen ailemeteşekkürlerimisunarım.

Ayrıca tez çalışmam boyunca sağladığı maddi destekten dolayı, TÜBİTAK-BİDEB kurumuna da teşekkürü ederim.

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZ …….....III
ABSTRACT…….....IV
ÖNSÖZ…….…….…….....V
İÇİNDEKİLER…….…….…….…VI
TABLOLAR LİSTESİ.....IX
GRAFİKLER LİSTESİ…….…….....X
KISALTMALAR……...…….…..XI

GİRİŞ.....1

BİRİNCİ BÖLÜM

KRİZ KAVRAMI

1.1. EKONOMİ OKULLARININ FİNANSAL KRİZ TEORİLERİ……..4
1.1.1. Post Keynesci Okul…….4
1.1.1.1. Fisher'ın Finansal Kriz Yaklaşımı……..4
1.1.1.2.HymanMinsky'nin Finansal Kriz Yaklaşımı…….5
1.1.2. Monetarist Okul……...9
1.1.3. Yeni Keynesyen Okul……10
1.1.3.1. Asimetrik Bilgi……..11
1.1.3.2.Kredi Tayınlaması…….12
1.1.3.3.Finansal Krize Neden Olan Etkenler……14
1.1.4. Marksist Okul……15
1.2. FİNANSAL KRİZ TÜRLERİ……17

1.2.1. Para Krizleri……...17

1.2.2. Bankacılık Krizleri……18

1.2.3. İkiz Krizler…….20

1.2.4. Dış Borç Krizi……23

1.3. PARA KRİZLERİNİ AÇIKLAYAN MODELLER……....25

1.3.1. Birinci Nesil Modeller……...25

1.3.2. İkinci Nesil Modeller…….30

1.3.3. Üçüncü Nesil Modeller……..37

İKİNCİ BÖLÜM

BULAŞICILIK KAVRAMI VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLERİN BULAŞICILIĞI

2.1. BULAŞICILIK KAVRAMI……40

2.2. KRİZLERİN BULAŞMA KANALLARI……41

2.3. ÜLKE ÖRNEKLERİ……...47

2.3.1. Meksika Krizi……47

2.3.2. Doğu Asya Krizi……55

2.3.3. Rusya Krizi……62

2.3.4. Brezilya Krizi…….65

2.3.5. Arjantin Krizi…….69

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE YAŞANAN 1994 VE 2001 KRİZLERİ VE BULAŞICILIK ÜZERİNE BİR UYGULAMA

3.1. 1980 SONRASINDA EKONOMİDE YAŞANAN BAŞLICA GELİŞMELER……78
3.2. 1994 EKONOMİK KRİZİ……...82

3.3. 1994–1999 YILLARINDA EKONOMİNİN GENEL GÖRÜNÜMÜ……96

3.3.1. 2000 Enflasyonu Düşürme Programı……97

3.3.2. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Ekonomik Krizleri……..100

3.4. BULAŞICILIK ÜZERİNE BİR UYGULAMA ……109

SONUÇ.....117

KAYNAKÇA.....121

EKLER…….....136

ÖZGEÇMİŞ…….....161

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 2.1. Uluslararası Bankaların Doğu Asya Ülkelerine Yönelik Yatırımları ……..……..61

Tablo 2.2. Döviz Kuru Piyasaları..…….....68

Tablo 3.1. Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı..…….....85

Tablo 3.2. Kaynaklar ve Kullanımı (1989–1993)..……..85

Tablo 3.3. 1989–1994 Yıllarında Türkiye'nin Temel Ekonomik Göstergeleri.....94

Tablo 3.4. 1995–1998 Yıllarında Türkiye'nin Temel Ekonomik Göstergeleri..…..97

Tablo 3.5. 12 Aylık Cari Açık/Döviz Rezervi Oranı (1999–2001)...…….102

Tablo 3.6. 1999-2002 Yıllarında Türkiye'nin Temel Ekonomik Göstergeleri…...110

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1.1. Spekülatif Atak Sonucu Rezervlerin Tükenmesi……27

Grafik 1.2. Spekülatif Atağın Zamanlaması……..….....28

Grafik 2.1. Meksika Krizinin Etkileri……..54

Grafik 3.1. Hisse Senedi Serileri…….115

Grafik 3.2. Hisse Senedi Getiri Serileri..…….116

KISALTMALAR

AB	**:**	Avrupa Birliği
ABD	**:**	Amerika Birleşik Devletleri
ARCH	**:**	Auto RegressiveConditionalHeteroskedasticity
DİBS	**:**	Devlet İç Borçlanma Senetleri
DPT	**:**	Devlet Planlama Teşkilatı
DYP	**:**	Doğru Yol Partisi
ECU	**:**	EuropeanCurrencyUnit
ERM	**:**	Exchange Rate Mechanism
GARCH	**:**	Generalized Auto RegressiveConditionalHeteroskedasticity
GSMH	**:**	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	**:**	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IADB	**:**	Inter-Amerikan Development Bank
IMF	**:**	International MonetaryFund
İMKB	**:**	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİT	**:**	Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KKBG	**:**	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
KOBİ	**:**	Küçük ve Orta Boy İşletmeler
NAFTA	**:**	North AtlanticFreeTradeAgreement
OECD	**:**	Organization of EconomicCooperationand Development
OPEC	**:**	Organization of PetroleumExportingCountries
TEFE	**:**	Toptan Eşya Fiyatları Endeksi
THY	**:**	Türk Hava Yolları
TL	**:**	Türk Lirası
TMSF	**:**	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE	**:**	Tüketici Fiyatları Endeksi
TÜİK	**:**	Türkiye İstatistik Kurumu

GİRİŞ

1990'lı yılların başı gelişmekte olan ülkeler için dönüşüm yılları olmuştur. 1980'li yılların sonunda gelişmekte olan birçok ülkede, finansal serbestleşme politikalarının uygulamaya konulması ile birlikte, söz konusu ülkeler uluslararası sermayenin yeni gözdesi haline gelmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde potansiyel getirilerin yüksek olması, bu ülkelerin büyük kısmında IMF gözetiminde uygulanan istikrar programlarının sağladığı örtük garantinin varlığı ve gelişmiş ülkelerdeki faiz marjlarının daralması, sermayeyi bu ülkelere yönelten en önemli faktörler olmuştur. Bununla birlikte sermaye hareketlerinin önündeki tüm engellerin yanında, finansal piyasaları düzenleyici kuralların büyük kısmının kaldırılmasının da etkisi ile bu ülkeler finansal krizlere açık hale gelmiştir. Nitekim 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkeler uluslararası sermaye akımlarının etkisi nedeniyle, artarda finansal krizler yaşamıştır. Yaşanan krizlerin temel nedeni, ülkelere yatırım yapan uluslararası sermayenin, en küçük bir belirsizlik karşısında ülkeden çıkma eğiliminde olmasıdır. Ayrıca uluslararası sermaye, sadece sorunlu ekonomik göstergelere sahip olan ülkelerden çıkmakla yetinmeyip, aynı zamanda benzer makroekonomik özelliklere sahip olan ülkelerden de çıkma eğiliminde olmuştur. Bazı durumlarda, benzer özelliklere sahip olmayan ülkelerden de, beklentilerin ve sürü psikolojisinin etkisi ile çıkışlar gözlemlenebilmiştir. Dolayısıyla bir ülkede başlayan kriz, diğer ülkelere de sirayet etmiştir. 1990'lı yıllar, krizlerin aynı zamanda ülkeler arasında bulaşıcı olduğu yıllar olmuştur.

Bu çalışmanın amacı, 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen finansal krizlerin, bu krizlerin bulaşıcılığının incelenmesi ve bulaşıcılığın Türkiye özelinde ampirik uygulama ile analiz edilmesidir. Bu amaç doğrultusunda, kriz kavramı, kriz türleri, bulaşıcılık kavramı açıklanarak, ekonomik literatür dahilinde ele alınmıştır. Tümden gelim metodunun kullanıldığı çalışmada, 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlere ve bu krizlerin bulaşıcılığına değinilmiş, GARCH modeli kullanılarak söz konusu krizlerin Türkiye'ye etkileri analiz edilmiştir.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, kriz kavramı ve kriz türleri açıklanmıştır. Kriz kavramı ekonomi okulları çerçevesinden ele alınmıştır. Bununla birlikte para krizlerinin açıklanmasında,ekonomik literatürde yer edinmiş kriz modellerinden yararlanılmıştır.

İkinci bölümde bulaşıcılık kavramı, bulaşma kanalları açıklanarak ele alınmış ve 1990'lı yıllarda bulaşıcılığın gözlemlendiği finansal kriz örneklerine yer verilmiştir. Bu krizler; 1994 Meksika krizi, 1997 Doğu Asya krizi, 1998 Rusya krizi, 1999 Brezilya krizi ve 2000 Arjantin krizidir.

Üçüncü bölümde ise öncelikle Türkiye'de yaşanan 1994 ve 2001 krizleri ele alınmış, akabinde 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerin Türkiye'ye etkileri analiz edilmiştir. Analiz çalışmasında, "Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans Modeli"nden modelinden yararlanılmış ve modelin sonuçları değerlendirilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KRİZKAVRAMI

Kriz kavramı çeşitli bilim dallarında yaygın olarak kullanılan bir kavramdır. Etimolojik kökeni Yunanca "krisis" kelimesine dayanmaktadır ve "ayırmak" ya da "bölmek" anlamına gelmektedir[1]. Kriz, sosyal bilimler alanında "buhran" ve "bunalım" kelimeleri ile eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Ekonomik kriz, ekonomide aniden ortaya çıkan olayların, ülke ekonomisini ciddi anlamda sarsacak sonuçlar ortaya çıkarması olarak tanımlanabilir ve tüketici talebi ile yatırımlarda büyük düşüşlere, işsizlik oranlarının yükselmesine ve yaşam standartlarının bozulmasına neden olur[2]. Finansal piyasalarda belirsizlik, hisse senedi fiyatlarında düşüşler ve yerli paranın değer kaybı ile birlikte seyreder[3].

Ekonomik kriz, finansal kriz (mali sektör krizi) ve reel kriz olarak iki başlık altında incelenir.Bankalar, sigorta şirketleri, leasing, faktoring şirketleri gibi kuruluşların bulunduğu sektör kaynaklı ekonomik krizler, finansal kriz olarak adlandırılmaktadır[4].Arz-talep dengesinin bozulması sonucu ortaya çıkan ekonomik krizler ise reel kriz olarak tanımlanmaktadır. Finansal krizler, bankaların ve mali kurumların ödeme güçlüğü yaşamasına, menkul kıymet borsalarında değer kaybına, üretim ve istihdamın düşmesine neden olmakta ve reel ekonomi üzerinde yıkıcı etkiler yaratmaktadır. Dolayısıyla finansal kriz olarak başlayan kriz, reel krize de neden olabilmektedir[5].

---

[1] İşaya Üşür, "Kriz, Bir Kavram Açıklama Notu", **Mülkiyeliler Birliği Dergisi**, Cilt XXIII, Sayı: 214, s. 39.
[2]Coşkun Can Aktan, Hüseyin Şen, **Globalleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye**, TOSYÖV Yayınları, Ankara, 1999, s. 39.
[3]Mahfi Eğilmez, **Küresel Finans Krizi, Para Sisteminin Eleştirisi**, 2. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2008, s. 48.
[4]**Ibid.**, s. 52.
[5]Eyüp Bastı, **Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Finansal Krizi: Krizin Finans Sektörünün Verimliliğine ve Etkinliğine Etkileri**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 191, Ankara, 2006, s. 7.

1.1. Ekonomi Okullarının Finansal Kriz Teorileri

Finansal krizlerin nedenlerini açıklamak amacıyla birçok ekonomist farklı teoriler geliştirmiştir. Ekonomistlerin geliştirdiği finansal kriz teorileri, mensup oldukları ekonomi okullarının da görüşleri olarak kabul edilmiştir. Yeni Keynesci Okul, Post Keynesci Okul, Monetarist Okul ve Marksist Okul krizlerin nedenlerini farklı şekillerde açıklamışlardır.

1.1.1. Post Keynesci Okul

Post Keynesci Okul, ekonomik krizleri Fisher, Charles Kindleberger ve Hyman Minsky'nin devresel dalgalanmalara ilişkin görüşleri ile açıklamaktadır. Bu görüşe göre finansal kriz, devresel dalgalanmanın (Business Cycle) sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Devresel dalgalanmanın genişleme döneminin sonucunda finansal kriz meydana gelmektedir.

1.1.1.1. Fisher'ın Finansal Kriz Yaklaşımı

Fisher'e göre finansal krize neden olan en önemli etken aşırı borçlanmadır. Devresel dalgalanmanın genişleme döneminde, yeni buluşlar, değerli madenlerin bulunması gibi dışsal olaylar, yeni ve kârlı yatırım olanaklarını artırmaktadır. Bu dönemde kârlarınartması fiyatların da yükselmesine neden olur ve daha fazla yatırımı cesaretlendirir. Artan yatırımlar borçlanma yoluyla finanse edilir. Borçlanma genellikle bankalar aracılığı ile finanse edilir. Ancak artan borçlanma paranın dolanım hızını artırarak parasal genişlemeye ve fiyat seviyesinin artmasına neden olmaktadır. Artan fiyatlar ödenmemiş borçların reel değerini azaltarak daha fazla borçlanmayı teşvik eder. Bu durum borçların ödenmesinin mümkün olmadığı aşırı borçluluk safhasına kadar devam etmektedir[6].

[6] Demirci, **Op.Cit.**, s. 20.

Aşırı borçluluk safhasında borçlular borçlarını ödeyemedikleri gibi yeni finansman da bulamazlar. Verilen krediler azaldığı için mevduatlar da düşer, bu durum fiyat seviyesinin de düşmesine neden olur. Fiyat seviyesi düştükçe borçların reel değeri artmasına, borç karşılığı verilen teminatların nominal değerinin düşmesine neden olur. Bu durum, borç verenlerin borçları geri çağırmasına neden olur. Ekonomideki tüm bireyler borç ve alacaklarını geri çağırmaya başlar, böylece fiyat seviyesi daha fazla düşerek durumun kötüleşmesine neden olur. Borç krizi olarak başlayan kriz, bankaların yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğine ilişkin görüşlerin oluşması nedeniyle bankalardan mevduat çekilişlerine neden olur ve zamanla bankacılık krizine dönüşür[7]. Ekonomi otoritesince gerekli önlemler alınmazsa likidite krizine de neden olabilir. Borçların finansmanı ile ilgili sorunlar zamanla ekonominin reel değişkenlerini de etkiler. Üretim ve istihdam azalır. Ekonominin geneli sorunlu hale gelir.

1.1.1.2. Hyman Minsky'nin Finansal Kriz Yaklaşımı

Hyman Minsky Post Keynsci okulun en önemli ismidir. Minsky'nin finansal kriz teorisi "Finansal Kırılganlık Hipotezi" olarak adlandırılmaktadır. Görüşleri 1970'lere kadar ilgi görmemiştir. Bunun en büyük nedeni 1945-1970 yılları arasında geçerli olan Bretton Woods sistemidir. Bretton Woods sisteminde var olan finansal düzenlemeler, finansal piyasalarda spekülatif amaçlı ticaretin sınırlı düzeyde kalmasını sağlamış, dolayısıyla istikrarlı bir dönem olmuştur. Bu nedenle finansal krizleri açıklayan görüşler ilgi görmemiştir. Söz konusu sistemin sona ermesi ile finansal regülasyonlar azalmış ve finansal istikrarsızlık hızla artmıştır. Bu durum Minsky'nin görüşlerinin gündeme gelmesini sağlamıştır[8].

Minsky teorisinde, kapitalist bir sistemde, sistemin doğası gereği finansal bir kırılganlığın olduğunu belirtmektedir. Tobin'in "q" teorisi ile benzer yönleri vardır. Tobin'in teorisinde yatırımın borsa değerinin yeniden üretim değerinden yüksek olması halinde yatırımların artacağı öngörülmektedir. Minsky ise modelini iki fiyat

[7] **Ibid.**
[8] Karabulut, **Op.Cit.**, s. 14.

sistemi üzerine kurmuştur: Cari üretimin fiyatı ve sermayenin fiyatı. Verimliliğin kısa dönemde sabit olduğu varsayımı ile cari üretimin fiyatının üretim ve emek piyasalarınca belirlendiğini belirtmektedir. Sermayenin fiyatı ise arz ve talep tarafından belirlenmektedir. Kısa dönemde sermaye arzı sabitken sermaye talebi sermayenin beklenen getirisine ve likiditesine bağlıdır. Bu durumda yatırım kararı cari üretimin fiyatı ile sermayenin fiyatına göre şekillenir[9].

Minsky finansal krizlerin neden meydana geldiğini açılarken yatırımların finansmanı için kullanılan kaynaklara değinmekte, özellikle borçlanmaya vurgu yapmaktadır. Buna göre yatırımın dış kaynaklar ile finanse edilmesinin maliyeti öz kaynaklar ile finanse edilmesinden yüksektir. Bunun en büyük nedeni dış finansmanda borç verenler ile borç alanların riskleridir. Borç verenlerin riski asimetrik bilgiden kaynaklanmakta iken, borç alanların riski aşırı borçluluktur. Minsky yatırım kararını veren finans dışı firmaları hedge, spekülatif ve ponzi finansman olmak üzere üç kategoride sınıflandırmaktadır. Bu sınıflamayı yükümlülük yapısının kırılganlığına göre yapmaktadır. Yatırımın finansmanını ağırlıklı olarak öz sermayeye dayandıran firmaların finansal yapıları sağlam, borçlanmaya dayandıran firmalar ise kırılgan olarak nitelendirilmektedir[10]. Ekonominin istikrarı bu firmaların bileşimine bağlı olarak değişmektedir.

Hedge Finansman: Yükümlülüklerini nakit akımları ile finanse edebilen firmalar "Hedge Finansman" olarak adlandırılmaktadır. Bu firmaların yükümlüklerinin büyük kısmını öz sermayeleri ile finanse etmektedirler ve nakit akımları borçlarının anapara ve faiz ödemeleri için karşılayabilecek düzeydedir. Nakit akımları gelecekteki nakit taahhütlerini her zaman karşılayabilmektedir. Dolayısıyla firmalar her zaman pozitif değere sahiptir, bu nedenle finansal piyasa koşullarına bağlı değillerdir.[11]

[9] **Ibid.**, s. 15.
[10] Hyman P. Minsky, "The Capital Development of the Economy and the Structure of Financial Institutions", **The Jerome Levy Institute of Bard College**, WP. 72, 1992, s. 5.
[11] Hyman P. Minsky, "Can It Happen Again?", **Essays on Instability and Finance"**, M.E. Sharpe Inc. New York, 1982, pp. 25.

Spekülatif Finansman : Nakit taahhütleri, nakit akımlarını zaman zaman aşan firmalar "Spekülatif Finansman" olarak adlandırılmaktadır. Bununla birlikte firmaların bugünkü değeri yine de pozitiftir. Firmaların bu koşullara sahip olması genellikle kısa vadeli yükümlülüklere ve uzun vadeli varlıklara sahip olmalarından kaynaklanmaktadır. Nakit taahhütleri nakit akımlarını aşan firma,, bu farkı yeniden borçlanma yoluyla finanse etmek zorunda kalır. Bu nedenle faiz artışı gibi finansal piyasa koşullarına bağlıdırlar. Faiz oranlarındaki artış firmaların ödeme güçlüğü yaşamasına neden olabilir. Ayrıca ekonomide spekülatif firmaların ağırlığı hedge firmalara göre fazla ise faiz oranları üzerinde baskı oluşmasına neden olur[12].

Ponzi Finansman : Nakit taahhütleri nakit varlıklarından her zaman büyük olan firmalar "Ponzi Finansman" olarak adlandırılmaktadır. Firmalar faiz ödemelerini yerine getirebilmek için bile borçlanmak durumundadır ve negatif bugünkü değere sahiptir. Sürekli borçlanmak zorunda oldukları için de faiz oranlarındaki ve finansal piyasalardaki değişimlerden fazlasıyla etkilenirler. Borç yükü sürdürülemeyecek düzeyde olan firmalar faiz oranı artışı nedeniyle iflas edebilmektedirler[13].

Minsky'nin finansal kırılganlık teorisine göre Ponzi ve Spekülatif Finansman olarak tanımlanan firmalar fazla sayıda ise ekonomi kırılgan bir yapıya sahiptir ve finansal kriz yaşanma olasılığı yüksektir. Dahası teoriye göre finansal yapı sağlam olsa da kırılgan hale gelecektir. Dolayısıyla Hedge Finansman olarak adlandırılan firmalar çoğunlukta bile olsa zamanla azalacak, Spekülatif ve Ponzi Finansmanlar artacaktır[14]. Dolayısıyla Minsky, sorunsuz bir ekonominin bile zamanla sorunlu hale geleceğini öne sürmektedir.

Spekülatif ve Ponzi Finansmanının fazla sayıda olması borç-gelir oranının kötü olduğunu göstermektedir. Bu firmalar varlıklarını sürdürebilmek için borçlanmak ya da varlıklarını satmak durumundadırlar. Ancak faiz oranlarını yüksek

[12] **Ibid.**
[13] **Ibid.**, pp. 29.
[14] Minsky, "Financial Crises: Systemic or Idiosyncratic", The Jerome Levy Economics Institute of Bard Collage, WP. 51, 1991, pp. 16-17.

olduğu bir dönemde varlık satışı sermaye kaybına neden olacak ve firmaların sıkıntılarını artıracaktır.

Minsky'ye göre kriz genişleme döneminin kaçınılmaz sonucudur. Genişleme döneminde gerçekleştirilen karlar beklenen karlardan fazladır. Bu durum yatırımları teşvik eder. Artan yatırımlar fiyatlar üzerinde baskı oluşturarak yeni kar fırsatları oluşturur ve yatırım talebi daha da artar. Artan yatırımlar dış finansman talebini, dolayısıyla borçlanmayı da artırır. Artan yatırımlar giderek daha fazla borçlanma ile finanse edilir ve firmalar kar elde ettikçe daha az likidite tutmayı tercih ederek aktiflerindeki nakit varlıkların oranını azaltırlar[15].

Kısa vadeli faiz oranları, uzun vadeli faiz oranlarından yüksek olduğu sürece firmaların kısa vadeli borçları artar. Ekonomi sorunsuz olarak işlediği ve firmalar borçlarını döndürmede sorun yaşamadıkları sürece bu işleyiş devam eder. Ancak bu işleyişin sonunda Spekülatif ve Ponzi Finansmanlar artar. Faiz oranlarının herhangi bir nedenle yükselmesi durumunda nakit taahhütler nakit akışlarını aşar ve sahip olunan varlıkların bu günkü değeri düşer. Ayrıca artan faizler yatırımların beklenen değerini düşürecek, böylece yatırımların getirisi azaldığı için yatırımlar da azalacaktır. Yatırımların düşmesi karların azalmasına neden olacak ve yükümlülükler karşılanamaz hale gelinecektir. Borçlulukları artan ve kırılgan bir yapıya sahip olan firmalar yeni borç bulmakta zorlanacağı için varlıkların satışı gündeme gelecektir. Ancak bu durumda varlık satışı varlık fiyatlarının düşmesine neden olur ve firmalar borçlarını karşılamak için gerekli kaynağı bulamazlar. Bu sürecin sonunda firmalar yükümlülüklerini yerine getiremez, yatırımlar düşer ve ekonomi resesyona girerek finansal kriz yaşanır[16].

Dolayısıyla Minsky'ye göre ekonomik yapı genişleme ve daralma dönemlerinden oluşmaktadır ve genişleme dönemini takiben kaçınılmaz olarak daralma dönemleri gelmektedir. Krizleri önlemek için de Merkez Bankası'nın son

[15] Demirci, **op.cit.**, s. 24.
[16] **Ibid.**, s. 25.

ödeme mercii olarak piyasanın nakit ihtiyacını karşılaması gerektiğini savunmaktadır.

1.1.2. Monetarist Okul

Monetarist okulun finansal krizlerle ilgili yaklaşımı Milton Friedman'ın görüşlerine dayanmaktadır. Milton Friedman'ın finansal krizlere özel olarak geliştirdiği bir teorisi yoktur. Konu hakkındaki görüşleri Anna Schwartz ile birlikte oluşturdukları "A Monetary History of the United States 1867-1960" adlı esere dayanmaktadır. Söz konusu çalışma 1867 yılından 1960 yılına kadar Amerika'da yaşanan ekonomik dalgalanmaları ve bu dalgalanmaların nedenlerini açıklamaktadır. Eserde, Friedman ve Schwartz ekonomik dalgalanmaların para stokundaki değişim ve bankacılık sektöründen kaynaklandığını öne sürmektedirler.

Monetaristlere göre finansal krizler, bankaların mali durumlarına ilişkin güvenin sarsılması ile mevduat sahiplerinin bankalara hücum etmesinden ve menkul değerler piyasasının çöküşünden oluşmaktadır. Mevduat sahiplerinin bankalara hücum etmesi para arzının azalmasına neden olur[17]. Monetaristlere göre üretimin temel belirleyicisi para arzı olduğu için para arzının azalması üretimin de azalmasına, dolayısıyla reel ekonominin de olumsuz olarak etkilenmesine neden olmaktadır. Bu nedenle para arzındaki değişimler ekonomideki dalgalanmaların nedeni olarak açıklanmaktadır.

Friedman ve Schwartz finansal krizleri "reel finansal krizler" ve "pseudo finansal krizler" olmak üzere iki farklı kategoride incelemektedirler. Reel finansal krizler, bankalara hücum edilmesi ya da menkul değerler piyasasının çökmesi nedeniyle meydana gelen krizlerdir. Bankalara hücum edilmediği ya da menkul değerler piyasasının çökmesinin söz konusu olmadığı krizler ise pseudo finansal krizler olarak tanımlanmaktadır. Pseudo finansal krizler; deflasyon,bankalar

[17] Michael D. Bordo, Bruce Mizrach, Anna J. Schwartz, "Real Versus Pseudo-International Systemic Risk: Some Lessons from History", (Çevrimiçi), http://www.nber.org/papers/w5371, 12.05.2011, pp. 3.

dışındaki büyük firmaların sorunları ve sabit döviz kuru rejimine yönelik spekülatif ataklardan kaynaklanmaktadır[18].

Friedman ve Schwartz finansal krizlere ilişkin tüm bu açıklamaları 1929 krizine yönelik açıklamalarından hareketle oluşmuştur. 1929 yılında yaşanan ve dünyanın büyük bir bölümünü etkileyen Büyük Bunalım'ın ardından 1930-1933 yılları arasında Amerika'da meydana gelen bankacılık krizlerin, depresyonun derinleşmesine neden olmuştur. Bu dönemde dünya genelinde üretimde meydana gelen daralmanın temel nedeninin, bankalara hücum sonrası para arzının düşmesi olduğunu düşünmektedirler. Monetaristlere göre böyle durumlarda krizi önlemedeki en büyük rol merkez bankalarına düşmektedir. Merkez bankalarının likidite sıkıntısı yaşanan dönemlerde "son durak borç mercii" olarak piyasalara gerekli fonları sunması halinde krizlerin büyük ölçüde engelleyebileceğini belirtmektedirler. 1929-1933 yılları arasında yaşanan ekonomik krizlerde, FED'in (Federal Reserv) son durak borç mercii olarak piyasanın likidite sıkıntısını yeterince gidermediğini, bu durumun da krizleri derinleştirdiğini düşünmektedirler[19].

1.1.3. Yeni Keynesyen Okul

Yeni Keynesyen Okul finansal krizleri asimetrik bilgi, ters seçim, ahlaki risk ve kredi tayınlaması kavramlarını ile ele almaktadır. Bu okulun en önemli temsilcileri Frederic Mishkin ve Joseph Stiglitz'tir. Finansal krizin modern yaklaşımı olarak bilinen asimetrik bilgi yaklaşımına göre, finansal krizlerin nedeni, herkesin piyasa hakkında aynı bilgiye sahip olmamasıdır. Yeni Keynesyen Okul özellikle bankaların rolüne odaklanmıştır.

[18] **Ibid.**, pp. 7.
[19] Karabulut, **op.cit.**, s. 33-35.

1.1.3.1. Asimetrik Bilgi

Klasik iktisadın en önemli varsayımlarından bir tanesi herkesin piyasa hakkında elde ettiği bilginin eksiksiz olduğudur. Bu varsayıma dayanarak piyasanın her zaman dengede olduğunu belirtmişlerdir. Ancak 1970'li yıllarda iktisatçılar, bilgi edinmenin maliyetleri nedeniyle herkesin aynı bilgiye sahip olmadığını, asimetrik bilgi problemi nedeniyle ekonominin her zaman dengede olmadığını öne sürmüşlerdir.

Asimetrik bilgi problemi, George Akerlof tarafından "The Market for Lemons" adlı makalesinde, kullanılmış araba piyasasından hareketle ortaya konmuştur. Akerlof'un çalışmasına göre araba piyasasında dört çeşit araba vardır. Bunlar, yeni ve eski arabalar ile yeni ve Amerika'da "limon" olarak adlandırılan kötü arabalardır. Bu piyasada alıcılar satın aldıkları arabanın iyi ya da kötü olduğunu ancak aldıktan sonra anlayabilirler. Satıcılar ise arabalar hakkında her türlü bilgiye sahiptirler. Dolayısıyla alıcı ile satıcılar arasında bilgi asimetriktir. Bununla birlikte iyi ve kötü arabaların fiyatı aynıdır. Bu durum iyi arabaların satıcıları, sattıkları arabalar gerçek değerini bulamadığı için satmama kararı alarak piyasayı terk etmektedirler. Dolayısıyla Gresham'ın kötü paranın iyi parayı kovacağı şeklindeki teorisindeki sonucun benzeri ortay çıkar ve iyi arabalar piyasayı tamamen terk ederken sadece kötü arabalar kalacaktır[20].

Asimetrik bilginin sonuçlarından bir tanesi "ters seçim" sorunudur. Piyasadaki her bireyin aynı bilgiye sahip olmaması olumsuz sonuçları olan seçimlerin yapılmasına neden olmaktadır. Örneğin Akerlof'un açıklamış olduğu kullanılmış araba piyasasında iyi arabaların piyasadan çekilmesi ile sadece kötü arabalar kalmaktadır. Bu durumda arabaların kalitesi hakkında satıcılar kadar yeterli bilgiye sahip olmayan alıcılar, kötü arabalar arasında seçim yapmaktadırlar[21].

[20] George A. Akerlof, "The Markets for Lemons: Quality, Uncertainity and The Market Mechanism", **Quarterly Journal of Economics**, 84, 1970, pp. 489.
[21] **Ibid.**

Ters seçim sorunu finans piyasalarını da etkileyen bir sorundur. Menkul kıymet karşılığı borç veren kuruluşlar borç alanlar hakkında yeterli bilgiye sahip olmayabilir. Borçlu tarafın fonları getirisi düşük, riski yüksek yatırımları finanse etmek için kullanma ihtimali söz konusu olabilir. Bu durumda borçların geri ödenmeme olasılığı yüksektir. Borç verenler riskli yatırımlara yönelebilecek bireylerle, riski düşük getirisi yüksek yatırımlara yönelebilecek bireyleri ayırt edebilecek bilgiye sahip olmadıkları için her iki tarafın menkul kıymetlerine ortalama aynı değeri biçmektedirler. Bu durumda riski düşük, getirisi yüksek yatırımları finanse etmek isteyen bireyler, menkul kıymetlerinin gerçek değerini bulamadığını düşünerek piyasayı terk edeceklerdir. Dolayısıyla piyasada yüksek riskli borç alanlar kalacaktır. Bu durumda borç verenler seçimlerini riskli bireyler arasında yapacak, ters seçim sorunu söz konusu olacaktır.

Asimetrik bilginin neden olduğu sorunlardan bir diğeri ahlaki risktir. Ahlaki risk, borç alanın borcunu ödememesini zorlaştıracak her türlü eylem olarak tanımlanabilir[22]. Ters seçim borç işlemi gerçekleşmeden önce ortaya çıkarken, ahlaki risk sorunu borç verme işlemi gerçekleştikten sonra ortaya çıkmaktadır. Borçlu daha fazla getiri elde etmek amacıyla yüksek riskli projelere yatırım yapmaktadır. Bu durumda yatırım yapılan proje başarılı sonuçlanırsa yüksek kazançlar elde etmekte, borç verenler de borçlarını geri alabilmektedir. Ancak proje başarısız sonuçlanırsa borç verenler borçlarını tahsil edememektedir. Dolayısıyla ahlaki risk söz konusu olmaktadır[23].

1.1.3.2. Kredi Tayınlaması

Ters seçim ve ahlaki risk sorunları kredi tayınlaması mekanizmasına başvurulmasına neden olmaktadır. Kredi tayınlaması, borç veren kuruluşların ya da bankaların riski asgari düzeye indirmek amacıyla başvurdukları bir yöntemdir. Kredi talebi, borç alanların riski arttıkça artış gösteriyorsa faiz oranlarını yükseltilmesi yeterli bir çözüm oluşturamamaktadır. Çünkü yüksek riske sahip talep sahipleri

[22] Karabulut, **op.cit.**, s. 8.
[23] Demirci, **op.cit.**, s.34.

yüksek faiz oranlarına rağmen kredi taleplerinden vazgeçmeyeceklerdir. Oysa kısmen düşük riske sahip talep sahipleri faiz oranlarındaki artış, projelerinin getirisini düşüreceği için kredi talebinde bulunmayacaktır. Dolayısıyla piyasada, yüksek riske sahip bireyler kalacak, bu durum borç verenlerin borçlarını tahsil edememe sorunlarını artıracaktır[24]. Bu sorun bankaların ve finans kuruluşlarının faiz oranını artırmak yerine kredi tayınlaması yöntemini seçmelerine neden olmuştur.

Kredi tayınlaması, kredi arzının kredi talebine göre daha düşük düzeyde olmasıdır. Kredi talebi arttıkça, arz yeterli düzeyde değilse faiz oranları da artmaktadır. Ancak yüksek faiz oranları piyasadaki yüksek riskli borç alanların oranın artıracağı için, bankalar ve finans kuruluşları artan talebi karşılamak istemeyeceklerdir. Faiz oranı, belirli bir oranın üzerine çıktığında kredi talebi kredi arzından daha fazla olacaktır. Bu durumda kredi tayınlaması yöntemine başvurulmuş olacaktır[25]. Dolayısıyla asimetrik bilgi sorunu piyasanın her zaman dengede olmasını engellemiş olacaktır.

Finansal krizleri asimetrik bilgi yaklaşımına dayandırarak açıklayan Yeni Keynesci okul, ters seçim ve ahlaki risk sorunlarının önlenmesinde bankaların önemli rolü olduğunu öne sürmektedir.

Ters seçim sorunu piyasa oyuncularının yeterli bilgiye sahip olmamaları nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Yeterli bilgiye ulaşmak hem yüksek maliyetlere katlanmayı hem de bu konuda uzmanlaşmayı gerektirir. Bankalar bu konuda uzmanlaşmış kuruluşlarıdır. Çünkü bankalar kredi vermeden önce yatırımcılar hakkında detaylı bilgi toplamakta ve borç verdikten sonra da borçlunun performansını izlemektedirler[26]. Dolayısıyla bankalar ters seçim ve ahlaki risk sorununu asgari düzeye indirmektedirler. Bu nedenle finansal piyasalarda önemli role sahiptirler.

---

[24] Joseph E. Stiglitz, Andrew Weiss, "Credit Rationing In Markets With Imperfect Information", **The American Economic Review**, 71, No:3, 1981, pp. 393.
[25] **Ibid.**.
[26] Frederic S. Mishkin, "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", (Çevrimiçi), http://www.nber.org/papers/w5600, 12.04.2011, pp. 2.

1.1.3.3. Finansal Krize Neden Olan Etkenler

Asimetrik bilgi yaklaşımına göre finansal kriz, ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının finansal piyasaların fonları etkin bir şekilde dağıtmasını önleyecek düzeyde artması halinde meydana gelmektedir. Finansal kriz, piyasanın etkin bir şekilde işlemesini engelleyerek ekonomik aktivitenin azalmasına neden olmaktadır.Miskin'e göre finansal krize neden olan etmenler faiz oranlarında artış, menkul kıymetler piyasasında değer kaybı, belirsizliğin artması, banka panikleri ve fiyat seviyesinde beklenmedik bir düşüştür[27]:

Daha önce de değinildiği üzere, faiz oranları arttıkça kredi talebini sürdüren yüksek riskli yatırımcılardır. Bu durum ters seçim olasılığını artırdığı için kredi veren kuruluşlar kredi arzını azaltacaktır. Kredi arzının azalması halinde yatırımlar düşecek ve üretim azalacaktır.

Menkul kıymetler piyasasında düşüş ise firmaların net değerini düşürmek suretiyle ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarını artıracaktır. Firmaların net değerindeki düşüş borç karşılığı alınan teminatların değerinin düşmesine neden olacağı için, borç verenler açısından zarar söz konusu olacaktır. Bu durumda daha az borç verilecek, üretim düzeyi azalacaktır. Öte yandan herhangi bir nedenden dolayı belirsizliğin artması durumunda ise borç verenlerin kredi talebinde bulunan yatırımcıların risklilik düzeyini ayırt etmelerine neden olduğu için finansal krizlere neden olmaktadır. Belirsizliğin artması ters seçim olasılığını artırır, kredi arzı, yatırım ve üretim azalacaktır.

Miskin'in açıkladığı finansal krize neden olan diğer iki etmen banka panikleri ile fiyat seviyesinde meydana gelen ani düşüşlerdir. Banka paniklerinin en önemli nedeni asimetrik bilgidir ve mevduat sahiplerinin geri ödenmeyeceği endişesi ile mevduatlarını geri çekmesi ile meydana gelmektedir. Mevduat sahipleri, asimetrik bilgi nedeniyle hangi bankanın iyi durumda olduğunu bilmedikleri için tüm

[27] Frederic S. Miskin, "Anatomy of Financial Crisis", (Çevrimiçi), http://www.nber.org/papers/ w3934.pdf, 14.05.2011, pp. 7-10.

bankalardan mevduat çekileri söz konusu olmaktadır. Bu durum borç verilebilir fonların azalmasına neden olduğu için kredi miktarı da azalmaktadır. Kredi miktarındaki azalma ise yatırımların ve üretim düzeyinin azalmasına neden olmaktadır. Fiyat düzeyindeki ani bir düşüş ise borç yükümlülüklerde artış anlamına gelmektedir. Borç sözleşmelerinde ödeme miktarı sabit olduğu için fiyat düzeyindeki artış yükümlülüklerin artmasına neden olmaktadır. Öte yandan varlıkların net değeri azalmakta, bu durum varlıklar ile yükümlülükler arasındaki farkın azalmasına neden olmakta, borcun ödenmemesi olasılığı artmaktadır. Asimetrik bilgi yaklaşımına göre borcun ödenmemesi olasılığı ahlaki tehlike problemini ortaya çıkarmaktadır. Ahlaki tehlike problemi ise kredi miktarının azalması suretiyle üretim düzeyinin azalmasına neden olmaktadır.

Sonuç olarak asimetrik bilgi, ters seçim ve ahlaki risk sorunları finansal piyasaların etkin işleyişini bozarak üretim düzeyinin azalmasına ve ekonomide kriz meydana gelmesine neden olmaktadır. Yeni Keynescilere göre krizleri önlemek amacıyla devlet müdahalesinin gerekli olduğunu belirtilmektedir. Çünkü devlet özel sektöre göre daha fazla bilgiye sahiptir. Finansal sistemin önemi ve denetim mekanizmasının etkin olması gerektiği vurgulanmaktadır.

1.1.4. Marksist Okul

Marksist Okul, kriz kavramını devresel dalgalanmalar kapsamında açıklamaktadır. Marks'a göre, kapitalist ekonominin üretimin ve tüketimin iki ayrı işleyiş haline geldiği bir genelleşmiş değişim ekonomisi olması, krizlerin oluşmasına yol açmıştır. Malların, tüketicilerce tüketilmesi için değil de üreticilerce satılması için üretilmesi, dengesizliklere yol açmış ve "para" kavramının işin içine girmesine neden olmuştur. Malların tüketimden çok satış için üretilmesi nedeni ile yatırılan sermayenin karşılığının alınabilmesi için, üretimin yeterli bir kâr ve oldukça hızlı bir

ritim ile yapılması gerekmiştir. Bu genel yapı içinde krizlerin düzenli olarak ortaya çıkması "gerekli" hale gelmiştir[28].

Marks çeşitli yazılarında ve Kapital'in birçok bölümlerinde "kriz" kavramına sık sık temas etmiştir. Kapitalist sistemdeki kriz, birbirinden farklı iki temele dayandırılmaktadır[29];

1. Düşen kâr oranları
2. Eksik tüketim

Marks, düşen kâr oranları teorisine dayanarak iktisadi kriz olgusunu şöyle açıklamıştır: Yeni üretim tekniklerinin uygulanması yatırımları artırır. Yatırımların artışı, emek piyasasında işçi talebini artırır. İşçi talebindeki artış, ücret piyasasındaki basıncın hafiflemesine yol açar; ücretlerde düşme durur, hatta bir miktar artış göze çarpar. Ücretlerin yükselmesi artık değer oranını düşürür ve dolayısıyla kâr oranında da düşme kendini gösterir. Bu ise yatırımları durdurur ve yatırımların durmasıyla işçi talebi de azalır. İşçi talebinin yeniden azalması, ücretlerin düşmeye başlaması, kriz ve depresyon halinin devamı, istihdam edilebilecek kişilerin sayısında artışa yol açar. Bu durum, işsizliğin artmasına ve ücretlerin düşmesine neden olur. Böylece kâr oranları yeniden artar.

Kendinden önce kurulan teoriler, iktisadi krizleri sürekli büyüme sürecindeki ani ve arızî duraklama ve genel üretim fazlası olarak açıklamıştır. Oysa Marks, kriz kavramını devresel dalgalanmalar olarak açıklamıştır. Kapitalist sistemin iç çelişkileri, Marks'a göre devresel krizler olarak sonuçlanır. Krizler, bozulan dengeyi bir süre için tekrar kuran şiddetli patlamalar olarak ifade edilir. Kapitalizm geliştikçe, krizler daha da şiddetlenir. Marks'ın elde ettiği sonuçlara göre Malthus ve Sismondi'nin krizler ile ilgili içgüdüleri doğrudur: Klasik krizler rastlantısal değil,

[28] Ömer Yılmaz, Alaattin Kızıltan, Vedat Kaya, "İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 24, Ocak - Haziran 2005, s. 81,82.
[29] **Ibid**.

yapısal olgulardır. Diğer bir sonuç, kâr oranından sonra kriz, uzun dönemde iktisadi sistemin dinamiğinde ikincil düzenleyici rolü oynamaktadır.

1.2. Finansal Kriz Türleri

Finansal krizler ekonomi okulları tarafından farklı yönlerden ele alınmışlardır. Bununla birlikte, finansal krizler nedenlerine göre para krizi, bankacılık krizi ve dış borç krizi olmak üzere üç ana başlık altında toplanmaktadırlar. Ayrı başlıklar altında toplanmakla birlikte, bu krizler birbirini tetikleyebilmektedirler.

1.2.1. Para Krizleri

Ülke parasına yönelik spekülatif bir atağın devalüasyonla sonuçlanması veya ülke otoritelerinin uluslararası rezervlerin hacmini artırarak ve faiz oranlarını yükselterek ülke parasını savunmak durumunda kalmaları para krizi olarak tanımlanmaktadır[30].Para krizi, döviz krizi ve ödemeler dengesi krizi eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Para krizlerinde üzerinde durulması gereken önemli bir nokta sabit kur sistemidir. Çıkış nedenleri farklı olmakla birlikte para krizleri sabit kur sisteminin geçerli olduğu ekonomilerde meydana gelmektedir[31].

Kriz yazınında para krizi ile ilgili farklı tanımlamalar mevcuttur. Caprio para krizlerini döviz kurundaki ani bir hareket ve sermaye akımlarının yön değiştirmesi olarak tanımlamaktadır[32]. Aziz, Caramazza ve Salgado ise para krizlerini, ulusal paranın değerinde düşüşler, rezerv kayıpları yada her iki durumun birlikte görülmesi olarak tanımlamaktadır. Kriz öncesi ekonomi genişletici para politika uygulamaları, yurt içi kredi büyümesi ve değerlenen yerli para nedeniyle aşırı ısınmış durumdadır. Bununla birlikte ekonomi finansal olarak savunmasız durumdadır ve bankacılık

[30]**Ibid.**
[31]AydanKansu, **Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**, Derin Yayınları, İstanbul, 2004, s. 52.
[32]G. Caprio, "Banking On Crises: Expensive Lessons From Recent Financial Crises", World Bank Policy Research Paper, September 1998, pp. 3.

sektörünün yükümlülükleri varlıkları ile karşılanamayacak ölçüdedir[33]. 1992 yılında yaşanan ERM (Exchange Rate Mechanism) krizi, 1994 Meksika krizi, 1997 Doğu Asya krizi para krizlerine örnek olarak verilebilir.

1.2.2. Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizleri son yıllarda daha sık karşılaşılan finansal kriz türlerinden biridir. Özellikle 1980'li yılların sonunda finansal serbestleşmenin yaygınlaştırılması ile finansal sektöre yönelik düzenlemelerin asgari düzeye indirilmesi, denetleme mekanizmalarının yeterli olmaması gibi nedenlerkrizlerin daha sık görülmesinde etken olmuştur. Bankacılık sektörü fon arz edenler ile fon talep edenleri bir araya getirmekte ve reel sektörün finansman ihtiyacının karşılanmasında önemli bir rol oynamaktadır. Bu nedenle bankacılık krizleri ekonomi açısından büyük çaplı olumsuzluklara neden olmaktadır.

Bankacılık krizlerinin tanımlanması, genellikle krizlerin nedenlerine değinmek suretiyle yapılmaktadır. Bankaların yükümlülüklerini yerine getiremeyip iflas etmesi, mevduatlarını geri alamama korkusu ile mudilerin bankalardan kaçışları ya da geri dönmeyen kredilerin olması durumunda bankacılık krizleri ortaya çıkmaktadır[34]. Bankaların açık pozisyonlarının fazla olması ve varlıkları ile yükümlülükleri arasında vade uyumsuzluğu bulunması da bankacılık sektöründe kriz olasılığını artırmaktadır. Yükümlülüklerin kısa dönemli mevduatlar, varlıkların ise uzun dönemli krediler şeklinde olması, bankaların bu durumu dikkate almadan açık pozisyonlarını artırmaları yükümlülüklerini yerine getiremeyip iflas etmelerine neden olabilmektedir. Mevduat sahipleri bir bankanın yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğini düşünüyorsa mevduatlarını geri alamama korkusu ile bankadaki mevduatlarını çekmeye başlarlar. Bu durum sadece tek banka ile sınırlı kalmaz ve kısa sürede tüm bankalara yönelik mevduat çekişleri başlar. Böylece bankaların en

[33]Aziz, Jahangir, Francesco Caramazza, Ranil Salgado: "Currency Crises: In Search of Common Elements", **IMF Working Paper**, No: 67, March 2000, pp. 1-25.
[34]TuranYay, Gülsün Gürkan Yay, Ensar Yılmaz,**Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No: 2001-47, İstanbul, 2001, s. 21.

önemli varlıklarından biri olan mevduatlar çekildikçe, likiditasyonu yok olmaya başlar. Dolayısıyla bankacılık krizi kaçınılmaz hale gelir. Geri dönmeyen kredilerin olması halinde de bankaların varlıkları değer kaybetmiş olur ve yükümlülüklerini karşılayamaz hale gelirler.

Banka paniklerini önlemek ve bankacılık sektörünü olası bir kargaşadan korumak amacıyla birçok ülkede mevduat sigortası sistemi fonu kurulmaktadır. Mevduat sigortası fonu ile herhangi bir panik durumunda, yerli ve yabancı mevduatların bankalarca ödenememesi halinde devlet tarafından ödenmesi garanti edilmektedir. Bu garantinin varlığı bankaların aşırı risk almalarını teşvik etmekte, yani ahlaki riske neden olmaktadır. Banka sahipleri ve yöneticileri mevduatlara devlet garantisi verildiği için riskli, geri ödenmesi zor krediler vermektedirler. Mevduat sigortası fonu sadece bankaları değil mevduat sahiplerinin de riskli davranışlar sergilemelerine neden olmaktadır. Mevduat sahipleri yeterli araştırma yapmadan riskli bankalara mevduat yatırmakta ve bankaların riskli işler yaptıklarından şüphelenseler bile, devlet güvencesinin varlığı nedeniyle mevduatlarını çekmeye gerek görmezler[35]. 1980–1997 yıllarını kapsayan bir çalışmada 61 ülkenin bankacılık sistemi incelenmiştir. Bu çalışma mevduat sigortası fonunun bankacılık sektörünün kırılganlığını artırdığını ortaya koymuştur. Mevduat sigortası fonunun kapsamı genişledikçe, kamu tarafından yönetildikçe, faiz oranları serbest bırakıldıkça ve denetim mekanizması zayıf oldukça kırılganlık daha fazla artmakta iken sigorta kapsamı azaldıkça denetleme arttıkça ve fon özel kesim tarafından yönetildikçe azalmaktadır[36].

Bankacılık krizleri bankaların varlıklarının değer kaybetmesi nedeniyle de ortaya çıkabilmektedir. Emlak ve menkul değerlerin fiyatlarındaki çöküşler, finans dışı sektördeki işletmelerde artan iflaslar nedeniyle geri dönmeyen kredilerdeki

[35] Nedret Demirci,**Finansal Krizlerin Anatomisi Modern Kriz Teorileri Işığında Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 186, Ankara, 2005, s. 108.
[36]Aslı Demirgüç Kunt, Enrica Detragiache, "The Determinants of Banking Crises in Developing Countries", **IMF Staff Paper**, Vol:45, No: 1, March 1999, pp. 3

artışlar bankaların varlıklarının değerini düşürmekte ve kriz yaşanmasına neden olmaktadır[37].

Ekonomide var olan makroekonomik istikrarsızlıklar da bankacılık sektörünü olumsuz yönde etkileyerek bankacılık krizlerine neden olabilmektedir. Makroekonomik istikrarsızlık bankaların portföy yapısını zayıflatır. Ayrıca genellikle bankaların varlıkları ile yükümlülükleri arasında vade uyumsuzluğu bulunması nedeniyle banka bilançoları hassas bir dengeye sahiptirler. Artan istikrarsızlık banka varlıkları ile yükümlülüklerinin değerleri arasındaki ilişkiyi etkileyebilir. Bununla birlikte büyüme ve enflasyon oranlarındaki dalgalanmalar kredi riskini değerlendirmeyi güçleştirir[38].

Ticaret hadleri, bankacılık krizleri üzerinde etkisi olan bir diğer makroekonomik değişkendir. Ticaret hadlerinin banka müşterilerinin aleyhine dönmesi halinde, müşteriler bankaya olan borçlarını geri ödeyemez hale gelebilir. Caprio ve Klingebiel tarafından 1996 yılında yapılan çalışmaya göre gelişmekte olan ülkelerin % 75'inin bankacılık krizleri öncesi ticaret hadlerinde en az % 10'luk bir düşüş yaşanmaktadır. Reel döviz kurunda meydana gelen dalgalanmalar da bankacılık krizine neden olabilmektedir. Özellikle döviz cinsi varlıkları yükümlülüklerini karşılayamayacak düzeyde olan, dolayısıyla açık pozisyondaki bankalar, döviz kurunun yükselmesi durumunda krizle karşı karşıya kalmaktadırlar[39].

1.2.3. İkiz Krizler

Para ve bankacılık krizleri birbirlerini tetikleyebilmektedirler. Bankacılık krizleri para krizleri ile birlikte meydana geldiğinde ikiz kriz olarak adlandırılmaktadırlar.

---

[37]Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payment Problems", **American Review, Vol. 89, No. 3**, June, pp. 476.
[38]Gökhan Karabulut,Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri, Der Yayınları, İstanbul, 2002, s. 52-53.
[39]**Ibid.**, s. 53.

Finansal serbestleşmenin artması ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi bankacılık krizlerinin daha sık meydana gelmesine ve para krizlerini tetiklemesine neden olmuştur. 1970'li yıllarda finansal serbestleşme henüz yaygınlaşmadığı ve finansal piyasalarda denetim mekanizmaları etkili olduğu için bankacılık krizleri ile para krizleri arasında herhangi bir ilişki söz konusu değilken, 1980'li yıllarda finansal serbestleşmenin yaygınlaşması ile ikiz krizlerde artış meydana gelmiştir. Özellikle sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile gelişmekte olan ülkelerin bankaları krize açık hale gelmiş ve beraberinde para krizlerini de tetiklemiştir.

İkiz krizler döviz kurunun sabit, sermaye hareketlerinin ise serbest olması durumunda ortaya çıkmaktadır. Sabit döviz kuru rejiminde hükümet yabancı parayı yerli para ile aynı fiyattan değiştirme garantisi vermektedir. Bu durum, bankaların açık pozisyonlarının artmasını teşvik etmektedir. Ancak sabit kurun sürdürülebilirliğine ilişkin güvenin yok olması ile birlikte mevduat sahipleri yerli para cinsinden varlıklarını yabancı paraya çevirmeye başlarlar. Dolayısıyla mevduat sahipleri yerli bankacılık sistemini terk etmeye başlarlar. Varlıklarda azalma açık pozisyondaki bankaların yükümlülüklerini yerine getirememelerine neden olmaktadır. Bununla birlikte sabit döviz kuru uygulaması söz konusu olduğunda yerli paraya karşı yapılan spekülatif bir atağı önlemek için faiz oranlarının yükseltilmesi, bankacılık sektörüne ilişkin güvenin azalmasına neden olabilmektedir. Bankalar kısa vadeli olarak aldıkları mevduatları uzun vadeli kredilere dönüştürdüğü için, faiz oranlarının yükselmesi fon maliyetlerini artırmaktadır. Bu durum bankaların borçlarını ödemelerini zorlaştırmaktadır[40].Dolayısıyla sabit döviz kurunun sürdürülebilirliğine yönelik güvenin kaybolması ya da spekülatif bir atağın başlaması ile önce sabit döviz kuru sürdürülemez hale gelirken, bankacılık krizini de tetiklemektedir.

Bankacılık krizleri de para krizlerini tetikleyebilmektedir. Mevduat sigortası fonunun varlığı bu konuda en önemli rolü oynamaktadır. Bankalara verilen bu güvence yabancı yatırımları kapsamadığı halde, mevduatlarının büyük bölümü

[40]Demirci, **op. cit.**, s. 106.

yabancı yatırımcılara aitse banklar hücuma açık hale gelmektedir. Özellikle mevduat sigortası fonu uygulamasının sürdürülmeyeceğine ilişkin yaygın bir kanının oluşması durumunda bankalara hücum kaçınılmaz hale gelmektedir. Banka hücumlarının yabancı sermayenin yurt dışına kaçmasına neden olması ile de para krizi meydana gelmektedir[41].Bankacılık krizlerinin yabancı sermayenin ülkeyi terk etmesine neden olması sabit döviz kurunun sürdürülebilirliğini zorlaştırmakta ve beraberinde para krizini de getirmektedir.

Kaminsky ve Reinghart 1970-1995 yıllarını kapsayan çalışmalarında, 76 para krizi ile 26 bankacılık krizini incelemişlerdir. Yapılan analizde 1980'li yıllarda finansal piyasaların serbestleşmesi ile ikiz krizlerde artış olduğu ve bankacılık krizlerinin genellikle para krizlerinden önce geldiği görülmüştür. Dolayısıyla bankacılık krizinin başlangıcı para krizleri için işaret olarak değerlendirilebilmektedir. Bununla birlikte sabit döviz kurunu sürdürmek amacıyla yükseltilen faiz oranlarının ya da sabit döviz kuru uygulamasının çöküşü bankacılık krizlerini derinleştirmektedir. Ekonominin resesyondaolması, ticaret hadlerinin kötüleşmesi, aşırı değerlenmiş döviz kuru ve beraberinde ihracatın düşmesi her iki krizin ortaya çıkmasında etkili olan ortak faktörlerdir. Bununla birlikte ikiz krizlerin daha çok zayıf bir ekonomiye sahip olan ülkelerde meydana geldiği gözlenmiştir. Ancak ekonomik göstergelerde sorun olmasa da beklentilerin değişmesi ile spekülatif atakların ortaya çıkması ve sürü psikolojisi de ikiz krizleri tetikleyebilmektedir[42].

Para ve bankacılık krizleri arasında kısır döngü bulunmaktadır. Bankacılık sektöründeki sorunlar sabit döviz kurunun sürdürülmesini zorlaştırırken, devalüasyonlar da var olanbankacılık sektörü sorunlarını derinleştirmektedir. Bu nedenle ikiz krizlerin ekonomiye maliyetleri tek tek bankacılık krizleri ile para krizlerinden çok daha fazladır.

[41]Asaf Razin, "Bank Runs And Capital Flows Reversals", (Çevrimiçi), http://www.tau.ac.il/~razin:/finchap7book.pdf., 30.10.2010.

[42]Kaminsky, Reinhart, **op. cit.**, pp. 474.

1.2.4. Dış Borç Krizi

Bir ülkenin kamu ya da özel kesime ait dış borçlarını ödeyememesi nedeniyle meydana gelen krizler, dış borç krizi olarak tanımlanmaktadır[43]. Dış borç krizleri genellikle gelişmekte olan ülkelerde meydana gelmektedir. Bunun nedeni gelişmekte olan ülkelerin yeterli sermayeye sahip olmamalarıdır. Bu ülkelerde, yurt içi tasarruflar yatırımları karşılayamayacak düzeydedir. Gelişmiş ülkelerde ise sermaye bol olduğu için sermayenin marjinal etkinliği gelişmekte olan ülkeler ile kıyaslandığında düşüktür. Dolayısıyla sermaye hareketleri serbest olduğu müddetçe sermaye gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere akmaktadır. 1950 ve 1960'lı yıllarda gelişmekte olan ülkeler yatırımlarını finanse edebilmek amacıyla yabancı sermayeye başvurmuştur. Bu durum dış borçların artmasına neden olmuştur.

Döviz yokluğu, gelişmekte olan ülkelerin borçlanmalarının bir diğer nedenidir. Yatırımların yapılabilmesi ve üretimin gerçekleştirilebilmesi için gerekli olan ara mallar genellikle yurtiçinde üretilmediği için ithal edilmektedir. Bu durum, ihracat yeterli düzeyde olmadığı için döviz gereksinimini artırmaktadır. Artan döviz gereksinimi borçlanma yoluyla karşılanmakta, dolayısıyla dış borç artmaktadır.

1970'li yıllarda gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarının artmasına neden olan en önemli etken yaşanan petrol şoklarıdır. OPEC'in 1973 ve 1974yılarında petrol fiyatlarını artırması ile petrol ithal eden ülkelerin dış borç gereksinimlerin de artırmıştır. Artan dış borçlar cari açığın artmasına neden olmuştur. Petrol ihraç eden ülkelerin ise artan gelirleri cari fazla vermiştir. 1973 yılında 7 milyar dolar olan cari fazla, 1974 yılında 68 milyar dolara yükselmiştir. Söz konusu cari fazla ile uluslararası bankalarda yatırım yapılmıştır. Bu yatırımlar uluslararası bankalarca cari açıkları artan gelişmekte olan ülkelere borç olarak verilmiştir. Ancak bu durum, gelişmekte olan ülkelerin borçlanma imkânları ile birlikte dış borçlarını da artmasına neden olmuştur[44].

[43]Yay, Yay, Yılmaz, **loc. cit.**.
[44]Robert E. Weintraub, "International Debt: Crisis And Challenge", (Çevrimiçi), http://www.cato.org/pubs/journal/cj4n1/cj4n1-2.pdf, 12.11.2010, pp. 23, 24.

1980'li yıllar gelişmekte olan ülkelerin dış borçlanmayı, ekonomik yapının kaçınılmaz bir parçası olarak kabul ettiği yıllar olmuştur. Finansal serbestleşmenin de etkisiyle hem kamu kesiminin hem de özel kesimin dış borçlanması artmıştır. Ancak bu durum cari açığın ve hızlı parasal genişleme ile enflasyon oranının artmasına neden olmuştur. Sabit kur uygulamasının da yaygın olmasının etkisiyle, artan enflasyon oranları ihracatın azalmasına ithalatın ise artmasına neden olmuştur. Dolayısıyla bu durum cari açık sorununu körüklemiştir. Artan cari açığın finansmanı için de daha fazla borçlanılmıştır. 1977 yılında bankalardan temin edilen 69 milyar dolar tutarındaki dış borç, 1982 yılına gelindiğinde 182 milyar dolara ulaşmıştır. Kamu kesimi borcunun yanında özel kesimin borçlanma oranı da sürdürülemez boyutlara ulaşmıştır.Gelişmekte olan ülkeler dış borçlarını geri ödemekte zorluklar yaşamışlardır. Bununla birlikte, bu ülkelerin riskli olarak addedilmeleri nedeniyle yeni borçlanma olanakları da ortadan kalkmıştır[45].

Sürdürülemez boyuta ulaşan dış borçlar 1982 yılında Meksika'nın borçlarını ödemeyeceğini ilan etmesi ile dış borç krizine neden olmuştur. Meksika'yı Venezuela, Arjantin ve Şili izlemiş, dış borç krizi kısa sürede Latin Amerika'ya yayılmıştır[46].

Yaşanan krizlere rağmen, 1990'lı yıllarda da gelişmekte olan ülkelerin dış borçları artmıştır. Bunun en büyük nedeni sermaye ihtiyacıdır. Finansal serbestleşmenin de etkisi ile mali kesime yönelik denetimin asgari düzeye inmesi, bu dönemde dış borç krizlerinin tek başına değil, bankacılık ya da para krizi ile birlikte meydana gelesine neden olmuştur. Dolayısıyla krizler birbirini tetiklemiştir.

[45]**Ibid.**, pp. 25-27.
[46]Enrique R. Carrasco, "The 1980s: The Debt Crisi & The Lost Decade", (Çevrimiçi), http://www.uiowa.edu/ifebook/ebook2/contents/part1-V.shtml, 12.11.2010.

1.3. Para Krizlerini Açıklayan Modeller

Para krizlerini açıklamak amacıyla ekonomistler çeşitli modeller geliştirmişlerdir. Birinci Nesil Modeller, İkinci Nesil Modeller ve Üçüncü Nesil Modeller olarak adlandırılan bu modeller farklı zamanlarda geliştirilmişlerdir. Yeni modellerin geliştirilmesine, para krizlerinin zamanla farklılaşması ve mevcut modellerin bu farklılaşmayı açıklamakta yetersiz kalması nedeniyle ihtiyaç duyulmuştur. Dolayısıyla bu modeller birbirini tamamlayıcı niteliktedirler.

1.3.1. Birinci Nesil Modeller

Birinci Nesil Modeller'in temeli Stephen W-Salant ve Dale W. Henderson tarafından 1978 yılında altın ve mal piyasasına ilişkin çalışma ile atılmıştır. Bu çalışma 1979 yılında Paul Krugman tarafından döviz piyasasına uygulanmıştır. Daha sonra ise Flood ve Garber tarafından geliştirilmiştir.

Salant ve Henderson tarafından yapılan ilk çalışmada, hükümetin altın fiyatlarını düzenlemek için kullandığı politikalar ile spekülatörlerin davranışları incelenmiştir. Hükümetin altın fiyatlarını sabit tutmak için altın stoklarını kullanması ile bu stoklar tükenebilmektedir. Altın stoklarının tükeneceğini bilen spekülatörlerin atakları genellikle kaçınılmazdır ve stokların tükenmesini hızlandırmaktadır[47].

Krugman tarafından döviz piyasasına uyarlanan modele göre, para krizlerinin temel nedeni uygulanan döviz kuru rejimi ile örtüşmeyen para ve maliye politikalarıdır. Buna göre sabit döviz kuru rejimi uygulayan ülkelerin, kuru belirlenen seviyede tutabilmesi içingenişletici politikalar uygulamaktan kaçınması gerekmektedir. Sabit döviz kuru rejimi uygulayan bir ülkede, genişletici para politikası uygulanması durumunda, artan para arzı dövize olan talebin artmasına neden olabilmektedir. Döviz talebinin artması, dövizin değerlenmesine neden olmakta ve kurun belirlenen değerde tutulması zorlaşmaktadır. Bu durumda Merkez

[47] Kansu, **op. cit.**, s. 56-57.

Bankası döviz rezervlerini kullanarak kura müdahale etmek zorunda kalmaktadır. Ancak söz konusu rezervler zamanla tükenebilmektedir. Bu durumda sabit döviz kurunun sürdürülmesi olanaksız hale gelmektedir[48].

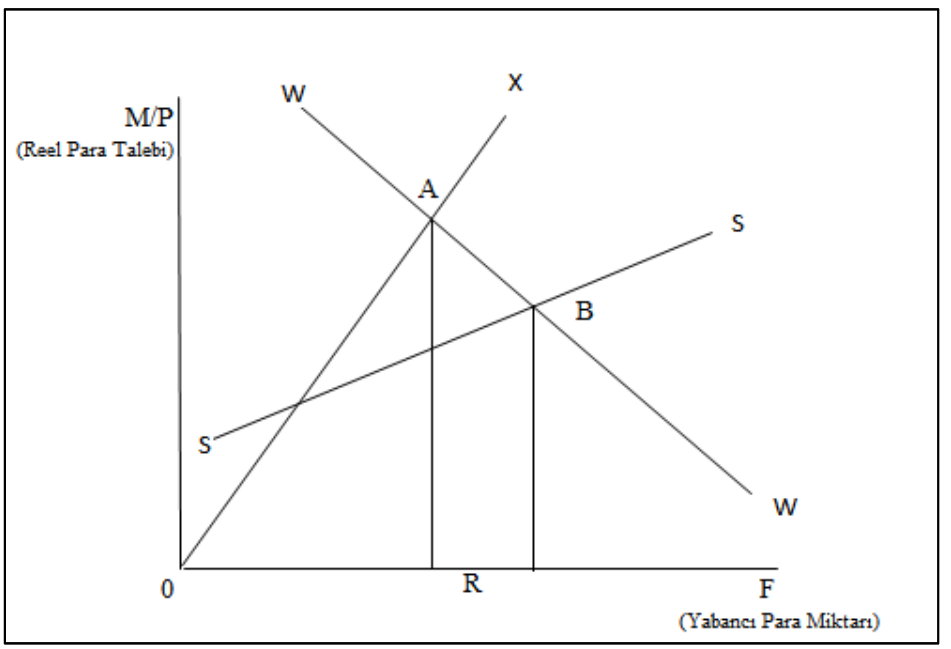
Sabit döviz kuru rejimi uygulaması söz konusu iken genişletici para politikası uygulanmasının temel sebebi kamu bütçe açıklarıdır. Kamu bütçe açıkları üç yolla finanse edilebilmektedir: İç borçlanma, dış borçlanma ve Merkez Bankasından alınan krediler. Bütçe açıkları yüksek düzeyde olan ülkelerin dış borçlanma yoluyla bu açıkları finanse etmesi genellikle mümkün olamamaktadır. Dış borçlanma ancak kısa vadeli ve yüksek faiz oranları ile yapılabilmekte, bu durum bütçe açıklarını daha da artıracağı için tercih edilmemektedir. Bir yandan sabit döviz kuru rejimi uygulayan bir ülkenin, bir yandan da yüksek bütçe açığına sahip olması, itibar kaybı nedeniyle iç borçlanma olanaklarını da sınırlamaktadır. Dolayısıyla bütçe açıkları Merkez Bankasından alınan krediler yoluyla, Merkez Bankasının para basması ile finanse edilmektedir[49]. Ancak sabit döviz kuru rejimi uygulaması söz konusu ise,kamu bütçesi disipline edilmediği ve bütçe açıkları para basılarak finanse edildiği sürece, para arzındaki artış döviz kurunun yükselmesine, zamanla rezervlerin tükenmesine neden olmaktadır. Bu durumda sabit döviz kuru rejimi sürdürülemez hale gelir ve para krizi yaşanır.

Sabit döviz kuru rejimi ile örtüşmeyen maliye ve para politikaları uygulamaları söz konusu olduğunda sabit döviz kurunun sürdürülmesi olanaksızdır. Paul Krugman tarafından geliştirilen modele göre,gerçekleştirilen spekülatif ataklar sabit döviz kurunun çöküşünü hızlandırmaktadırlar. Sabit döviz kuru rejimi uygulaması söz konusu iken, bütçe açıklarının para basılarak finanse edildiği ve Merkez Bankasının döviz kurunu belirlenen düzeyde tutmak için rezervlerini kullandığı bir durumda, sabit döviz kuru rejiminin çöküşünün kaçınılmaz olduğunu ve kurun yükseleceğini bilen spekülatörler, rezervler tamamen tükenmeden ulusal para cinsinden varlıklarını satarak dövize yönelmektedirler. Bu durum,

[48]Paul Krugman, "A Model of Balance-of-Payments Crises", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 11, No. 3, August 1979, pp. 311, 312.
[49]Fatih Özatay, **Finansal Krizler ve Türkiye**, 1. Basım, Doğan Kitap, İstanbul, 2009, s. 33-36.

rezervlerintükenişini hızlandırmaktadır. Dolayısıyla sabit döviz kuru rejiminin terk edilmesini de hızlandırmaktadırlar[50].

Krugman spekülatif atak sonucu kriz zamanlamasının nasıl öne çekildiğini aşağıdaki şekil ile göstermiştir. Buna göre "OX"doğrusu spekülatif atak öncesi geçerli olan sabit kur rejimini, "SS" doğrusu ise sabit kur rejimi terk edildikten sonra uygulanacak olan dalgalı kur rejimini, "WW" doğrusu ise spekülatörlerin servet doğrusunu göstermektedir.



Grafik 1.1. Spekülatif Atak Sonucu Rezervlerin Tükenmesi

Kaynak: Paul Krugman, "A Model of Balance-of-Payments Crises", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 11, No. 3, August 1979, pp. 322.

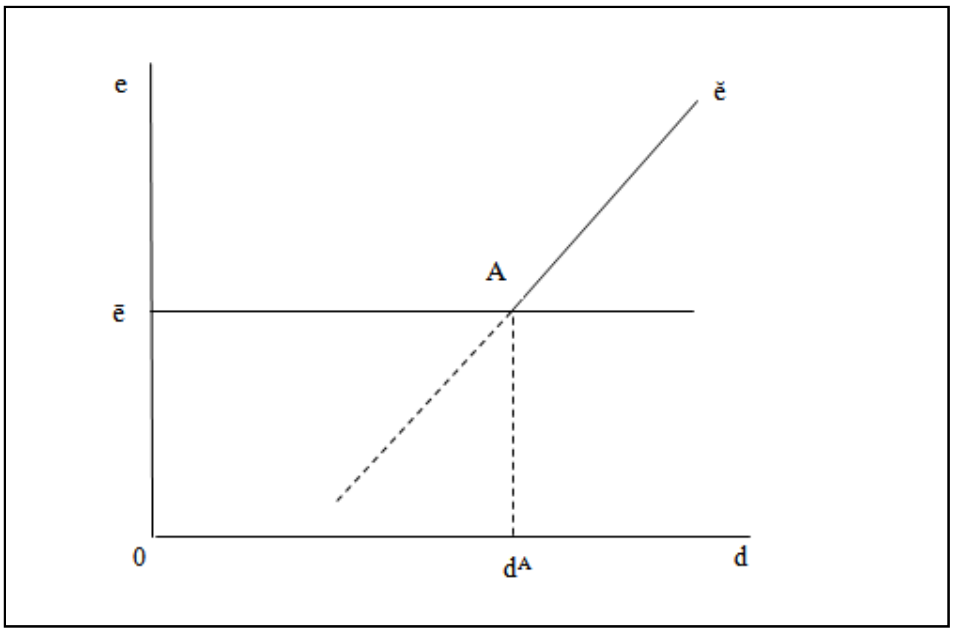
Sabit döviz kuru uygulamasında spekülatörler servet kısıdı altında yabancı para cinsinden varlıklarını artırabilmek için yerli para cinsinden varlıklarını satmak zorundadırlar (W = M/P + F). Dolayısıyla spekülatif atak söz konusu olduğunda

[50]PaulKrugman, "Currency Crises", (Çevrimiçi), http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html, 12.12.2010.

servetlerinde herhangi bir artış olmayacak, servetlerinin bileşimi değişecektir. A noktası spekülatif atağın başladığı noktadır. B noktası ise spekülatif atak sonucu spekülatörlerin servetlerinde yapacakları değişiklik sonucu ulaşacakları noktayı göstermektedir. Görüldüğü üzere A noktasında sabit döviz kuru rejimi uygulanmaktadır. Hızla artan bütçe açıkları, bütçe açıklarının parasal genişleme ile finanse edilmesi, yüksek enflasyon oranı, aşırı değerlenmiş döviz kuru, cari hesap ve ticaret açıkları, yurt içi faiz oranlarında artış gibi temel göstergelerdeki bozulmalardan sabit döviz kuru uygulamasının terk edileceğini anlayan spekülatörler yerli para cinsinden varlıklarını satarak servetlerinin bileşimini değiştirirler. Bu durumda yabancı para talebi artar. Spekülatif atağın etkisiyle artan yabancı para talebi isehükümetin rezervleri ile karşılanmaktadır. Şekilde R ile gösterilen rezervler tükenene kadar sabit döviz kuru rejimini sürdürmeye çalışan hükümet, rezervlerin tükenmesi ile kur rejimini terk ederek, dalgalı kur rejimi uygulamasına geçmek durumunda kalmaktadır[51].

Spekülatif atağın başladığı, dolayısıyla sabit döviz kuru rejiminin terk edileceği zamanın bulunabilmesi için Flood ve Garber tarafından "gölge döviz kuru" kavramı geliştirilmiştir. Gölge döviz kuru, spekülatörlerin hükümetin elindeki rezervleri tüketmesi sonucu, sabit döviz kuru rejiminin terk edilerek dalgalı döviz kuru rejimine geçilmesi ile oluşan kurdur[52].

[51] Krugman, "A Model of Balance-of-Payments Crises", pp. 321.
[52]Robert Flood, Nancy Marion, "Perspectives On The Recent Currency Crises Literature", (Çevrimiçi), http://www.nber.org/papers/w6380, 01.12.2010, pp. 63.



Grafik 1.2. Spekülatif Atağın Zamanlaması

Kaynak: Robert Flood, Nancy Marion, "Perspectives On The Recent Currency Crises Literature", (Çevrimiçi), http://www.nber.org/papers/w6380, 01.12.2010, pp. 63.

Buna göre uygulanmakta olan döviz kuru rejimi, sabit döviz kuru dalgalı döviz kuruna eşit olduğunda, dolayısıyla gölge döviz kurunda terk edilmektedir.

Grafik 1.2.'de "ē" sabit döviz kurunu, "d" yurtiçi kredileri "ĕ" gölge döviz kurunu göstermektedir. Buna göre gölge döviz kuru sabit döviz kurundan küçük olduğu durumlarda (ĕ<ē), spekülatif atak sabit döviz kuru rejimi terk edilmesine neden olacak noktada değildir. Çünkü bu durumda spekülatörler daha yüksek kurdan (sabit döviz kurundan) almış oldukları yerli para cinsinden varlıkları sattıklarında zarar etmiş olurlar. Bu durumda spekülatif atağın sona erdirilmesi için doğru zamanlama söz konusu değildir. Gölge döviz kuru sabit döviz kurundan yüksek ise (ĕ>ē), spekülatif atak sabit döviz kuru rejimi terk edilmesine neden olacak noktada değildir. Çünkü bu durumda spekülatörler için hala kar olanağı vardır ve rezerv almayı sürdürdüklerinde kazançlı çıkacaklardır. Dolayısıyla spekülatif atak, gölge döviz kurunun sabit döviz kuruna eşit olduğu (ĕ= ē) noktaya kadar devam edecektir

ve bunun sonucunda sabit döviz kuru rejiminin çökerek, dalgalı kur rejimine geçilecektir[53].

1982 yılında Meksika'da yaşanan ekonomik kriz birinci nesil modellere örnek olarak gösterilebilir. 1980'li yıların başında Meksika'da petrol gelirleri oldukça yüksek düzeydeydi. Artan petrol gelirleri imalat sanayinin büyümesini sağlamış ve 1982 yılında tarihin en yüksek imalat üretimi gerçekleştirilmiştir. Ancak gelirdeki artışın yanında, artan hükümet harcamaları ekonomik temellerin zayıflamasına neden olmuştur. 1982 yılında bütçe açıkları iki katına yükselmiş ve GSYH'ya oranı % 3'ten % 15'e yükselmiştir. Artan bütçe açıkları Merkez Bankası kredileri ile karşılanmıştır. Merkez Bankasının hükümete açtığı krediler % 132 oranında artış göstermiştir. Artan bütçe açıkları, ülkede uygulanmakta olan sabit döviz kuru rejiminin sürdürülebilirliğini imkânsız hale getirmiştir. Döviz kurunu savunmak için rezervler kullanılmış, 1982 yılının son çeyreğinde rezerv kaybı 140 milyar Pezo'ya ulaşmıştır ve 18 Şubat 1982 yılında Pezo dolar karşısında devalüe edilerek sabit döviz kuru uygulaması sona erdirilmiştir[54].

1.3.2. İkinci Nesil Modeller

Makroekonomik değişkenlerde sorun olmadığı ve hükümet tutarsız politikalar uygulamadığı halde meydana gelen krizleri açıklayan modeller ikinci nesil modeller olarak adlandırılmaktadırlar. İkinci nesil modellere göre krizleri tetikleyen olumsuz beklentilerdir. Olumsuz beklentiler kendi kendini besleyen krizlere neden olmaktadır. 1992 yılında Avrupa ülkelerinde yaşanan ve Avrupa Para Sistemi'nin döviz kuru mekanizmasının (ERM) sona ermesine neden olan ERM krizi yeni bir modelin oluşturulmasını gerekli kılmıştır. Kriz yaşanan ülkelerde bütçe açığı ve parasallaşma olmadığı için birinci nesil modeller birinci nesil modeller krizi açıklamakta yetersiz kalmıştır.

[53]Özatay,**op. cit.**, s. 38.
[54]David M. Gould, "Mexico's Crisis: Looking Back to Assess the Future", (Çevrimiçi), http://www.dalasfed.org/research/er/1995/er9520a.pdf, 29.01.2011, pp. 2-10.

İkinci nesil modellere göre makroekonomik değişkenlerde uygulanmakta olan sabit döviz kuru rejiminin terk edilerek, krize neden olacak sorunlar bulunmamaktadır. Bununla birlikte piyasada sabit döviz kurunun uygulanamayacağına ilişkin beklentilerin artması, spekülatif ataklarla kendi kendini besleyen krizlere dönüşmektedir. Spekülatif atak karşısında hükümet sabit döviz kuru rejimini savunmazsa beklentiler doğrulanmış olmaktadır. Bununla birlikte birinci nesil modellerde spekülatif atağın ne zaman meydana geleceği tespit edilebilirken, ikinci nesil modellerde spekülatif atağın ne zaman meydana geleceği belli değildir. Spekülatif atağın zamanlaması "güneş lekesine (sunspot)" bağlanmaktadır. Güneş lekesi piyasada yayılan her hangi bir bilgiye spekülatörlerin inanması ve bu bilginin kriz ile sonuçlanarak etkin bir bilgi haline gelmesi olarak tanımlanmaktadır[55]. Tam bilginin olmadığı, dolayısıyla asimetrik bilginin olduğu bir ortamda doğru bilgiye ulaşmak maliyetli olduğu için piyasada oluşan dedikodulara göre hareket edilmektedir. Spekülatörlerin panik içinde kendi özel bilgilerine göre değil lider olan spekülatörün davranışlarını takip etmesi "sürü psikolojisi" olarak adlandırılmaktadır ve kriz ile sonuçlanan spekülatif atağa neden olmaktadır[56].

Spekülatörlerin beklentilerine ek olarak, hükümetin spekülatif ataklara karşı uygulayacağı politikalar da ikinci nesil modellerde önem taşımaktadır. Dolayısıyla ikinci nesil modellerde, birinci nesil modellerden farklı olarak hükümet ekonomide aktif rol oynamaktadır. Uygulanacak olan politikalar spekülatörlerin beklentileri ve sabit döviz kuru rejimi uygulamasının devam ettirilmesinin fayda ve zararları göz önüne alınarak belirlenmektedir.

Hükümet spekülatif atakları önlemek için faiz oranlarını kullanmaktadır. Faiz oranını yükselterek spekülatif atak önlenmeye çalışılmaktadır. Ancak bu politikanın başarısı spekülatörlerin bu politikayı nasıl algıladıklarına bağlı olarak değişmektedir. Spekülatörlerin, hükümetin sabit döviz kurunun sürdüreceğine ilişkin beklentileri varsa faiz artırımı etkin bir politika olacaktır ve spekülatif atakları engelleyecektir. Ancak yüksek faiz oranlarının yükseltilmesi makroekonomik değişkenlerin zayıf

[55]Krugman, "Currency Crises", pp. 3.
[56]Kansu, **op.cit.**, s. 80.

olduğu ve sabit döviz kuru rejiminin uzun vadede sürdürülemeyeceğine ilişkin beklentilere neden olursa bu politika uygulaması etkisiz olacaktır[57].

Sabit döviz kuru rejimini terk etmek ya da sürdürmek ile ilgili vereceği karar ülke ekonomisini etkileyeceği için hükümet, her iki alternatifin fayda ve zararlarını göz önüne alarak karar vermek durumundadır. Dolayısıyla bir ikilem ile karşı karşıyadır.

Hükümetin sabit döviz kurunu sürdürmeyi tercih etmesi ve bu amaç doğrultusunda faiz oranlarını yükseltmesi durumunda, bu politikanın maliyeti üretimde azalma ve işsizlik oranlarında artış olacaktır. Üretimde azalma şirketlerin zor duruma düşmesine neden olacaktır. Şirketler bankalara olan kredi borçlarını ödemede zorlanacaktır. Dolayısıyla bankalar da bu durumdan olumsuz etkilenecek, geri dönmeyen kredilerde artış olacaktır. Bu durumda bankalar önce likidite ardından sermaye yeterliliği ile ilgili sorunlar yaşayacaktır[58].

Bu maliyetlere rağmen faiz oranlarını yükselterek sabit döviz kurunun uygulanması yönünde karar alınmasında etkili olan bazı faktörler vardır. Bunlardan bir tanesi dış finansman kaynakları ve sermaye hareketleridir. Sermaye hareketlerinin faiz oranlarındaki değişikliklere duyarlılığı yüksek ise sabit döviz kurunun sürdürülmesi terk edilmesine göre daha az maliyetli olacaktır. Bankaların, şirketlerin ve kamu sektörünün borç birleşimi, sabit döviz kurunun sürdürülmesinde etkili olan faktörlerden diğeridir. Borçların yüksek oranda yabancı para cinsinden olması durumunda sabit döviz kuru rejiminin terk edilmesi, kur değerleneceği için borçların ödenmesini olanaksız hale getirebilecektir. Banka ve şirketler iflas edecek, bu durumda ekonomi olumsuz yönde etkilenecektir. Bu iki unsura ek olarak, enflasyon oranı da sabit döviz kuru rejiminin uygulanma kararında etkilidir. Sabit döviz kuru rejiminin terk edilmesi ile yerli para değer kaybederek enflasyon oranının artmasına

[57] Allan Drazen, Stefan Hubrich, "Mixed Signals In Defending The Exchange Rate", (Çevrimiçi), http://www.econ.tav.ac.il/papers/macro/mixed%20signalsevidence.pdf, 29.01.2011, pp. 1,2.
[58] Özatay, **op.cit.**, s. 40.

neden olmaktadır[59].Sabit döviz kuru uygulamasını sürdürülmesi yönünde karar alınmasında etkin olan bir diğer faktör, hükümetin kredibilitesini kaybetmek istememesidir. Sabit döviz kuru uygulayacağına ilişkin taahhütte bulunan hükümetin, bu uygulamayı terk etmesi durumunda kredibilitesi azalacaktır. Bu durumda daha sonra sabit döviz kuru uygulaması zorlaşacak ve hükümet siyasi açıdan da zor duruma düşecek, oy kaybedecektir. Dolayısıyla hükümet daha az maliyetli olan alternatifi tercih etmek zorunda kalacak, üretimde azalma ve işsizlik maliyetlerine rağmen faiz oranın yükselterek sabit döviz kuru rejimini sürdürülecektir.

Sabit döviz kuru rejiminin sürdürülebilmesi için faiz oranlarının yükseltilmesi durumunda, faiz oranlarının mümkün olan en kısa sürede normal düzeyine döndürülmesi önem taşımaktadır. Faiz oranlarının uzun süre yüksek oranlarda tutulması, spekülatif atağı önlemeye çalışmak sorunları daha da şiddetlendirebilmektedir. Bunun en büyük nedeni, yüksek faiz oranlarının ekonomik duruma yönelik beklentileri olumsuz yönde etkilemesidir. Örnek olarak 1992 yılında İtalya'nın faiz artırım politikası gösterilebilir. Artan faizler kamu borcunun artmasına yol açmış ve bütçe açıklarını olumsuz yönde etkileyerek hükümetin kredibilitesinin azalmasına neden olmuştur[60].

Hükümet sabit döviz kuru rejimini sürdürmek yerine terk etmeyi de tercih edebilmektedir. Bu kararı alırken ülkenin koşulları ve alınan kararların fayda ve zararları göz önüne alınmaktadır. Sabit döviz kurunun sürdürülebilmesi amacıyla faiz oranlarını yükseltilmesi daha önce de değinildiği gibi üretimin düşmesine neden olmakta, bu durum borçların geri dönmeme riskini artırmaktadır. Azalan üretim işsizlik oranlarını da artırmaktadır. Dolayısıyla ülkede işsizlik oranları yüksek düzeyde ise faiz oranlarını artırılması işsizlik oranlarını daha da artıracağı için tercih edilmeyen bir politika alternatifi haline gelmektedir.

[59]Kansu, **op.cit.**, s. 99.

[60] Ibid., s. 104.

1992 yılında İngiltere'debenzer bir durum yaşanmıştır. İngiltere 1990 yılında Avrupa Para Sistemi'nin döviz kuru mekanizması olan ERM'ye dâhil olmuştur. Ancak 2 yıl sonra, 1992'de ulusal parası Sterlin'e karşı spekülatif bir atak gerçekleştirilmiştir. Uygulanan döviz kuru rejimi gereğince yerli paranın bilirli bir aralıkta tutulması gerekmekteydi. Bu nedenle İngiltere Merkez Bankası rezervlerini kullanarak, piyasaya 50 milyar dolara yakın döviz satmıştır. Bu müdahale yeterli olmadığı için faiz oranlarını da yükseltmiştir. Ancak faiz artırımı da yeterli olmadığı için ERM'den çıkmıştır. Spekülatif atak sonucunda Sterlin % 15 oranında değer yitirmiştir. İngiltere hükümeti faiz oranlarını daha da artırarak kuru savunmak yerine sabit döviz kuru uygulamasını terk etmeyi tercih etmiştir[61]. Bunun en büyük nedeni ülkedeki yüksek işsizlik oranlarıdır. Faizlerin artırılması işsizlik sorununu körükleyeceği için, dolayısıyla sabit döviz kurunun sürdürülmesi terk edilmesinden daha maliyetli olacağı için İngiltere, sabit döviz kuru uygulamasını sona erdirmek durumunda kalmıştır.

Faiz oranlarının artırılması beklentileri de olumsuz etkileyebilmektedir. Artan faiz oranlarının işsizlik sorununu körüklemesi, borçlanmanın maliyetlerini artırması nedeniyle borçların ödenebilirliğine ilişkin kuşkuların artması, üretimdeki azalma gibi ekonomiyi olumsuz yönde etkileyen faktörler gelecekte daha büyük devalüasyonların yaşanacağına ilişkin beklentilerin oluşmasına neden olmaktadır. Bu durum sabit kuru sürdürmenin maliyetinin artmasına neden olmaktadır[62]. Obstfeld tarafından 1994 yılında yayınlanan çalışmaya göre kamuoyundaki güvensizlik iki şekilde ortaya çıkmaktadır[63]: Devalüasyon beklentisinin artması ile borç verenlerin daha yüksek faiz oranları talep etmelerine neden olacaktır. Borç yükü artacak ve devalüasyon yapılmadan borçların ödenmesi zorlaşacaktır. İşçi sendikalarının devalüasyon beklentisi içerisinde olması ikinci olasılıktır. Bu durumda daha yüksek ücret talebinde bulunulacaktır. Artan ücretler üretim maliyetlerini de artıracağı için ülkenin rekabet gücü azalacaktır. Rekabeti sağlamak için de devalüasyon yapılmak zorunda kalınacaktır. Dolayısıyla devalüasyon yapılacağına ilişkin beklentilerin

[61]Özatay, **op.cit.**, s. 41.
[62]Krugman, "Currency Crises", pp. 4.
[63] Kansu, **op.cit.**, s. 102.

artması, sabit döviz kuru uygulamasını sürdürülmesini maliyetli hale getirecek, bu nedenle devalüasyon kararı öne çekilecektir.

Görüldüğü üzere hükümet sabit döviz kuru uygulamasını sürdürmek ya da terk etmek gibi iki seçenek arasından karar vermek durumundadır. Her iki seçeneğin de maliyetleri vardır. Önemli olan en az maliyetli seçeneğin seçilmesidir. Hükümetin yapacağı seçimde spekülatörlerin davranışları da etkin rol oynamaktadır. Bazı durumlarda makroekonomik değişkenler krize neden olacak düzeyde sorunlu olmadığı halde, spekülatif ataklar nedeniyle sabit döviz kuru rejimi sürdürülememektedir. Böyle durumlarda ekonomide birden fazla denge vardır. Spekülatif atakların olmadığı durumlarda sabit döviz kuru uygulaması devam ettirilebilecekken, spekülatif ataklar nedeniyle kendi kendini besleyen krizler meydana gelmektedir. Dolayısıyla ekonomide hem iyi denge, hem de kötü denge söz konusudur. Bu durum "çoklu denge" olarak adlandırılmaktadır. İkinci nesil modellerde denge ekonomik göstergelere göre belirlenmektedir. Ekonomik göstergeler iyi durumda ise sabit döviz kuru rejimi sürdürülebilecektir. Dolayısıyla tek denge söz konusu olacaktır. Ekonomik göstergeler sorunlu ise sabit döviz kuru rejimi sürdürülemeyecek ve ulusal para devalüe edilecektir. Ekonomik göstergeler orta alanda olduğu, ne iyi ne de kötü olduğu durumlarda ise çoklu denge söz konusu olacaktır. Spekülatörlerin ekonomiye ilişkin beklentileri oluşacak dengeyi belirleyecektir. Spekülatörler sabit döviz kuru rejiminin sürdürülemeyeceğine ilişkin beklentilere sahipse ve spekülatif atak gerçekleştirilirse hükümet sabit döviz kuru uygulamasını terk etmek zorunda kalabilecektir. Beklentilerin olumu olduğu ve spekülatif atağın olmadığı bir durumda ise orta alandaki ekonomik göstergeler iyileştirilebilecektir. Dolayısıyla sabit döviz kuru uygulaması devam ettirilebilecek ve ekonomi iyi dengeye çekilebilecektir. Ekonominin ne çok iyi ne de çok kötü olmadığı durumlarda oluşacak dengeyi, hükümetin uyguladığı politikalar ile spekülatörlerin beklentileri belirleyecektir.

1992 ERM (Exchange Rate Mechanism) krizi ve 1994 Meksika krizi ikinci nesil modeller ile açıklanan krizlerdir. ERM krizinin etkili olduğu ülkelerde birinci

nesil kriz modellerinden farklı olarak bütçe açığı ve parasallaşma sorunu yoktu. Kriz yaşanmasında etkili olan en önemli faktör olumsuz beklentilerdir.

ERM krizinin meydana geldiği dönemde, Avrupa Birliği ülkelerinde yönetilen dalgalı kur sistemi uygulanmaktaydı. Üye ülkelerin ulusal paraları belirli bir aralıkta dalgalanmaktaydı. Almanya'da uygulanan yüksek faiz oranı politikası diğer üye ülkelerin de faiz oranlarını yükseltmesine neden olmuştu. Ancak daha önce de değinildiği üzere, yüksek faiz oranları politikası yüksek işsizlik oranlarına neden olmaktadır. Bu durum birçok Avrupa ülkesinin uygulanmakta olan döviz kuru rejimini sona erdirerek parasal birlikten ayrılmalarına neden olmuştur. Bu ülkelerden bir tanesi de İsveç'tir. 1991 yılının sonunda İsveç GSYİH'nın % 2,5'i oranında bütçe fazlası verirken 1992 yılında % 7,5 oranında bütçe açığı vermeye başlamıştır. Ulusal para Avrupa Birliği para birimi ECU'ya sabitlenmiştir.Ancak bütçe açığı kur rejiminin uygulanmasını zorlaştırmıştır. Kuru savunmak amacıyla gecelik faiz oranlarını yükseltmiştir. Eylül 1992'de faiz oranları % 500'e yükselmiştir.Bununla birlikte Merkez Bankası önemli miktarda döviz rezervi de satmak zorunda kalmıştır. Ancak İsveç hükümeti yüksek işsizlik oranları ve bankacılık sistemindeki sorunlar nedeniyle yüksek faiz politikasını uygulayamamıştır. İşsizlik oranı, 1992 yılında 1982-1991 yıllarının ortalama işsizlik oranın 2,9 puan üzerindeydi. Faiz oranlarının artırılması iç talebin azalmasına, şirketlerin işçi çıkarmasına, dolayısıyla işsizlik oranının daha da yükselmesine neden olacaktı. Azalan iç talep nedeniyle şirketlerin zor duruma düşmesi, bankaların da sorun yaşamasına neden olacaktı. Şirketlerin kredi borçlarını ödeyemez duruma gelmeleri sorunlu durumdaki bankaların borçlarını tahsil edememesine neden olacaktı. Bu nedenle Kasım 1992'de İsveç, ERM'den ayrılarak ulusal parasını dalgalanmaya bırakmıştır[64].

Yüksek faiz oranları ve spekülatif ataklar, İsveç'e ek olarak birçok Avrupa ülkesinin ERM'den ayrılmasına neden olmuştur. İngiltere, İtalya, İspanya ve Portekiz spekülatif ataklar nedeniyle sabit döviz kuru rejimi politikasını

[64]Maurice Obstfeld, "The Logic of Currency Crises", (Çevrimiçi), http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=226945, pp. 12-23.

uygulanmakta zorlanmaya başlamıştır. Bu nedenle İtalya ve İngiltere ERM'den ayrılmak zorunda kalmış, İspanya ve Portekiz ise devalüasyon yapmıştır.

1.3.3. Üçüncü Nesil Modeller

1997 yılında Tayland'da başlayan ve kısa sürede Kore, Endonezya, Malezya ve Filipinler gibi diğer ülkelere sıçrayan Doğu Asya krizi yeni bir kriz modelinin oluşturulmasını gerekli kılmıştır. Bunun nedeni Doğu Asya krizinin birinci nesil ve ikinci nesil modellerle açıklanamamasıdır.

Birinci nesil modellere göre krizin temel nedeni bütçe açıkları ve bütçe açıklarının para basmak suretiyle finanse edilmesidir. Sabit döviz kuru uygulaması ile örtüşmeyen bu politika uygulaması sonucunda, rezervler hızla tükenmekte ve spekülatif atağın da etkisiyle sabit döviz kuru uygulaması terk edilmektedir. Oysa Doğu Asya ülkelerinde bütçe açığı bulunmamaktaydı. Dolayısıyla bütçenin para basmak suretiyle finanse edilmesi de söz konusu değildi. Dahası bu ülkelerin bir kısmında bütçe fazlası vardı. Bununla birlikte söz konusu krizler ikinci nesil modellerle de açıklanamamaktadır. İkinci nesil modeller, makroekonomik göstergelerde sorun yaşanması üzerine devletin sabit döviz kuru uygulamasını terk etmek ya da sürdürmek yönünde vermek zorunda olduğu karar ve kendi kendini besleyen beklentilere odaklanmaktadır. Oysa 1997 yılında yaşanan kriz öncesinde, Doğu Asya ülkelerinde büyüme, işsizlik ve enflasyon gibi makroekonomik göstergeler sorunlu değildi[65]. Dolayısıyla birinci nesil modeller gibi, ikinci nesil modeller de Doğu Asya krizini açıklamakta yetersiz kalmış, bu nedenle üçüncü nesil kriz modelleri oluşturulmuştur.

Üçüncü nesil modellere göre, krizin meydana gelmesinde bankalar ve banka dışı finansal aracılar ile şirketlerin aşırı borçlanmaları etkin olmuştur. Açık ve örtük kamu garantilerinin neden olduğu ahlaki riziko ile mali kesimin denetimden yoksun olması aşırı borçlanmanın temel nedenleridir. Doğu Asya ülkelerinde gerçekleştirilen

[65] Paul Krugman, "What Happened to Asia", (Çevrimiçi), http://www.bresserpereira.org.br/Terceiros/Cursos/Krugman-WhatHappenToAsia.pdf, 01.02.2011, pp. 2.

finansal serbestleştirme sonrası yeni borç alma imkânları oluşmuş, ancak finansal piyasalarda denetim ve gözetim eksikliği aşırı risk alınmasına neden olmuştur. Bununla birlikte hükümetin bankacılık sistemine yönelik örtük garantileri ahlaki riziko problemine yol açmıştır. Doğu Asya bankalarına borç veren yabancı yatırımcılar ve mevduat sahiplerinin, söz konusu borçların hükümet tarafından ödeneceğini bilmeleri daha fazla borç vermelerini teşvik etmiştir. Doğu Asya bankaları da aynı garantiye güvenerek daha fazla risk almak suretiyle aşırı borçlanmışlardır[66].

Üçüncü nesil modellerde hükümetin yatırımcılara ve finansal sektöre verdiği garantiler krizlerin meydana gelmesinde önemli rol oynamıştır. Hükümet garantilerinin olmadığı bir ortamda yatırımcılar, yatırımlarının getiri oranlarına ek olarak risklerini de dikkate almaktadır. Hükümet garantilerinin olduğu bir ortamda ise yatırımcılar riskli yatırımlara da yönelmektedirler. Bunun en büyük nedeni hükümetin, açık bir biçimde olmasa da yatırımcıların kaybetmeleri durumunda yatırımların karşılığını ödemeyi garanti etmesidir. Yatırımcılara ek olarak finansal sektör de hükümetin garantilerinden yararlanarak gereğinden fazla borçlanmıştır. Doğu Asya krizinin meydana gelmesinde banka ve banka dışı aracı kurumların aşırı borçları etkin olan faktörlerden biridir. Finansal serbestleşme ile birlikte finansal piyasalar denetimden yoksun kalmıştır. Finansal aracılar yabancı bankalardan borçlanma imkânına erişmiştir. Üstelik yurtdışından yaptıkları borçlanmaların herhangi bir maliyeti de söz konusu değildi. Ayrıca borçlanmalar hükümet garantilerinin varlığına dayanılarak yapılmıştır. Normal koşullarda yabancı bankalar risk primini de karşılamak amacıyla borçlanma faizlerini yüksek tutmaktadır. Hükümet garantilerinin varlığı nedeniyle yabancı bankalar borçlanma faizlerini düşük oranlarda tutmuşlardır. Bu durum, Doğu Asya ülkelerinde finansal sektörün aşırı borçlanmasına neden olmuştur[67].

[66] Kansu, **op.cit.** , s. 116.
[67] Gregor Irwin, David Vines, "A Krugman-Dooley-Sachs Third Generation Model of the Asian Financial Crisis", CIES Discussion Paper, No.99/15, pp. 2,3.

Sabit kur sistemi de örtük garanti niteliği taşımakta ve kriz olasılığını artırmaktadır. Banka ve şirketler sabit kur sistemine güvenerek, kurun değişmeyeceği inancı ile yabancı para cinsi borçlarını artırmaktadır. Bankacılık kesiminde açık pozisyonlar krizi tetiklemekte ve kriz sonrasında da ekonominin geneline zarar vermektedir. Ülke parasına yönelik spekülatif bir atak sabit döviz kuru uygulamasının çökmesine neden olmaktadır. Bu durum açık pozisyonu olan bankaların bilançolarının bozulması ile sonuçlanmaktadır. Sorunlu bankaların bilançolarındaki bozulma, mevduat sahiplerinde paniğe neden olmakta ve bilançolarında sorun olmayan bankalardan da mevduat çekişleri başlamaktadır. Dolayısıyla bankacılık sektörünün tamamı olumsuz etkilenmektedir[68]. Bankacılık sektöründeki sorunlar kredi hacminin daralmasına yol açmakta, reel sektöre verilecek krediler azalmaktadır.

1997 Doğu Asya krizinde bankacılık sektörü önemli bir rol oynamıştır. Devlet tarafından verilen garantilerine güvenerek yabancı para cinsinden borçlarını artıran bankaların bilançolarında meydana gelen bozulma, ekonominin genelini olumsuz yönde etkileyerek spekülatif ataklara zemin hazırlamıştır. Bununla birlikte, bankacılık sektöründe yabancı para cinsi borçlanma olanaklarının artması, reel sektöre yönelik kredi olanaklarını artırmıştır. Ancak reel sektöre verilen kredilerin, örtük garantilere güvenerek verimsiz yatırımlara yönlendirilmesi krizin derinleşmesine neden olmuştur. Ayrıca hükümet ve özel sektör arasındaki yakın ilişkiler de piyasaların etkin şekilde işlemesini engellemiştir. Asya ülkelerindeki birçok işletmenin hükümete yakınlığı olan ailelere ait olması, kredi borçlarının hesapsızca artırılmasına ve kredilerin verimsiz yatırımlara yönlendirilmesine neden olmuştur.

[68] Kansu, op.cit. s. 126, 127.

İKİNCİ BÖLÜM

BULAŞICILIK KAVRAMI VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLERİN BULAŞICILIĞI

1990'lı yıllar finansal krizlerin artış gösterdiği yıllardır. 1980'li yılların sonunda finansal serbestleşmenin yaygınlaşması ile finansal sektöre yönelik düzenlemelerin asgari düzeye indirilmesi, denetleme mekanizmalarının yeterli olmaması gibi nedenler krizlerin daha sık görülmesinde etken olmuştur. 1992 yılında yaşanan ERM (Exchange Rate Mechanism) krizi, 1994 Meksika krizi, 1997 Doğu Asya krizi ve 1998 Rusya krizi bu dönemde meydana gelen en önemli krizlerdir. 1997 Doğu Asya krizi, diğer krizlere göre daha büyük tahribata neden olmuştur. Bunun en büyük nedeni Tayland bahtının dalgalanması ile başlayan krizin, kısa sürede Doğu Asya'da birçok ülkeye yayılmasıdır. Endonezya, Güney Kore, Malezya ve Filipinler krizden en çok etkilenen ülkelerdir. Dahası bu kriz,sadece Doğu Asya bölgesine yayılmakla kalmayıp, dünyanın farklı bölgelerine de sirayet etmiş, 1998 yılında Rusya krizi yaşanmıştır. Rusya krizinin etkileri eski Sovyetler Birliği üye ülkeleri ile sınırlı kalmamıştır. Başta Hong Kong, Brezilya ve Meksika olmak üzere gelişmekte olan birçok ülke krizden olumsuz etkilenmiştir. Tayland bahtının dalgalanması ile başlayan krizin, Doğu Asya ülkelerine ek olarak farklı bölgelerdeki ülkeleri de etkilemesi kriz literatüründe "bulaşıcılık" kavramının önem kazanmasına neden olmuştur.

2.1. BULAŞICILIK KAVRAMI

Bulaşıcılık kavramı birçok farklı tanımlamaya konu olmuştur. Kamisky, Reinhart ve Vegh'e göre bulaşıcılık (contingency), bir ülkede yaşanan bir olayın kısa süre içerisinde ve hızlı bir şekilde birkaç ülkeyi etkilemesidir.Olumsuz etkilerin uzun zaman dilimi içerisinde diğer ülkelerde görülmesi ise yayılma (spillover) olarak tanımlanmıştır. Finansal ve mali göstergelerdeaşırı dalgalanmalara neden olmadığı

sürece, enerji fiyatlarındaki ani artış gibi tüm dünyayı etkileyen dış şoklar da bulaşıcılık kavramına dâhil edilmemiştir[69]. Dornbusch, Park ve Caessens'e göre bulaşıcılık; piyasalardaki istikrarsızlıkların, döviz kurları, yatırım araçları ve sermaye akımları aracılığı ile bir ülkeden diğerine sıçramasıdır[70]. Paul Masson ise krizlerin yayılmasını üç farklı kategoride tanımlamıştır. Birinci kategori, "musonsal etki(monsoonal effects)" olarak adlandırılan, gelişmiş ülkelerde meydana gelen ekonomik krizlerin, gelişmekte olan ülkeleri etkilemesidir. Gelişmekte olan ülkeler arasındaki karşılıklı bağımlılıktan kaynaklanan ve ikinci kategori olarak kabul edilen etkileşimler ise "yayılma (spillovers)" olarak adlandırılmıştır. Krizlerin, genellikle aynı coğrafi bölgede yer alan komşu ülkeleri aynı anda etkilemesi yayılma olarak kabul edilmiştir. 1992 yılında meydana gelen ERM krizi yayılmaya örnek olarak gösterilmektedir. Bir ülkede meydana gelen ekonomik krizin, ülkelerin temel makro ekonomik göstergelerinden bağımsız olarak, beklentilerde meydana gelen değişim nedeniyle diğer ülkelere de sirayet etmesi ise gerçek anlamda bulaşıcılık olarak kabul edilmiş ve "saf bulaşma (pure contagion)" olarak adlandırılmıştır[71].

2.2. KRİZLERİN BULAŞMA KANALLARI

Finansal krizlerin bir ülkeden diğerine bulaşmasında etkin olan faktörler ekonomi yazınında "bulaşma kanalları" olarak ifade edilmektedir. Ekonomi yazarları bulaşma kanallarını farklı yönlerden ele almakta, ancak genel olarak benzer açıklamalar yapılmaktadır. Bulaşma kanalları iki kategoride ele alınmaktadır. Birinci kategori Calvo ve Reinhart tarafından "temel değişkenlere bağlı bulaşma (Fundamentals-based contagion)" olarak adlandırılmaktave serbest piyasa ekonomisi uygulayan ülkelerin reel ya da finansal değişkenler nedeniyle karşılıklı bağımlılıklarından kaynaklanmaktadır[72]. Temel değişkenlere bağlı bulaşma

[69]Graciela L.Kaminsky, Carmen M. Reinhart, Carlos A. Vegh, "The Unholy Trinity of Financial Contagion", Journal of Economic Perspectives, Volume 17, Number 4, Fall 2003, pp. 55.
[70]Rudiger Dornbusch, Yung Chul Park, Stijn Claessens, "Contagion: Understanding How It Spreads", The World Bank Research Observer, Volume 15, No: 2, August 2000, pp. 179.
[71]PaulMasson, "Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria", IMF Working Paper, No:142, September 1998, pp. 5.
[72] Sara Calvo, Carmen M. Reinhart: "Capital Flows to Latin America: Is There Evidence of Contagion Effects?", (Çevrimiçi), http://mpra.ub.uni-muenchen.de/7124/1/contla.pap.pdf, 21.06.2010, pp. 7.

kanallarıDornbusch, Park ve Claessens tarafından; ortak şoklar, uluslararası ticaret, rekabetçi devalüasyonlar ve finansal bağlantılar olarak sınıflandırılmaktadır[73]:

Ortak şoklar, dünya genelinde ekonomileri etkileyen olaylardır. Özellikle gelişmiş ülkelerde meydana gelen ekonomik istikrarsızlıklar, varlık fiyatlarını ve uluslararası sermaye hareketlerini olumsuz yönde etkileyerek, başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere diğer ülkelerde kriz yaşanmasına neden olmaktadır. Örneğin Amerika'nın 1994 yılında faiz oranlarını artırması Latin Amerika ülkelerine yönelik sermaye hareketlerinin azalmasına neden olmuştur. 1995–1996 yıllarında doların yen karşısında değer kazanması ise Doğu Asya ülkelerinde ihracatın azalması nedeniyle ekonomiyi olumsuz yönde etkilemiştir.

Uluslararası ticaret ve rekabetçi devalüasyonlar, krizlerin bir ülkeden diğerine bulaşmasına neden olan diğer kanallardır. Bu kanallar karşılıklı ticaret yapan ya da uluslararası ticarette birbirine rakip olan ülkeler için etkilidir. Karşılıklı ticaret ilişkisi olan ülkelerden herhangi birinde finansal kriz nedeniyle yerli paranın değer kaybetmesi durumunda diğer ülkelerde ihracat azalır, dış ticaret dengesi olumsuz yönde etkilenir. Bu durum kriz yaşayan ülkelerin ticaret ilişkisi içerisinde bulunduğu ülkeleri spekülatif atağa açık hale getirir. Rekabetçi devalüasyonlar ise özellikle uluslararası ticarette birbirinin rakibi olan ülkeler arasında krizin bulaşmasında etkilidir. Finansal kriz yaşayan ve sabit kur rejimi uygulayan bir ülkenin yerli parasını devalüe etmesi, rakip ülkelerin fiyat dezavantajı yaşamasına ve ihracatının azalmasına neden olmaktadır. Rakip ülkelerin devalüasyona karşılık olarak yerli paralarını devalüe etmeyi seçmesi halinde karşılıklı kur savaşları başlar. Kur savaşları uluslararası yatırımcılar vasıtasıyla krizlerin bir ülkeden diğerine bulaşmasına neden olmaktadır. Uluslararası yatırımcılar, kur savaşı olasılığı nedeniyle rakip ülkelerde menkul kıymetleri satmayı, bu ülkelere borç vermemeyi ve kısa vadeli borçları yapılandırmamayı tercih ederler.

[73] Dornbusch, Park, Claessens, **op. cit.**, pp. 180, 181.

Ülkelerin uluslararası finansal piyasalar ile entegrasyonu krizlerin bulaşma hızını belirleyen etmenlerden biridir. Uluslararası finansal piyasalar ile entegrasyon arttıkça finansal krizlerin bulaşma olasılığı artmaktadır. Sermaye kontrolleri gibi faktörlerin varlığı nedeniyle kısmen daha kapalı bir ekonomiye sahip olan ülkeler ise krizlerin bulaşıcılığından daha iyi korunabilmektedirler. Uluslararası finansal piyasalarda rol alan yatırımcıların aldığı kararlar bulaşmayı şekillendirmektedir.

Uluslararası yatırımcılar, yatırımları ile ilgili kararları verirken likidite, risk, kar gibi birçok faktörü dikkate almaktadırlar. Örneğin Doğu Asya krizi esnasında Tayland bahtının değer kaybetmesi hisse senetleri fiyatlarının düşmesine neden olmuştur. Bu durum, Tayland'a hisse senetlerini almak suretiyle yatırım yapan uluslararası yatırımcıların da zarar etmelerine yol açmıştır. Zarar nedeniyle likidite ihtiyaçları artan uluslararası yatırımcılar gelişmekte olan diğer ülkelerdeki finansal varlıklarını satmayı tercih etmiştir. Dolayısıyla Doğu Asya krizinin etkileri diğer gelişmekte olan ülkelere de sirayet etmiştir. Yatırımlarını ağırlıklı olarak bir bölgede yoğunlaştıran yatırımcılar ise risk faktörünü dikkate alarak finansal krizlerin bulaşmasına neden olmaktadır. Örneğin Doğu Asya ülkelerinin en büyük finansörü Japonya'dır. Aynı bölgede birden fazla ülkeye borç verdiği için Japonya, Doğu Asya krizinin bulaşmasında rol oynamıştır. Kriz ile birlikte yatırımlarını, sadece tek ülkeden değil, bölgede riskli gördüğü diğer ülkelerden de çekmiştir[74].

Asimetrik bilgi ve beklentiler yatırımcıların kararlarını etkileyerek krizlerin bulaşmasında etkili olmaktadır. Yatırımcılar, yatırım yaptıkları tüm ülkeler hakkında bilgi sahibi olmadıklarında benzer makroekonomik özellikleri taşıyan ülkeleri aynı kategoride değerlendirmektedirler. Bu durumda bir ülkede meydana gelen kriz, benzer makro ekonomik özelliklere sahip diğer ülkelere yönelik spekülatif atakların meydana gelmesine neden olmaktadır. Yatırımcılar, kriz ülkesi ile birlikte diğer ülkelerden de yatırımlarını çekerek krizin bulaşmasına neden olmaktadır. Bununla birlikte sürü psikolojisi de bulaşıcılığı artırmaktadır. Ülke özelinde bilgiye erişmek maliyetli olduğu için yatırımcılar, kendi bilgilerini göre hareket etmek yerine, daha

[74] **Ibid.**, pp. 182.

fazla bilgi sahibi olduğunu düşündükleri yatırımcıların davranışlarını taklit etmeyi tercih ederler. Bu durum sürü psikolojisi olarak adlandırılmakta ve yatırımcıların kararlarını etkileyerek krizlerin yayılmasında etkili olmaktadır[75].

Bulaşma kanallarına ilişkin genel tanımlamalara ek olarak Kaminsky, Reinhart ve Vegh "Günahkâr Üçlü" olarak adlandırdıkları uluslararası sermaye akımları, sürpriz gelişmeler ve ortak borç verenlerin rolüne değinmektedir[76]:

Bulaşıcılığın fazla olduğu finansal krizler incelendiğinde, kriz öncesi uluslararası sermaye akımlarının önemli düzeyde arttığı ve krizden hemen önce aniden durduğu gözlenmiştir. Genellikle kısa vadeli olan söz konusu sermaye akımları en küçük bir belirsizlik durumunda ülkeyi terk etme eğilimindedir. Sermaye akımlarının yön değiştirmesi ile yaşanan finansal krizler incelendiğinde 1980'li ve 1990'lı yıllarda oldukça fazla sayıda örneğe rastlanmaktadır. Örneğin, 1980'li yılların başında Latin Amerika'da yaşanan ve birçok ülkeyi olumsuz yönde etkileyen finansal krizlerin en büyük nedeni Amerikan bankalarıdır. 1970'li yılların sonunda Amerika'da faiz oranlarının oldukça düşük düzeylerde olması nedeniyle, Amerikan bankaları yüksek kâr beklentisi ile gelişmekte olan ülkelere, özellikle de Latin Amerika ülkelerine önemli miktarda sermaye aktarımında bulunmuştur. Ancak 1980'li yılların başında Amerika'da faiz oranlarının yükselmesi ile bu sermaye akımları yön değiştirmiş ve gelişmekte olan ülkelerden çıkmıştır. Borç verilen ülkeler arasında en yüksek ağırlığa sahip olması, borcun kısa vadeli ve değişken faiz oranlı olması nedeniyle Latin Amerika ülkelerinde varlık fiyatları % 30 oranında düşmüştür. Bu durum borçların ödenmesini imkânsız hale getirmiştir. 1990'lı yılların başına kadar Latin Amerika ülkeleri çok sayıda finansal krize maruz kalmıştır. Ancak bu dönemde uluslararası sermaye piyasaları ile entegrasyon olmadığı için krizlerin etkileri sadece krizin meydana geldiği ülke ile sınırlı olmuştur.

1990'lı yıllarda meydana gelen, bulaşıcı nitelikli finansal krizler incelendiğinde kriz öncesinde uluslararası sermaye akımlarını en üst düzeye eriştiği,

[75]Kaminsky, Reinhart, Vegh, **op. cit.**, pp. 56-58.
[76]**Ibid.**, pp. 62-

sermaye akımlarının krizin ilk sinyalleri alındığında hızla ülkeleri terk ettiği ve kriz sonrasında düşük düzeyde seyrettiği görülmektedir. 1992 yılında Avrupa Birliği ülkelerinde meydana gelen ve uygulanmakta olan sabit döviz kuru sisteminin terk edilmesine neden olan ERM (Exchange Rate Mechanism) krizinin, 1994 yılında Meksika'da meydana gelen ve Peso'nun devalüasyonu ile sonuçlanan Meksika krizinin ve 1997 yılında meydana gelen Doğu Asya krizinin ortak özelliği kriz öncesinde uluslararası sermaye akımlarının en üst noktaya ulaşması ve sonrasında bu ülkeleri hızla terk etmesidir.

1990'lı yıllar boyunca gelişmekte olan ülkeler genelinde bir inceleme yapıldığında krizlerin bulaşıcı etkileri daha net görülmektedir. 1994 yılında Meksika'da meydana gelen kriz, uluslararası sermaye akımlarının sadece Meksika'yı değil gelişmekte olan diğer ülkeleri, özellikle de Arjantin'i, terk etmesine neden olmuştur. Doğu Asya krizi ikinci büyük dalgaya neden olmuş ve sermaye akımları gelişmekte olan piyasalardan çekilmiştir. Doğu Asya krizinden sonra meydana gelen Rusya krizi, Brezilya krizi ve 2001 Türkiye krizi benzer etkilere neden olmuştur. Uluslararası sermayenin sadece krizin meydana geldiği ülkeyi değil de gelişmekte olan diğer ülkeleri de terk etmesinin en büyük nedeni yatırımcıların beklentilerinin olumsuz hale gelmesidir. Asimetrik bilgi, sürü psikolojisi gibi nedenler, yatırımcılar benzer makroekonomik özellikler sahip, gelişmekte olan diğer ülkelerin de benzer durumda olduğuna ilişkin beklentiler ile hareket etmesine neden olmuştur.

Kaminsky, Reinhart ve Vegh, uluslararası yatırımcıların finansal krizleri algılayış şeklini krizlerin bulaşıcılığını belirleyen bir diğer faktör olarak tanımlamaktadır. Söz konusu durum özellikle birden fazla ülkeye aynı uluslararası yatırımcı tarafından borç verildiğinde, dolayısıyla ortak borç verenin varlığı söz konusu ise geçerlidir. Yatırımcılar yatırım yaptıkları herhangi bir ülkenin kriz yaşayacağını tahmin edebilirse yatırımlarını daha risksiz ülkelere kaydırmaktadırlar. Krizlerin öngörülemediği durumlarda ise yatırımlarını sadece krizin merkezi olan ülkeden çekmek yerine, yatırım yaptıkları tüm ülkelerden çekmeyi tercih etmektedirler. Bu durumda kriz yaşamayan ülkeler de finansman kaybı nedeniyle krizden olumsuz yönde etkilenir ve krizlerin bulaşıcılığı artar.

Kaminsky, Reinhart ve Vegh'e göre finansal krizlerin bulaşıcılığını belirleyen en önemli unsur ortak borç verenin varlığıdır. Ortak borç verenler olarak hisse senedi, tahvil gibi yatırım araçları satın almak suretiyle çeşitli ülkelere fon aktarımında bulunan uluslararası yatırımcılara ve uluslararası bankalara değinilmektedir. Özellikle uluslararası bankaların etkisi büyüktür. 1980'li yıllarda Amerikan bankaları Latin Amerika ülkelerine, 1990'lı yıllarda Avrupa ve Japon bankaları Asya ülkelerine, Alman bankalarının ise Rusya'ya oldukça yüksek meblağlarda borç vermişler ve meydana gelen finansal krizler ile birlikte söz konusu ülkelerden çekilmek suretiyle krizlerin bulaşıcılığını artırmışlardır.

1997 yılında meydana gelen Doğu Asya krizinden önce Amerikan, Avrupa ve Japon bankaları Asya ülkelerine borç vermişlerdir. En yüksek paya sahip olan Japon bankaları, 1994-1997 yılları arasında yıllık 40 milyar dolar borç vermiştir. Krizin meydana geldiği dönemde borç miktarı 124 milyar dolara yükselmiş ve Japon bankalarının gelişmekte olan ülkelere yönelik borçlarının % 65'ini oluşturmaktadır. En büyük paya sahip olan Tayland'ın ulusal parasının 2 Temmuz 1997'de devalüe edilmesi ile birlikte, gelişmekte olan tüm Asya ülkelerine yönelik kredi olanakları sona ermiş ve mevcut krediler de geri çağrılmıştır. Dolayısıyla Tayland'da başlayan kriz gelişmekte olan tüm Asya ülkelerine sirayet etmiştir.

Rusya krizinin kısa sürede bölgedeki diğer gelişmekte olan ülkelere yayılmasında da uluslararası bankaların rolü büyüktür. 1990'lı yıllarda Avrupa bankalarını Rusya ve bölgedeki diğer gelişmekte olan ülkelere yönelik ilgisi artmış, verilen borçlar her yıl yaklaşık olarak % 14 oranında artış göstermiştir. Söz konusu dönemde Rusya'ya en fazla borç veren bankalar Alman bankaları olmuş ve Rusya'ya yönelik borçları gelişmekte olan ülkelere verdikleri borçların % 20'sini oluşturmuştur. Kriz öncesi bölgeye verilen borçlar yıllık 28 milyar dolar seviyesine ulaşmış, kriz sonrasında ise yarı yarıya azalarak 14 milyar dolara gerilemiştir. Dolayısıyla Rusya krizi sonrasında sadece Rusya'ya değil, Rusya ile aynı bölgede yer alan gelişmekte olan diğer ülkelere yönelik de kredi olanakları azalmıştır. Bu

durum krizin sadece Rusya ile sınırlı kalmasını engellemiş, kısa sürede bölgedeki diğer gelişmekte olan etkileri de etkilemiştir.

Krizlerin bulaşıcılığının artmasında, uluslararası bankaların yanında hisse senedi ve tahvil yatırımcılarının payı da büyük olmuştur. Hisse senedi ve tahvil gibi portföy yatırımlarının kısa vadeli ve istikrarsız nitelikte olması bulaşıcılığın nedeni olarak nitelendirilebilir. Örneğin 1994 yılında meydana gelen Meksika krizinden önce,Amerikalı yatırımcıların Latin Amerika ülkelerine yönelik portföy yatırımları oldukça yüksek seviyeye ulaşmıştır. Meksika krizinden hemen sonra söz konusu yatırımların % 40'ı geri çekilmiştir. Bu dönemde, portföy yatırımlarının büyük oranına sahip olan, Brezilya ve Arjantin Meksika krizinden en fazla etkilenen ülkeler olmuştur. Portföy yatırımlarının 1997 Asya krizindeki rolü de benzer şekilde olmuştur. Portföy yatırımlarının en yüksek olduğu Hong Kong, Singapur ve Tayland, Tayland bahtının devalüe edilmesi ile başlayan finansal krizden de en fazla etkilenen ülkeler olmuştur.

2.3. ÜLKE ÖRNEKLERİ

1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizler sadece kriz yaşayan ülke ile sınırlı kalmayıp, yukarıda sözü edilen bulaşma kanalları ile gelişmekte olan diğer ülkelere de sirayet etmiştir. 1994 yılında Meksika'da, 1995 yılında Brezilya'da, 1997 yılında Doğu Asya ülkelerinde ve 1999 yılında Rusya'da yaşanan ekonomik krizler, gelişmekte olan diğer ülkelere bulaşmanın görüldüğü en önemli krizlerdir.

2.3.1. Meksika Krizi

1994 yılında Meksika'da yaşanan ekonomik krizin en büyük nedeni yabancı yatırımcıların ülkeye yönelik beklentilerinin değişmesi ve güven kaybıdır. 1980'li yılların ortasında Meksika'da gerçekleştirilen ekonomik reformlar, yabancı yatırımcıların ülkeye yönelik yatırımlarının artmasını sağlamıştır. Mali disiplinin sağlanması, dış borcun yeniden yapılandırılması, dış ticaretin serbestleştirilmesi

amacıyla Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması'nın (NAFTA) imzalanması, özelleştirme çalışmaları ve finansal serbestlik ekonomiyi olumlu yönde etkilemiştir. Uzun süreli durgunluk ve yüksek enflasyon dönemi son bulmuş, ekonomik büyüme sağlanmış ve 20 yıl sonra enflasyon tek haneye inmiştir. Bu durum yabancı yatırımcıların ülkeye yönelik ilgisinin artmasına neden olmuştur. 1990-1994 yılları boyunca ülkeye 104 milyar dolar uluslararası sermaye akımı gerçekleşmiştir. Bu tutar söz konusu yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermayenin % 20'sini oluşturmuş, ancak uluslararası sermayedeki artış Meksika'nın cari açığın artmasına neden olmuştur. Cari açıktaki artışa ek olarak özel sektöre yönelik kredilerdeki artış, sabit döviz kuru uygulaması, uluslararası faiz oranlarındaki artış, politik istikrarsızlık gibi faktörler nedeniyle ülkede belirsizlikler artmış ve yabancı yatırımcıların ekonomiye yönelik beklentileri olumsuz yönde etkilenmiştir.

Kriz öncesinde Meksika'da sabit döviz kuru sistemi uygulanmıştır. Mali yapısı güçlü olmayan ülkelerde, ülke parasına yönelik olabilecek spekülatif ataklar nedeniyle sabit döviz kurunun uygulanması oldukça zordur. Bununla birlikte sabit döviz kuru uygulaması, kur için bir nevi örtük garanti oluşturmakta ve ülkedeki ekonomik birimlerin fazlasıyla kur riski almasına neden olmaktadır. Bu durum, ülke parasının değerinin korunması amacıyla uluslararası rezervler aracılığı ile kura müdahaleyi gerekli kılmaktadır. Ancak uluslararası rezervler sınırlı olduğu için bu durum, sabit döviz kurunun sürdürülebilirliğine yönelik olumsuz beklentilerin artmasına neden olmaktadır. Ülke parasının hızla değer kaybetmesi, kısa vadeli dış borçlardaki artış, sürdürülemez boyuttaki cari açık, mali sektörün sorunlu yapısı sabit döviz kurunun sürdürülebilirliğini olanaksız hale getirmiştir. Ülke parasına yönelik spekülatif atağın da etkisiyle 20 Aralık 1994'te sabit döviz kuru uygulamasına son verilmiştir.

Meksika 1988 yılında "Pacto" olarak adlandırılan bir reform paketini uygulamaya koymuştur. Bu reform paketinin amacı, yüksek enflasyon sorununa bir çözüm getirmek ve kısmen yavaş olan ekonomik büyümenin ivme kazanmasını sağlamaktır. Bu amaç doğrultusunda bir dizi önlem hayata geçirilmiştir. Uygulamaya konulan reform paketinin en önemli özelliği sosyal diyaloğa önem veren bir yapıya

sahip olmasıdır. Buna göre işçi kesiminin, işverenlerin ve hükümetin belli aralıklarla toplanarak fiyat düzeyi, maaşlar ve döviz kuru konusunda ayarlamalar yapması kararlaştırılmıştır[77]. Ayrıca Meksika, uluslararası rekabete açılacak, bu amaç doğrultusunda sermaye hareketleri önündeki engeller kaldırılacak ve iç piyasasını serbest ticarete açacaktır. Serbest ticaretin desteklenmesi amacıyla da ABD ve Kanada ile serbest ticaret anlaşması imzalayarak Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması'nın (NAFTA) üyesi olmuştur[78]. Ayrıca özelleştirme uygulamaları ve yapısal düzenlemeler hayata geçirilmesi; nominal döviz kuru enflasyonu düşürmek amacıyla çıpa olarak belirlenmesi ve ülkede para ile maliye politikası buna göre şekillenerek, sendikalar gibi sivil toplum kuruluşları ile sosyal diyalog hayata geçirilmesi kararlaştırılmıştır[79].Para tabanının enflasyon hedefi ile tutarlı bir büyüme göstermesi için de Meksika Merkez Bankası sermaye girişlerini devlet iç borçlanma senetlerini kullanarak sadece kısmen sterilize edebilecektir. Ancak sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda döviz kuruna dayalı istikrar politikasının sonucunda yüksek reel kur ve sürdürülmesi zor bir cari açık meydana gelmiştir[80].

Para tabanının enflasyon hedefi ile tutarlı bir büyüme göstermesi için de Meksika Merkez Bankası sermaye girişlerini devlet iç borçlanma senetlerini kullanarak sadece kısmen sterilize edebilecektir. Ancak sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda döviz kuruna dayalı istikrar politikasının sonucunda yüksek reel kur ve sürdürülmesi zor bir cari açık meydana gelmiştir.

Uygulamaya konulan reform paketi ilk yıllarda ekonomide olumlu gelişmelerin yaşanmasında etkili olmuştur. Meksika ekonomisi %4 oranında büyümüş, enflasyon oranı ise ilk kez %10'un altına inmiştir. Ayrıca bütçe %1

[77]Guillermo A.Calvo, Enrique G.Mendoza, "Mexico's Balance of Payments Crisis: A Chronicle of a Death Foretold",**Journal of International Economics**, Volume 41, Nos.3/4, November 1996, pp.238.
[78]Mevlüdiye Şimşek, "Finansal Küreselleşmenin Ekonomik Krizler Üzerindeki Etkileri ve Örnek Kriz Ekonomileri", **Finans-Politik&Ekonomik Yorumlar**, Yıl:42, Sayı:490, Ocak 2005,s.65,66.
[79]Gary Martin, "Employment and Unemployment in Mexico in the 1990s", (Çevrimiçi), http://www.bls.gov/opub/mlr/2000/11/art/full.pdf, 12.05.2007, pp.3–4.
[80]Burçin Hacıhasanoğlu, "Meksika 1994 ve Arjantin 2001–2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi", (Çevrimiçi), http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/burcinhacihasanoglu.pdf, 02.05.2007, s.80.

oranında bir fazla vermiştir[81]. Bir yandan ekonomide yaşanan olumlu gelişmeler, bir yandan da 1989 yılında sermaye hareketlerinin önündeki engellerin tamamen kaldırılmasıyla ülke sermaye akımlarını çekmeye başlamıştır. 1990- 1994 yılları arasında yabancı yatırımlar 104 milyar dolara yaklaşmıştır. Bu tutar, gelişmekte olan ülkelere yönelen yabancı sermayenin %20'sine tekabül etmektedir[82]. Ancak Meksika'ya yönelen yabancı sermaye de spekülatif amaçlı kısa vadeli sermayedir. Artan sermaye akımlarıyla yerli paraya olan talep artmış ve "Peso" hızla değerlenmiştir. Değerlenen yerli para, ülke içindeki talebin ithalata yönelmesine neden olmuş bu durum da cari açık hızla artmıştır[83].

1993 yılına gelindiğinde cari açığın GSYİH'ya oranı %6.8'e, 1994 yılında ise %7,9'a yükselmiştir[84]. Artan cari açık ekonomik dengenin sürdürülebilirliği konusunda şüphelerin artmasına neden olurken, 1994 yılının başlarında yaşanan politik karışıklıklar yabancı yatırımcıların ülkeye karşı duydukları güvenin azalmasına neden olmuştur. Bu durumda ise sermaye akımları yön değiştirmiş ve ülkeyi terk etmeye başlamıştır. Yabancı sermayenin Meksika'yı terk etmesi yerli paranın hızla değer kaybetmesine neden olurken ülke hükümeti kuru savunmak için uluslar arası rezervlerini satarak piyasaya müdahale etmiştir. Alınan bu önlem yeterli olmamış ve uluslararası rezervlerin tükenmesini önlemek için döviz kuru bandı genişletilerek yerli paranın %15 oranında devalüe olması sağlanmıştır. Fakat bu durum yabancı yatırımcıların ülke ile ilgili endişelerinin artmasına neden olmuş ve bir gecede büyük bir bölümü ülkeyi terk etmiştir. Mevcut döviz kuru politikasını daha fazla sürdüremeyeceğini anlayan Meksika, 1994 yılının ikinci yarısında kuru

[81]Justino De Ia Cruz Martinez, "Demand Shocks: Evidence from a Vector Autoregression Model of Mexico's Recession and Recovery in the 1990s",**International Economic Journal**, Volume 17, Number 2, Summer 2003, pp.39,40.
[82]Guillermo Ortiz Martinez, "What Lessons Does the Mexican Crisis Hold for Recovery in Asia", (Çevrimiçi), http://www.internationalmonetaryfund.com/external/pubs/ft/fandd/1998/06/ortiz.htm, 12.05.2007.
[83]Melike Altınkemer "Problems With Issuing Foreign Currency and Foreign Indexed Bonds in the Light of Mexican Experience" , (Çevrimiçi), http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/dpaper17.html, 03.05.2007.
[84]Jeffrey Sachs, Aaron Tornell, Andrés Valesco, "The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?"**Journal of International Economics**, Volume 41, Nos.3/4, November 1996, pp.267.

serbest dalgalanmaya bırakmak zorunda kalmıştır[85]. Yaşanan ekonomik krizin etkisi ile döviz kurunun % 100'ün üzerinde değer kaybetmesi sonucu ekonomik faaliyet bozulmuştur. Bu durum üretimdeki azalmanın dramatik boyutlara ulaşmasına neden olarak döviz kuru politikasının terk edilerek dalgalı döviz kuru politikasının uygulanmasını zorunlu kılmıştır[86]. 1995 yılında 3,4 milyar dolarlık portföy yatırımı Meksika'dan çıkmıştır. Bu durum karşısında kuru savunmak için rezerv satmak zorunda kalan Merkez Bankası'nın rezervleri 25 milyar 110 milyon dolardan, 6 milyar 778 milyon dolara gerilemiştir[87].

Döviz kurunun nominal çıpa olarak işlev gördüğü ekonomik programlarda, döviz kurunu spekülatif ataklara karşı müdafaa etmek oldukça zordur. Özellikle de ülkenin mali sektörü zayıfsa, bu durum ciddi sorunlara neden olabilmektedir. Döviz kurunun belli bir değere sabitlenmesi bir nevi örtük garanti oluşturarak kur riskinin göz ardı edilerek riskli kararların alınmasına neden olmaktadır[88]. 1994 yılında Meksika'da yaşanan kriz öncesinde bu durum gerçekleşmiştir.

1994 krizi ekonominin genelini olumsuz yönde etkilemiştir. Faiz oranları % 14 seviyesinden % 75 seviyesine yükselmiştir. Yerli para dolar karşısında yarı yarıya değer kaybetmiş; 1994 yılında 1$ 3,27 PESO iken, 1995 yılında 6,37'ye yükselmiştir[89]. Enflasyon oranı ise yeniden % 20 seviyesine yükselmiştir. Ekonomi % 7 oranında daralmış ve birçok şirket üretim planını % 50 oranında kısma kararı almıştır. Birçok Meksikalı kriz öncesine göre % 20- 30 daha fakir konuma düşmüş ve alım gücünün önemli ölçüde azalması nedeniyle özellikle gelir düzeyi düşük kesim ekonomik krizden daha fazla etkilenmiştir[90].

---

[85]Sebastian Edwards, "The Mexican Peso Crisis? How Much Did We Know? When Did We Know It?", (Çevrimiçi), http://www.nber.org/papers/W6334, 28.04.2007.
[86]Türkiye Bankalar Birliği, "1994 Yılı Krizi Sonrasında Meksika'da Uygulanan Para Politikası", **Bankacılar Dergisi**, S.36, Mart 2001,37–40.
[87]Bülent Güloğlu, Ender Altunoğlu, "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika,Meksika ve Türkiye Krizleri, (Çevrimiçi), http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/ Finvekriz.pdf, 07.05.2007, s.11.
[88]Martinez, **loc.cit.**.
[89]Alejandra Martinez, "Weathering the Economic Storm: Mexican Crisis Experience Illustrates Need for Advanced Analytics, Greater Portfolio Intelligence" , (Çevrimiçi), http:www.strategicanalytics. com/articles/2001signals_mexicancrisis.php, 01.05.2007.
[90]Ben B.Boothe, "Texas and Mexico, Immediate Impact of the Mexican Crisis" , (Çevrimiçi), http://www.public.iastate.edu/~rjsalvad/scmfaq/crisis.html, 05.05.2007.

Yaşanan bu ekonomik krizin etkisiyle ekonomi önemli ölçüde daralmış, işsizlik artmış, ülke genelinde gelir dağılımı bozulmuş ve reel ücretler azalmıştır. 1994 yılında ekonomi %7 oranında daralmıştır. Bu durum işgücü piyasasına yansımış ve işsizlik oranı artmıştır. 1990'lı yılların ilk yarısında %3 oranında seyreden işsizlik oranı, ekonomik krizi takip eden 1995 yılında %6,2'ye yükselmiştir. Dahası gençler arasında işsizlik oranı % 14 seviyesine yükselmiş ve özellikle vasıflı işgücü arsında işsizlik artmıştır. Kısmen daha düşük vasıflara sahip olan kesim ise daha düşük ücretle istihdam edildiği için artan işsizlikten daha az etkilenmiştir. Dolayısıyla istihdamın kalitesi de düşmüştür[91]. 1996 yılında ise işsizlik %5,5 olarak gerçekleşmiştir. Reel ücretler ise azalmıştır. Krizi de takip eden son on yılda Meksika'da asgari ücretin alım gücü de % 50 oranında azalmıştır. Ekonomik göstergeler öylesine etkilenmiştir ki krizin bittiğinin ilan edildiği 1995 yılını takipeden 5 yıl sonra; işçiler daha önce almış olduğu ücret düzeyine yeni ulaşmaktaydılar[92].

1994 Meksika Krizi, 21.yy'ın ilk önemli krizin olarak tanımlanmaktadır ve hızla gelişmekte olan tüm piyasaları etkisi altına almıştır. Devalüasyonu izleyen 20 Aralık 1994 tarihinden sonra, Meksika borsalarını takiben, diğer Latin Amerika ülkelerinin borsalarında da önemli düşüşler görülmüştür. Bununla birlikte bazı Asya ülkelerinin borsalarının da krizden olumsuz yönde etkilendiği gözlemlenmiştir. Gelişmekte olan diğer ülkelere etkisinden dolayı Meksika ekonomik krizinden "Tekila Etkisi" olarak da bahsedilmektedir.

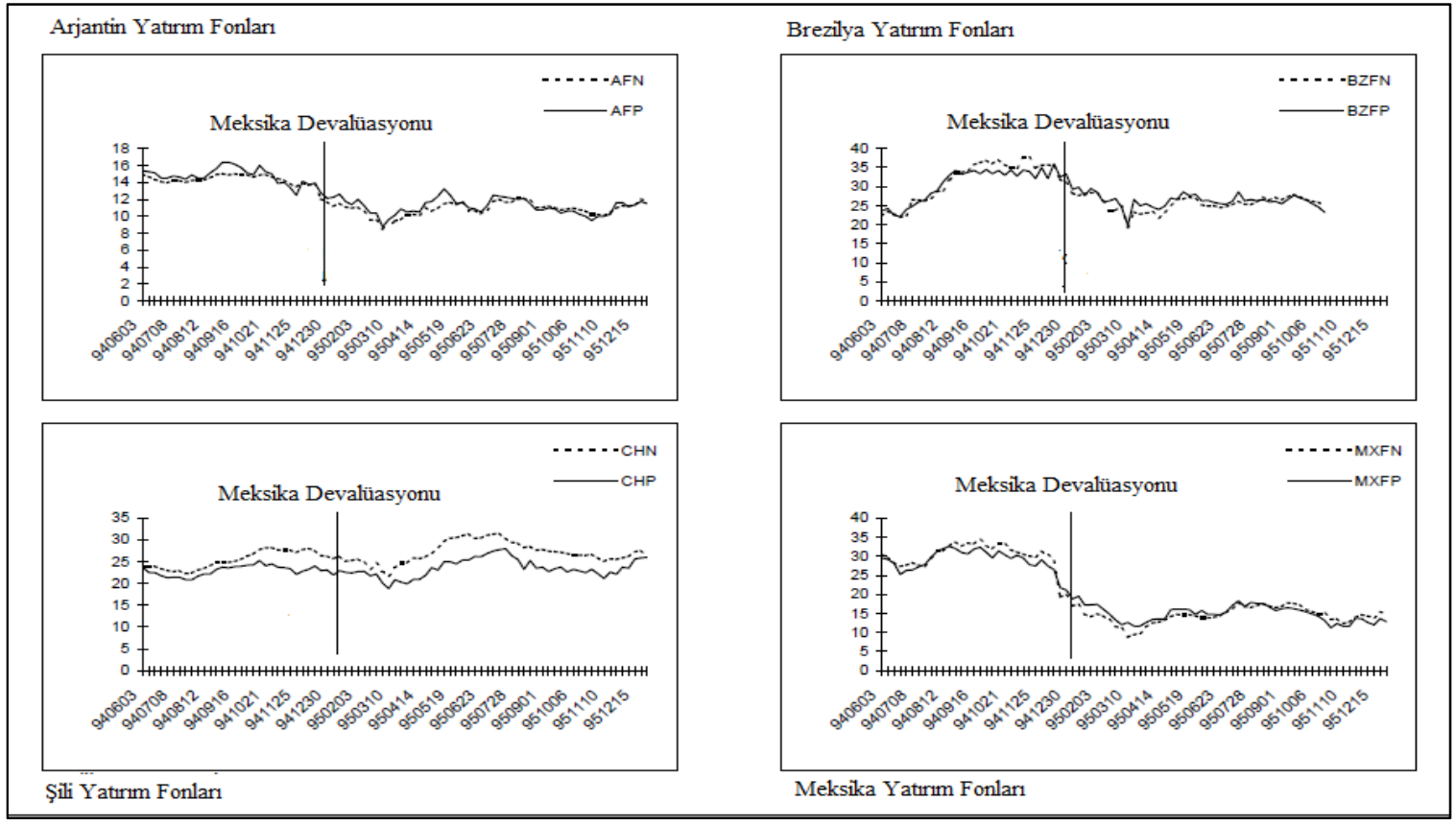
Meksika Krizi'nden sonra gündeme gelen bulaşıcılık, küreselden ziyade bölgesel niteliklidir ve "yatırım fonları" başlıca bulaşma kanalı olmuştur. 1994-1996 yılları arasında Meksika borsasına ek olarak Latin Amerika borsaları genelinde de düşüşler olmuş ve en büyük düşüş Mart 1995'te meydan gelmiştir. Latin Amerika ülkelerine ek olarak, bazı Asya ülkeleri de krizden olumsuz etkilenmiştir. Filipinler krizden en çok etkilenen Asya ülkesidir. Bununla birlikte Latin Amerika borsaları

[91]Carlos Salos, "The Impact of NAFTA on Wages and Income in Mexico, (Çevrimiçi) , http://www.ratical.org/co_globalize/NAFTA@7/mx.html, 21.05.2007.
[92]Joseph E.Stiglitz, **Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı**, Çev.Arzu Taşçıoğlu,Deniz Vural, 2004, s.144.

krizden doğrudan etkilenirken, Asya borsaları New York Menkul Kıymetler Borsası kanalı ile etkilenmiştir. Bu durum krizin küresel değil, bölgesel olduğunun göstergesidir. Bazı gelişmiş ülkeler de Meksika Krizi'nden döviz kurlarındaki düşüş nedeniyle olumsuz yönde etkilenmiştir. Bu dönemde ABD doları, Kanada doları, İtalyan lirası, İngiliz sterlini ve İspanyol pesetası değer kaybetmiştir[93].

Meksika Krizi Latin Amerika ve Asya ülkelerinin her birini farklı düzeyde etkilemiştir. Grafik 2.1.'de de görüleceği üzere Meksika Krizi'nden en fazla etkilenen Latin Amerika ülkeleri Brezilya ve Arjantin iken, en az etkilenen ülke Şili'dir. Bunun temel nedeni krizin, zayıf ekonomik göstergelere sahip ülkeleri daha fazla etkilemesidir. Nitekim 1994yılında Şili ve Kolombiyanispeten güçlü ekonomik göstergelere sahipken, Brezilya, Arjantin ve Venezüella Meksika'ya benzer ekonomik göstergelere sahipti ve bu durum krizin etkisinin bu ülkelerde daha fazla olmasına neden olmuştur. Asya'da krizden en fazla etkilenen ülke ise Filipinler olmuş ve ülkenin borsası Arjantin borsasına yakın değer kaybına uğramıştır. Endonezya, Pakistan, Tayvan ve Vietnam krizden etkilenen diğer ülkelerdir[94]. Yapılan çalışmalar göstermiştir ki 1994 yılında Meksika'da yaşanan ekonomik krizlere bağlı olarak borsalarda meydana gelen düşüşler, ülkelerin borçlarının ihracata oranı ile cari açıklarının gayrisafi milli hasılaya oranı ile doğru orantılıdır. Dolayısıyla dış borç göstergeleri sorunlu olan ülkeler krizden daha fazla etkilenmişlerdir. Bununla birlikte, ihracatı gayrisafi milli hasılaya oranı ile rezervlerinin gayrisafi milli hasılaya oranı yüksek olan ülkeler ise Meksika Krizi'nin bulaşıcılığından en az etkilenen ülkeler olmuştur. Bu durumda en büyük etken söz

[93]Jeffrey A. Frankel, Sergio L. Schmukler: "Crisis, Contagion, and Country Funds: Effects on East Asia and Latin America", (Çevrimiçi), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm? abstract_ id=9516, 08.06.2010.
[94]**Ibid.**.



Grafik 2.1. : Meksika Krizinin Etkileri

Kaynak: Jeffrey A. Frankel, Sergio L. Schmukler: "Crisis, Contagion, and Country Funds: Effects on East Asia and Latin America", (Çev rimiçi), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm? abstract_ id=9516, 08.0 6.2010.

konusu ülkelerin dışa açık ekonomilerinin ulusal ve uluslararası yatırımcılarda oluşturduğu güvendir[95].

Meksika Krizi'ne ilişkin yapılan değerlendirmeler de göstermektedir ki, yatırımcıların ülkeye bakış açısı, ülkenin ekonomik göstergelerine duyduğu güven ve yatırımcıların sürü psikolojisi ile hareket etmesi, krizlerin bulaşıcılığında rol oynayan en önemli etmenlerdir.

2.3.2. Doğu Asya Krizi

2 Temmuz 1997'de Tayland bahtının değer kaybetmesiyle başlayanDoğu Asya krizi,kısa sürede döviz kuru ile ilgili spekülasyonların yayılmasıyla birlikte Malezya, Güney Kore, Filipinler ve Endonezya'ya da yayılmıştır. Önceleri kur felaketi olarak başlayan karışıklık,kısa sürede bankalar ile borsayı da etkilemiş ve reel sektöre de sirayet etmiştir.

1997 yılıöncesinde, Doğu Asya ülkeleri hızla gelişmekteydi. Ekonomik görünüm o kadar olumluydu ki, bu ülkeler "Doğu Asya Mucizesi" olarak anılmaktaydı. Krizden önceki dönemde Tayland, Endonezya ve Güney Kore'nin dış şoklara açık hale gelmesine neden olan başlıca etmenler; bu ülkelere yönelik kısa vadeli özel sermaye hareketlerindeki hızlı artış, bu tür sermaye hareketlerine olanak sağlayan makroekonomik politikalar, yeni serbestleştirildiği halde yeterli denetime tabi olmayan finansal piyasalar ve gittikçe artan politik belirsizlik olmuştur. Yabancı sermayeye uygun maliyetlerle ulaşılabilmesi olanağı, şirketlerin var olan borçlarına yenilerini eklemelerine neden olmuş ve borç-gelir dengesi iyice bozulmuştur. Bununla birlikte borçluluk durumu ülkeden ülkeye farklılık göstermiştir. Tayland'da en çok finansman şirketleri ve bankalar borçlanmış, bu borçlar yurt dışından düşük maliyetler ile temin edilen yabancı para ağırlıklı borçlar olmuş ve düşük getirili inşaat ve gayrimenkul sektörüne yönlendirilmiştir. Endonezya ve Güney Kore'de en çok borçlananlar ise şirketler olmuş, Endonezya'da hem yurt içinde bankalardan hem

[95] **Ibid.**.

de genellikle offshore olmak üzere yurt dışından borçlanırken, Güney Kore'de ise genellikle yurt içinde borçlanmışlardır. Malezya ve Filipinler ise kısa vadeli yurt dışı borçlanma oranları az olan Doğu Asya ülkeleri olup, aynı zamanda krizden en az etkilenen ülkeler olmuşlardır[96].

Devletin mali sektöre sağladığı açık ve örtük garantiler, uygulanmakta olan sabit döviz kuru sistemi, yurt içi borçlanmanın yüksek maliyetli oluşu, kriz öncesi dönemde Doğu Asya ülkelerinde özel sektörünyurt dışından düşük maliyetlerle kolay borçlanmasını teşvik eden temel etmenler olmuştur. Devletin sağladığı garantiler risk almayı kolaylaştırdığı için, uygulanmakta olan sabit döviz kuru sistemi ise yabancı para ile borçlanmanın riskli olmadığı algısını oluşturduğu için, yurt dışından borçlanmayı teşvik etmiştir[97]. Ancak bir yandan yurt dışından borçlanmayı kolaylaştırıcı politikaların uygulanırken, bir yandan finansal piyasaların yeterince denetlenmemesi bu ülkelerde kırılganlığı artırıcı etmenler olmuştur. Bununla birlikte, Doğu Asya'da şirketlerin aynı zamanda kredi temin ettikleri bankaların sahibi olması bankaların; kur riski, kredi değerlendirmesi ve finansal raporlama gibi konularda yeterli önlemleri almamasına neden olmuştur. Bu duruma ek olarak, yeterli denetimin olmadığı finansal piyasalarda yurt dışından kolaylıkla temin edilen borçlar ve ülkede şeffaflığın olmayışı, Doğu Asya ülkelerini krize götüren risklere zemin hazırlamıştır. Başlıca riskler[98]:

- Cari açığın kısa vadeli sermaye akımları ile finanse edilmesi.Kısa vadeli sermaye akımları en küçük bir belirsizlikten etkilenerek yön değiştirme potansiyeline sahiptir. Bu nedenle cari açığın finansman şekli ülkeleri şoklara açık hale getirmiştir.
- Finansal sektörde yeterli denetimin olmaması, düşük getirili, yüksek riskli alanlara yatırım yapılmasına neden olmuştur. Bu nedenle bankalar, finansman şirketleri ve ticari şirketler fazlasıyla kur, vade ve likidite riski almışlardı.

[96] Masahiro Kawai, Richard Newfarmer, Sergio Schmukler, "Crisis and Contagion in East Asia, Nine Lessons", World Bank Policy Reserarch Working Paper, June 2001, pp. 5.
[97] Ibid., pp. 6.
[98] Ibid., pp. 8, 9.

- Aynı zamanda ülke bankalarının sahibi de olan şirketler, yurt içinden temin ettikleri borçları etkin olarak kullanmadıkları gibi, yurt dışından borçlanma olanaklarının artması, kaldıraç oranının artmasına neden olmuş, şirketler faiz ve döviz riskine açık hale gelmişlerdir.
- Politik belirsizlik artmıştır.

Doğu Asya krizini tetikleyen ülke Tayland olmuştur. 1996 yılında Tayland'da cari açık GSYİH'nın % 8'i oranındaydı ve diğer ülkelerde olduğu gibi kısa vadeli sermaye akımları ile finanse ediliyordu. Ülkeye yönelen sermaye ile inşaat ve gayrimenkul gibi verimli olmayan sektörlere yatırım yapılmaktaydı ve bu durum varlık balonu oluşturmuştu. Özel sektör, yurt dışından borçlanmaktaydı ve sabit döviz kurunun sağladığı örtük garantiye güvenerek kur riski için herhangi bir önlem almamış, fazlasıyla kur riski taşımaktaydı[99].

1996 yılında Tayland'ın ihracat hacminde gerileme başlamıştır. Birkaç finansman şirketi ile banka 1997 yılının başlarında sorunlar yaşamış ve ülkenin Merkez Bankası bu banka ile şirketlere likidite temin etmek durumunda kalmıştır. Ancak bu durum, yabancı yatırımcıların ülkede geçerli olan döviz kuru uygulamasına karşı spekülatif atak gerçekleştirme olasılığını artırmıştır. Hisse senedi yatırımcıları ülkeyi terk eden ilk yatırımcılar olmuştur. 1997 yılının Şubat ayında en üst değere ulaşan borsa, % 30 değer kaybetmiştir. Sermaye akımlarının hacmi azalmış ve 1997 yılının ilk yarsında ihraç edilen tahvil miktarı ile sendikasyon kredilerinin miktarı bir önceki yılın aynı dönemine göre % 30 değer kaybetmiştir[100].

Şubat 1997'de Tayland bahtına yönelik ciddi bir spekülatif atak başlayınca, Merkez Bankası kura müdahale kararı alarak ve 23 milyar ABD doları değerinde vadeli işlem sözleşmesini ihraç etmiştir. Bu ihraç, 25 milyar ABD dolarlık rezerv kaybına neden olmuştur. Ancak bu durum uluslararası yatırımcıların ülke ile ilgili olumsuz beklentilerinin düzelmesi için yeterli olmamış, yabancı sermayenin çıkışı

[99] Takatoshi Ito, Yuko Hashimoto, "High-Frequency Contagion of Currency Crices in Asia", (Çevrimiçi), http://www.nber.org/papers/w9376, 02.05.2010, pp. 2-8.
[100] Kawai, Newfarmer, Schmukler, op.cit., pp. 11, 12.

devam etmiştir. Bu durum aynı zamanda rezerv kaybına da neden olmuş, Mayıs ayının ortalarında büyük miktarda sermaye çıkışı gerçekleştiği içi Tayland hükümeti tedbir olarak sermaye kontrolü uygulamasını hayata geçirmiştir. Ancak bu önlem de yeterli olmamış ve piyasa güçlerinin baskısı ile başa çıkamayan hükümet, 2 Temmuz 1997'de uygulanmakta olan döviz kuru rejimine son vermiş, dolayısıyla Tayland bahtını devalüe etmiştir[101].

Tayland bahtının devalüasyonu, yabancı yatırımcıların beklentilerini olumsuz yönde etkilemiş ve sadece Tayland'da değil, diğer Doğu Asya ülkelerinde de sermaye hareketleri tersine dönmüştür. Yatırımcılar panikle, Endonezya, Kore ve Malezya'daki varlıklarını satarak bu ülkelerdeki yatırımlarına son vermişlerdir. Bu durum kriz öncesi dönemde sabit döviz kuru sistemi uygulamakta olan diğer Doğu Asya ülkelerinin de kuru serbest dalgalanmaya bırakmasına neden olmuştur. 11 Temmuz'da Filipinler, 14 Temmuz'da Malezya, 14 Ağustos'ta Endonezya, 17 Ekim'de Tayvan serbest döviz kuru uygulamalarını sonlandırmışlardır. Ekim'in ortalarında, Hong Kong yerel para birimine yönelik spekülatif atak başladığında, kamu otoritesi "Para Kurulu" uygulamasını savunabilmek amacıyla faiz oranlarının yükselmesine izin vermiş, ancak bu durum Hong Kong endeksinin değer kaybıyla sonuçlanmıştır. Bu durum kısa sürede diğer borsaları da etkilemiş, hem Avrupa borsaları hem de Wall Street değer kaybetmiştir. Kriz,Latin Amerika ülkelerine de sıçramıştır[102].

Tayland bahtının devalüsyonu ile başlayan krizin, Doğu Asya ülkelerine bulaşmasında etkili olan başlıca bulaşma kanalları; uluslararası ticaret, literatürde sürü psikolojisi olarak adlandırılan yabancı yatırımcıların beklentileri ve kredi veren uluslararası bankaların kredileri olmuştur.

Doğu Asya ülkelerinin karşılıklı dış ticareti, dolayısıyla bölge içi ticaret, uluslararası ticarette en büyük ağırlığa sahipti. 1996 yılında Doğu Asya ekonomilerinin bölge içi ticareti,dış ticaret hacminin % 40'ını, 1997 yılında ise % 32'sinioluşturmaktaydı. Kriz yaşayan ülkenin ithalat talebi azalmakta, ancak azalan

[101] Ibid., pp. 12.
[102] Joseph E. Stiglitz, Küreselleşme **Büyük Hayal Kırıklığı**, 3. baskı , Plan b, s.11.

ithalat talebi, aynı zamanda dış ticaret ortağı ülkenin ihracatının azalması anlamına gelmektedir. İhracatı azalan ülkenin geliri azaldığı için ekonomik göstergelerinin tümü durumdan olumsuz etkilenmekte, gelir düzeyi azalmaktadır. Gelir düzeyi azaldığı için ülkenin ithalat hacmi azalmakta, bu durumda da bir başka ülkenin ihracatı azalmaktadır. 1997 yılında Doğu Asya'da yaşanan kriz sonrasında krizin bir ülkeden diğerine sirayet etmesine, uluslararası ticaret kanalı ile sirayet etmesine neden olan mekanizma böyle işlemiş, bir ülkede başlayan ekonomik olumsuzluk, uluslararası ticaret yolu ile ticaret ortağı ülkelere de bulaşmıştır.[103].

Krizin ülkeden ülkeye bulaşmasına neden olan etmenlerden bir diğeri yatırımcıların beklentilerindeki değişmedir. Uluslararası yatırımcılar, herhangi bir ülkede başlayan krizin, benzer özelliklere sahip diğer ülkeleri de etkileyebileceği beklentisi ile sadece kriz yaşayan ülkeden değil, kriz yaşamamış olan yatırım yaptıkları diğer ülkelerden de çıkmaktadırlar. Bu durum krizin uluslararası yatırımcılar kanalı ile bulaşmasına neden olmaktadır. Örneğin yabancı yatırımcıların kararları nedeniyle, Tayland'da başlayan krizden sadece Doğu Asya ülkeleri değil, Latin Amerika da etkilenmiştir. Uluslararası yatırımcılar, "Para Kurulu" uygulamasına sahipHong Kong borsalarının 1997 yılında değer kaybetmesinden sonra, aynı döviz kuru uygulamasına sahip olan Arjantin'in parasının da spekülatif atağa maruz kalacağı beklentisi ile Arjantin borsalarından çıkmış, dolayısıyla Arjantin de krizden olumsuz yönde etkilenmiştir.[104]

Stiglitz'e göre Doğu Asyaülkelerinde sermaye hareketlerinin tersine dönmesi ile 100 milyar dolarlık sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Ülkedeki firmaların yüksek borç-öz sermaye oranları,sermaye harekelerinin tersine dönmesi ile artan faiz oranları nedeniyle çöküş anlamına gelecekti. Borç/öz sermaye oranları yüksek olan firmalar, yükselen faiz oranları nedeniyle iflasa sürüklenmiştir. Bu durum bankaların alacaklarını alamamalarına, dolayısıyla zayıf olan yapılarının iyice zayıflamasına

[103] Kawai, Newfarmer, Schmukler, op.cit., pp. 18.
[104] Ibid., pp. 21.

neden olmuştur. Mali sistemde başlayan bu kriz beklenmeyen bir hızla reel sektöre de sıçramıştır[105].

Bulaşma kanallarından uluslararası bankalar, Doğu Asya krizlerinin bulaşıcılığında rol oynayan en önemli kanal olmuştur. Gelişmekte olan ülkelere kredi sağlayan uluslararası bankalar, kriz yaşayan ülkelerden biri, aynı zamanda borç verdikleri ülkelerden biri ise kredilerini tahsil edememe riski ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu durumda, bilançolarını dengelemek amacıyla kredi vermek yerine, devlet tahviline yatırım yapmayı tercih edebilir, kriz yaşayan ülke ile benzer makroekonomik özelliklere sahip ülkelere kredi vermeyebilir ve kredilerini yenilemeyebilir. Bu durumda tek finansman kaynağı banka kredileri olan ülkeler, likidite sorunu ile karşı karşıya kalırlar, böylece bir ülkede başlayan kriz, ortak borç veren banka kanalı ile diğer ülkelere de sirayet eder.

1997 yılında yaşanan Doğu Asya krizinde benzer bir durum meydana gelmiştir. 1990'lı yıllar boyunca uluslararası sermaye; Endonezya, Malezya ve Tayland başta olmak üzere Asya ülkelerine akın etmiştir. Özellikle uluslararası bankaların gelişmekte olan ülkelere yönelik kredi tahsisleri artmıştır. Bu artış kısmen Avrupa bankalarının gelişmekte olan ülkelerdeki, özellikle de Güney Kore'deki payını artırma hedefi çerçevesinde gerçekleşmiş ama esas olarak, Japonya bankalarının Tayland, Endonezya ve Güney Kore'ye yönelik kredilerindeki hızlı artıştan kaynaklanmıştır. Tablo 2.1'de de görüleceği üzere Haziran 1997 itibariyle Japon bankalarının bölgeye tahsis ettiği kredi limiti toplam 97.232 milyar ABD dolarıdır.Bununla birlikte, Doğu Asya ülkelerine en fazla kredi tahsis eden Japon

[105] Stiglitz,**op.cit.**,s.117-126.

Tablo 2.1. : Uluslararası Bankaların Doğu Asya Ülkelerine Yönelik Yatırımları

		Haziran 1997	**Aralık 1997**	**Haziran 1998**
Avrupa Bankaları	Milyar ABD doları	85.338	87.846	76.820
	% Değişim*	-	2,9	-10
Japon Bankaları	Milyar ABD doları	97.232	86.651	74.297
	% Değişim*	-	- 10,9	- 23,6
ABD Bankaları	Milyar ABD doları	23.738	21.974	16.566
	% Değişim*	-	- 7,4	- 30,2

Kaynak: Carmen Reinhart, Graciela Kaminsky, "Bank Lending and Contagion: Evidence from the Asian Crisis", MPRA Paper No. 7580, 2001, pp. 25.
*1997 yılına göre.

bankaları, meydana gelen krizde bölgeyi ilk olarak terk etmiştir. Haziran ile Aralık 1997 arasında Japonya bankalarının toplam kredi limiti % 10 oranında azalırken, Avrupa bankalarının kredi limiti bir miktar artmıştır. Ancak 1998 yılının Haziran ayından itibaren Doğu Asya ülkelerine yönelik banka kredisi olanakları tamamen son bulmuş, ABD bankalarının tahsis ettiği kredi limiti 5 milyar ABD doları, Japon bankalarının tahsis ettiği kredi limit ise 26 milyar ABD doları azalmıştır. Bununla birlikte banka kredilerinde azalma, sadece krizin başladığı ülke ile sınırlı olmamıştır. Tayland'da başlayan kriz nedeniyle, uluslararası bankalar sadece Tayland'a yönelik kredi olanaklarını değil, Taylan ile aynı kategoride değerlendirdikleri diğer Doğu Asya ülkelerine yönelik kredi olanaklarını da azaltmışlardır. Örneğin Malezya, Filipinler ve Güney Kore, Tayland'ın dışında Japonya bankalarından kredi temin eden Doğu Asya ülkeleri olup, Tayland bahtının devalüe edilmesi ile kredi

olanaklarından yoksun kalmışlardır[106]. Dolayısıyla borç veren uluslararası bankalar, krizin bir ülkeden diğerine bulaşmasında etkin faktörlerden biri olmuştur.

Yukarıda da değinildiği üzere, Doğu Asya ülkelerinin kriz öncesi olumlu ekonomik göstergelerine rağmen, sermaye hesabının erken ve hızla liberalleştirilmesi nedeniyle kısa vadeli sermaye hareketlerinin ani hareketlerine maruz kalmaları, devletin açık ve örtük garantileri ve uygulanan döviz kuru sistemi nedeniyle yurtdışından fazlasıyla borçlanılması ve ülkenin artan cari açığının kısa vadeli yabancı sermaye ile finanse edilmesi, şirketlerin gelirlerine oranla fazla miktarda borçlanması ve borçların genellikle dış borç olması, hükümet ile şirketler arasındaki yakın ilişkiler nedeniyle ülke genelindeki kurumlarda var olan yolsuzluklar, politik belirsizlikler gibi nedenler Doğu Asya'da 1997 yılında tüm bölgeyi etkileyen büyük bir krizin yaşanmasına neden olmuştur. Kriz kısa sürede tüm bölgeye yayılmış ve sadece bölge ile sınırlı kalmayarak aynı zamanda gelişmekte olan diğer ülkelere de sirayet etmiştir. Nitekim kriz literatürü incelendiğindebu krizi müteakiben; 1998 yılında Rusya krizinin, 1999 yılında Brezilya krizinin, 2001 yılında Türkiye krizinin yaşandığı görülmektedir.

2.3.3. Rusya Krizi

Rusya, 1990'lı yılların sonlarında, finansal kriz yaşayan gelişmekte olan ülkelerden bir diğeridir. Kriz, 1997 yılının başında uygulamaya konulan, finansal liberalizasyon politikalarının sonucu olarak gerçekleşmiştir. Krizin oluşmasındaki tek etken, uygulanan finansal liberalizasyon politikaları olmamakla birlikte, söz konusu politikalar gereği para piyasaları üzerindeki her türlü denetimin hızlı bir şekilde kaldırılması, yabancı yatırımcılara yönelik, ülke borsalarında işlem yapma ve rubleye dayalı Hazine tahvillerinin satın alınması yasaklarının sona erdirilmesi ile ülke yabancı yatırımcıların spekülatif sermaye hareketlerine açık hale gelmiştir. Nitekim sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile Rusya, 1997 Doğu Asya ve 1999 Brezilya krizlerinin bulaşıcılığına maruz kalmıştır. Gerek ülkenin kendi

[106] Carmen Reinhart, Graciela Kaminsky, "Bank Lending and Contagion: Evidence from the Asian Crisis", MPRA Paper No. 7580, 2001, pp. 7-13.

ekonomisinde var olan sorunlar, gerekse dış şokların etkisi ile uygulanmaya konulan sabit döviz kuruna dayalı ekonomi politikası kriz ile sonuçlanmıştır. Spekülatif atakların etkisiyle, 17 Ağustos 1998'de devlet ülke parasının devalüe etmek durumunda kalmış ve dış borçlarına yönelik 90 günlük moratoryum ilan etmiştir.

Yukarıda değinilen, diğer gelişmekte olan ülke krizlerinde olduğu gibi, Rusya krizinin başlangıcında da sabit döviz kuru uygulamasına dayanan istikrar programı bulunmaktadır. Uygulamaya konulan istikrar programının amacı; 1997 yılı itibariye enflasyonun tek haneli rakamlara inmesi, 1998 yılı itibariyle ise kamu bütçe açığının GSYİH'nın % 3'ü oranına kadar düşmesiydi. Ancak sabit döviz kuruna dayanan söz konusu istikrar programı ülkedeki reel faiz oranları ile reel kurun artmasına neden olmuştur. Reel faizlerin artmasına neden olan başlıca etmenler:

- Programın uygulamaya konulduğu ilk yıl bütçe açığının azalmak yerine artması ve bu durumun programa yönelik güven kaybına neden olması,
- Ülkedeki politik belirsizlik,
- 1997 Doğu Asya krizinin bulaşıcı etkileri,

olarak özetlenebilir. Reel kurdaki artış ise uygulanmakta olan sabit kur politikasının kaçınılmaz sonucudur. Sabit döviz kuru uygulamalarında nominal kur, ülkede geçerli enflasyon oranından daha düşük oranda tutulur. Bu durum, reel kurun aşırı değerlenmesine neden olur, 1995 yılının sonlarında Rusya'da olduğu gibi.

Kriz öncesi dönemde Rusya'da olumlu gelişmelerin yanında birçok sorun da vardı. Bu sorunlardan bir tanesi de ülkede uygulanan özelleştirme stratejisiydi. Özelleştirme uygulamaları kapsamında çok fazla sayıda işletmenin, yaklaşık 15.000 adet, özelleştirilmesi kararlaştırılmıştı. Bununla birlikte özelleştirmelerin genellikle kredi karşılığı bankalara yönelik yapılması da en önemli özelleştirme sorunlarından biriydi. Devlet; petrol, metal, telekom gibi stratejik şirketlerin hisselerinin teminatı ile bankalardan kredi temin etmekteydi ve kredilerin ödenmemesi halinde, söz konusu şirket hisseleri bankaların varlığı haline geliyordu. Devlete kullandırılan

kredilerin miktarı, ihale yöntemi ile belirlenmekteydi ve söz konusu ihaleler şeffaf değildi.

Özelleştirme yöntemindeki sorunlara ek olarak, 1997 yılında yaşanan Doğu Asya krizinin bulaşıcı etkileri, ekonomik ve politik sorunlar gibi faktörler, yabancı yatırımcıların Rusya ile ilgili beklentilerini olumsuz yönde etkilemiştir. 1997 yılında Doğu Asya ülkelerinde meydana gelen krizin olumsuz etkileri sadece bu ülkeler ile sınırlı kalmamış, gelişmekte olan diğer ülkeleri de etkilemiştir. Özellikle sabit döviz kuruna dayalı döviz politikaları uygulayan ülkeler yoğun spekülatif ataklara maruz kalmışlardır. Bunlardan bir tanesi de Rusya'dır. Spekülatif atakların etkisi ile Rusya'dan 16 milyar dolar sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Bu tutar, kriz sonrası GSMH'nın % 8'ine tekabül etmektedir ve ülkenin dolar cinsinden dış borcunun artmasına neden olmuştur. Bununla birlikte, vergi gelirlerinde azalma ve yurt dışından temin edilen likiditenin, bankalar tarafından kamu borçlarına yönlendirilmesi, yabancı yatırımcıların güven kaybetmesine neden olan, olumsuz ekonomik ve politik gelişmeler olarak değerlendirilmiştir. Ancak, yabancı yatırımcılardan temin edilen likiditenin kamuya borç olarak verilmesi, yabancı yatırımcılar için örtük garanti oluşturarak, devalüasyon ve temerrüt risklerine rağmen, bir yandan da ülkeye yönelik sıcak para hareketlerinin artmasına neden olmuştur. Dolayısıyla ahlaki riske neden olmuştur.

Finansal liberalizasyon politikalarının uygulamaya alınması ile Rusya para piyasalarının uluslararası sermaye hareketlerine açılması sonrasında, 1997 yılının ilk çeyreğinde, ülkeye yönelik sıcak para akımlarının miktarı 1996 yılının üç katından fazla olmuştur. Bu durum uluslararası rezervlerin de hızla artmasını sağlamış ve ülkenin borsa endeksi değer kazanmıştır. Ancak, aynı yılın son çeyreğinde, Doğu Asya krizinin meydana gelmesi nedeni ile sermaye akımları aynı hızda yön değiştirmiş, bu duruma da uluslararası rezervler azalmış ve borsa endeksi değer kaybetmiştir. Yabancı yatırımcıların Mayıs 1998'de ülke ekonomisi ile ilgili beklentilerinin değişmesi ve rubleye yönelik spekülatif atağın başlaması ile sermaye hareketleri yön değiştirmiştir. Bir yandan ülkenin önemli gelir kaynaklarından biri olan petrolün fiyatında meydana gelen düşüşün cari açığı olumsuz yönde etkilemesi,

bir yandan da ekonomideki olumuz gidişatın etkisi ile yön değiştiren yabancı sermayenin, uluslararası rezervlerin azalmasına neden olması nedeniyle ekonomi yönetimi borçların sürdürülebilirliği konusunda zor durumda kalmıştır. Bu nedenle Ağustos 1998'de sabit kur uygulaması sona erdirilmiştir.

Devalüasyon ile birlikte sadece yabancı yatırımcıların değil, aynı zamanda ülke halkının da ruble ile ilgili beklentileri olumsuz yönde etkilenerek, dolarizasyon başlamıştır. Yaşanan panik neticesinde, yerli ve yabancı yatırımcılar önce bankada bulunan ruble cinsi mevduatları dolara çevirmiş, sonrasında ise tamamen çekmek istemiştir. Bu durum ülkede likidite sıkışıklığı yaşanmasına neden olmuştur. Yaşanan likidite sıkışıklığı nedeniyle ülkenin Merkez Bankası piyasalara müdahale etmiş, ancak bu durum 4,5 milyar dolarlık rezerv kaybı ile sonuçlanmıştır. Rezerv kaybı nedeniyle, 17 Ağustos 1998'de ülkede devalüasyon ve moratoryum ilan edilmiştir.

2.3.4. Brezilya Krizi

Birçok Latin Amerika ülkesi gibi Brezilya da ekonomik tarihi boyunca birçok ekonomik krize maruz kalmıştır. 1980'li yıllardaki büyümesi 1982 krizi ile son bulmuş ve kriz sonrası ülkede durgunluk meydana gelmiş, enflasyon oranı yükselmiş ve borç yükü artmıştır. Ekonominin toparlanması 80'li yılların sonunda gerçekleşebilmiştir. 1990 yılında göreve gelen yeni başbakan Collor de Mello tarafından, bir dizi reform kararı içeren "Yeni Brezilya Programı" adında bir ekonomik program uygulamaya alınmıştır. Ekonomik program kapsamında; ihracata yönelik teşviklerin aşamalı olarak kaldırılması, özelleştirme uygulamalarının hayata geçirilmesi kararlaştırılmış ve 1990'lı yılların ortalarına kadar, azami 1.000 dolara kadar banka mevduatlarının çekilmesi engellenmiştir. Uygulamaya konulan ekonomik reform paketine rağmen, ülkede artan yolsuzlukların ve kişisel skandalların etkisiyle, 1992 yılında başbakan de Mello istifa etmek zorunda kalmıştır. Yerine seçilen rakibi Itamar Franco, fiyatların liberalizasyonu, kamu harcamalarının kontrol altına alınması, sıkı para politikası uygulamasının hayata geçirilmesi dışında ekonomi politikasında büyük bir değişiklik yapmamıştır.

Bununla birlikte ülkedeki ekonomik ve politik belirsizlikler devam etmiş, enflasyon oranları yükselmiş ve 1993 yılında % 2.500 oranına yükselmiştir. 1993 yılının Mayıs ayında ekonominin yeni bakanı olarak Franco Henrique Cardoso görevlendirilmiştir. Cardoso, 1 Temmuz 1994 yılından itibaren geçerli olacak yeni bir istikrar programını uygulamaya koymuştur. "Real Planı" olarak adlandırılan ve ismini yeni para birimi realden alan programın temel özelliği, diğer istikrar programlarından farklı olarak, şok uygulamalar ve sürpriz açıklamalar içermemesidir[107].

Uygulamaya konulan "Real Planı"nın birincil amacı enflasyonu düşürmekti. Bu amaç doğrultusunda kullanılan yöntem ise ülke parasının dolara endekslendiği sabit kur uygulamasıydı. 1 real 1 dolara eşitlenmiş olmakla birlikte, kurun belirli bir bant aralığında hareket etmesine izin verilmişti. Program halktan destek bulmuş ve Cardoso'nun başbakanlık kampanyasına da katkı sağlamıştır. Enflasyon oranlarında ve enflasyon beklentisinde sağlanan düşüş ile birlikte, ekonomik büyüme sağlanarak 1995 yılının ilk çeyreğinde % 10,4 oranına yükselmiştir. Ancak, büyüme oranlarındaki artış, artan gelirin ithalata yönelmesinin etkisiyle cari açığın da artmasına neden olmuştur. Buna ek olarak Aralık 1994'te meydana gelen Meksika krizinin bulaşıcı etkileri nedeniyle, hükümet önlem almak durumunda kalmış ve kamu harcamalarını kısma yoluna gitmiştir. Bu nedenle yıllık büyüme oranı 1995 yılının ilk çeyreği ile 1996 yılı arasında % 12 azalmıştır. Ekonomik görünümün yeniden olumlu hale gelmesi ile para ve maliye politikaları gevşetilmiş ve bu durum büyüme oranına olumlu yansımıştır. Ancak, 1997 Doğu Asya krizi nedeniyle, yeniden sıkı para politikası uygulanmak durumunda kalınmış, dolayısıyla ekonomi yeniden daralmıştır. Akabinde 1998 yılında meydana gelen Rusya krizi, ekonomik daralmayı hızlandırmış ve ülkedeki politik belirsizliklerin de etkisiyle Ocak 1999'da Brezilya krizi yaşanmıştır[108].

[107] Jose Gabriel Palma, "The 1999 Brazilian Financial Crisis: How to Create a Financial Crisis by Trying to Avoid One", Third Workshop Financial Stability and Growth Organized by CEMACRO - Center of Structuralist Development Macroeconomics, Sao Paulo School of Economics Fundaçao Getulio Vargas, and the Ford Foundation, (Çevrimiçi),http://cemacro.fgv.br/sites/cemacro.fgv.br/files/Panel%202%20-%20Gabriel%20Palma%202_0.pdf, 30.01.2012, pp. 4.
[108] Ibid., pp. 5,6.

Real Planı uygulamayı konulduğu ilk yıllarda olumlu sonuçların elde edilmesini sağlamış, 1994 yılında öncelikle GSYİH'nın % 1,1'i oranında bütçe fazlası verilmiş, ancak 1995 yılında dengeler tersine dönmüş ve bütçe fazlası yerine GSYİH'nın % 4,9'u oranında bütçe açığı verilmiştir. Yıllar içerisinde bütçe açığı artmış ve 1996 yılında GSYİH'nın % 5,9'u, 1997 yılında % 6,1'i, 1998 yılında ise % 8'i oranına yükselmiştir. Bununla birlikte, kamunun toplam borcu ile uluslararası rezervleri arasındaki farktan oluşan net kamu borcu da artarak, GSYİH'nın % 28,5'i oranında iken, % 50'si oranına yükselmiştir. Ülkede geçerli yüksek faiz oranları nedeniyle, borç yükünün sürdürülebilirliği zorlaşmıştır. Brezilya'nın borç yükünün artmasına neden olan en büyük etken, kamunun banka kurtarma operasyonları olmuştur[109].

Real Planı'nın en büyük şansızlığı, ülke içindeki sorunlara ek olarak, ardı ardına büyük dış şokların meydana geldiği bir dönemde uygulanmış olmasıdır. 1994 Meksika krizi sonrasında, "Tekila Etkisi" olarak da adlandırılan krizin bulaşıcı etkisi nedeniyle, Brezilya'dan sermaye çıkışı başlamış ve 2 milyar dolar sıcak para ülkeyi terk etmiştir. Bu durumda, sabit döviz kurunun savunulması amacıyla rezerv satışı gerekli olmuş ve 7 milyar dolar değerinde rezerv kaybı gerçekleşmiştir. Meksika krizinin etkilerinin geçmesi ile birlikte, sermaye akımlarının yönünü geri çevirebilmek amacıyla yabancı yatırımcılara birçok teşvik sağlanmış, ancak eski düzeye ulaşılamamıştır. Bununla birlikte, sağlanan teşviklerin etkisi ile doğrudan yabancı yatırımlar yaklaşık 3 kat artarak 9,1 milyar dolara yükselmiştir. Ancak bu durum, reel döviz kurunun aşırı değerlenmesine neden olmuştur. 1997 yılında Doğu Asya ülkelerinde başlayan ekonomik kriz, sermaye akımlarının yönünü değiştirmiş, ülkeye giren kısa vadeli portföy yatırımlarının miktarı 1997 yılında, 3 aylık dönemde 10 milyar dolardan, 0,7 milyar dolara gerilemiştir. Dolayısıyla reel döviz kurundaki değerlenme de tersine dönmüştür. Bununla birlikte 1998 yılının ilk çeyreğinde sermaye akımları yeniden ülkeye yönelmiş ve sermaye akımlarının hacmi toplam 22,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Aynı yılın ikinci çeyreğinde sermaye

[109]Andre Averbug, Fabio Giambiagi, "The Brazilian Crisis of 1998-1999: Origins and Consequences", (Çevrimiçi), http://www.bndespar.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_en/Galerias/Download/studies/td77i.pdf, 20.12.2012, pp. 11-18.

akımlarının hacmi 10,6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Ancak 1998 yılının üçüncü çeyreğinde Rusya krizinin etkileri nedeniyle sermaye akımları yön değiştirmiş ve Brezilya'dan 15,9 milyar dolarlık sıcak para çıkışı gerçekleşmiştir. 1998 yılının son çeyreğinde son bir çıkış daha gerçekleşmiş ve hükümet rezerv kaybı nedeniyle sabit döviz kuru uygulamasına son vermek durumunda kalmıştır[110].Rusya krizi dünya borsalarını alt üst etmiştir. Krizin, özellikle Brezilya döviz piyasası üzerindeki etkisi oldukça fazla olmuştur. 1998 yılının Ağustos ayında döviz piyasasındaki dolar talebi 11,8 milyar dolar, Eylül ayında ise 18,9 milyar dolar olarak gerçekleşmiş ve uluslararası rezervler azalmıştır.

Tablo 2.2.: Döviz Kuru Piyasaları

		Serbest Kur Piyasası	**Resmi Kur Piyasası**	**Tüm Kur Piyasaları**	**Uluslararası Rezervler (Değişim)**
Temmuz 1995 - Temmuz 1998 (Ortalama)		-1,322	2,670	1,348	992
Ağustos 1998 - Aralık 1998 (Ortalama)		-3,601	-4,326	-7,927	-6,996
Temmuz 1995 - Kasım 1999 (Ortalama)		-1,593	1,324	62	-198
Asya Krizi	**Eylül 1997**	-1,651	613	-1,038	-1,125
	Ekim 1997	-4,912	-1,039	-5,951	-8,241
	Kasım 1997	-3,700	-292	-3,992	-1,655
Rusya Krizi	**Temmuz 1998**	-1,839	6,693	4,854	-688
	Ağustos 1998	-2,821	-8,989	-11,810	-2,877
	Eylül 1998	-8,578	-10,346	-18,924	-21,522
	Ekim 1998	-2,867	971	-1,897	-3,426

Kaynak: Taimur Baig, Ilan Goldfajn, "The Russian Default and the Contagion to Brazil", **IMF Working Paper**, WP/00/160, August 2000, pp. 7.

[110]**Ibid.**

Döviz piyasasında meydana dolara yönelik bu aşırı talebin nedeni, Rus rublesinin çökmesi ile yabancı yatırımcıların Brezilya realine yönelik güven kaybı yaşamasıdır[111]. Ocak 1999'da real devalüe edilmiştir.

Realin devalüe edilmesi ile bir kere daha anlaşılmıştır ki; uluslararası rezervler ne kadar fazla ve ülkenin uyguladığı faiz oranları ne kadar yüksek olursa olsun, sermaye hesabı liberalleştirilmiş olan bir ekonomide, uluslararası yatırımcıların güven kaybı, sermaye hareketlerinin yön değiştirerek ülkeyi terk etmesine neden olmaktadır.

2.3.5. Arjantin Krizi

Arjantin 2001 yılında yaşadığı kriz ile iktisat literatüründeki yerini almıştır. Ekonomik tarihisüresince ekonomik istikrarsızlık ve yüksek enflasyonla mücadele eden ve bu olumsuzlukları gidermek amacıyla IMF yönetiminde hazırlanan ekonomik programları uygulamaya koyan Arjantin, krizle sonuçlanan bir süreç yaşamıştır.

Arjantin, uzun yıllar ekonomik kaos, yüksek enflasyon ve parasal istikrarsızlıkla mücadele etmiş, 1980'lerin sonuna doğru, yüksek enflasyon oranı ve kamu borçları gibi ekonomik olumsuzlukların düzeltilmesi amacıylaMenem hükümeti tarafından, 1 Nisan 1991 tarihinde "Konvertibilite Planı" uygulamaya konulmuştur. Amaç, ekonomik olumsuzlukların giderilmesinin yanında, ülkedeki kötü yönetimin etkisiyle değer kaybeden yerli paraya istikrar getirilmesiydi. Konvertibilite Planı gereğince, Arjantin Peso'sunun ABD dolarına sıkı kur çıpasıyla bağlanmış, 10.000 Arjantin australesi 1 ABD dolarına endekslenmiştir. 1 Ocak 1992 yılından itibaren 10.000 australese eşit olan yeni para birimi "peso" kullanıma alınmış, böylece 1 peso 1 dolara eşit hale gelmiştir. Sabit döviz kuru uygulamasına ek olarak, para basımının uluslararası rezervlerdeki değişimlere göre belirlendiği para kuruluna benzer bir uygulama hayata geçirilmiş, Merkez Bankası'nın kamuya

[111] Baig, Goldfajn, **op.cit.**, pp. 5-7.

kredi açması yasaklanmış, kamu maliyesinde disiplinin sağlanması kararlaştırılmış ve yapısal reformlar ile özelleştirme uygulamalarının hayata geçirilmesi kararlaştırılmıştır[112].

Uygulamaya konulan ekonomik program, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, kamuya ait üretim sektörlerinde özelleştirme uygulamalarının hayata geçirilmesi gibi düzenlemeler de içermektedir. Ayrıca yerli paranın dolara sıkı kur çıpasıyla bağlanmasıyla da, para politikası uluslararası döviz piyasalarına bağlanmakta ve Merkez Bankası'nın "Son Ödeme Mercii" fonksiyonu etkisiz hale getirilmektedir. Çünkü bu politika ile Arjantin'de Merkez Bankası'nın para piyasasına müdahale edebilmesinin koşulu piyasaya sürdüğü yerli para karşılığı döviz almasıdır. Konvertibilite Planı'na duyulan kuşkulara rağmen 90'lı yılların başı Arjantin ekonomisi için canlanma dönemi olmuştur. 1990 yılında % 1.344 olan yıllık enflasyon oranı, 1991 yılında % 29'a, 1994 yılında ise % 4'e gerilemiştir. 1994 yılındaki Meksika krizinde uluslararası rezervlerinin %20'sini kaybetmesine ve 1998'deki Brezilya'nın devalüasyonuna rağmen ayakta kalmayı başarmıştır[113]. Tüketici fiyatları artış hızı 1991'de %84 oranındayken 1993 yılında %7,4 oranına gerilemiştir. Krize kadar geçen süre içerisinde GSYİH iki kat büyümüştür. Ancak GSYİH'daki büyümenin, aşırı değerli kurdan kaynaklanan yapay bir büyüme olması en büyük risk unsurlarından biriydi. Özellikle de ülkedeki yatırımların gittikçe artan oranlarda yabancı sermaye ile karşılanması ülkeyi dışa fazlasıyla bağımlı hale getirmiştir[114].

Ekonomideki olumlu gelişmelere rağmen, 1994 yılında Meksika'da yaşanan ekonomik kriz, gidişatı olumsuz yönde etkilemiştir. "Tekila Etkisi" olarak adlandırılan Meksika Krizi'nin bulaşıcılığı Arjantin'e de sirayet etmiştir. İki ülke arasındaki ekonomik ilişkinin asgari düzeyde ve uygulanmakta olan para politikalarının birbirinden farklı olmasına rağmen, yabancı yatırımcıların Arjantin'in

[112] E.Alpan İnan, "Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi" , **Bankacılar Dergisi**, S.42, 2002, s. 57-74.
[113] Graciela L. Kaminsky, Carmen M. Reinhart, "On Crises, Contagion, and Confusion",**Journal of International Economics**, Volume 51, No.1, June 2000, pp.150.
[114] Erinç Yeldan, "Neoliberalizmin Gözdesi Arjantin Çökerken" , (Çevrimiçi) , http://www.bianet.org/2002/01/25/haber7570.htm , 03.12.2012.

de ülke parasını devalüe edeceğine ilişkin endişeleri nedeni ile kredi vermekten kaçınması ve var olan kredilerini yenilememesi, Meksika Krizi'nin Arjantin'i etkilemesinin en önemli nedeni olmuştur. 1994 Meksika Krizi sonrasında başlayan güven bunalımı Arjantin halkının bankalara hücum etmesine ve öncelikle peso mevduatlarını, akabinde de dolar mevduatlarını çekmesine neden olmuştur. 1991-1994 yıllarında yıllık ortalama % 57 oranında artan peso ve dolar mevduatlar, 1995 yılında ortalama % 62 oranında azalmıştır. Mudilerin taleplerini karşılayabilmek amacıyla, bankalar kredi tahsislerini azaltmak durumunda kalmış, 1991-1994 yıllarında yıllık ortalama % 30 oranında artan toplam kredi hacmi, 1995 yılında ortalama % 13 oranında azalmıştır. Kredi olanaklarının azalması, faiz oranlarının artmasına neden olmuştur. Artan borçlanma maliyetleri ve azalan kredi olanakları nedeniyle kriz reel sektörü de etkilemiş ve birçok şirketin iflas etmesine neden olmuştur. 1995 yılında üretim % 4,5, yatırım ise % 16 oranında azalmıştır. Mevduatların azalması ile yabancı paraya olan talep artmış, bu durum uygulanan kur politikası nedeniyle Merkez Bankasının rezervlerinin hızla azalmasına neden olmuştur. Azalan rezervler nedeniyle Merkez Bankası uygulanmakta olan para politikası ile kur politikasını esneterek, "Son Ödeme Mercii" fonksiyonunun yeniden üstlenmiştir[115].

Arjantin'de Konvertibilite Planı ile başlayan ekonomideki olumlu gelişmeler, 1994 Meksika Krizi nedeniyle sona ermiş ve ekonomi olumsuz gelişmelere sahne olmuştur. Hükümet devalüasyon ile ilgili endişeleri, 1995 yılının Mart ayında uluslararası mali kuruşlar ve yerel yatırımcılardan edindiği kredi olanakları sayesinde sona erdirebilmiştir. 2,4 milyar doları IMF'den, 1,3 milyar doları Dünya Bankası'ndan, 1,5 milyar doları Inter-Amerikan Development Bank'tan (IADB) ve 1 milyar dolar uluslararası yatırımcılardan olmak üzere, toplam 6,2 milyar dolar yabancı kaynak, yerli yatırımcılardan da 3 yıl vade ile 1 milyar dolar kaynak temin etmiştir. Bununla birlikte bozulan ekonomik göstergeleri düzeltmek amacıyla hükümet mali sistemi istikrara kavuşturmak amacıyla sorunlu birçok taşra bankasını kapatma ya da özelleştirme yoluna gitmiştir. Ne var ki aynı şekilde ekonomik

[115]Martin Uribe, "The Tequila Effect: Theory And Evidence From Argentina", (Çevrimiçi), http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1996/552/ifdp552.pdf, 12.10.2012, pp. 1-6.

göstergeleri düzeltmek amacıyla; katma değer vergisini % 18'den % 21'e yükselteceğini, ithal mallara % 3 oranında ithalat vergisi uygulanacağını, ihracat teşviklerine son verileceğini ve kamu harcamalarında 1 milyar dolarlık kesinti yapılacağını yönündeki yaptığı açıklamaları ekonomik görünümü düzeltmek yerine, kriz sürecinin uzamasında etkili olmuştur. Her ne kadar 1995 yılının ikinci yarısında banka mevduatlarına artış, faiz oranlarında ise düşüş gözlemlense de, söz konusu iki değişken Meksika Krizi öncesindeki değerine ulaşamamış ve Arjantin ekonomisi % 4,4 oranında küçülmüştür[116].

1996-1997 yıllarında ekonomi yeniden toparlanmış, ancak 1998 yılının ortalarında Brezilya ve Rusya'da meydana gelen parasal krizlerin etkisini hissetmiştir. Özellikle sınır komşusu ve en önemli ticaret ortağı olan Brezilya'daki kriz, Arjantin ekonomisinde Meksika Krizi'nin neden olduğu etkiye benzer bir etkiye neden olmuştur. Gösterge niteliğindeki 30 gün vadeli kredilerin yıllık faiz oranı Ağustos 1998'de % 8 iken, Eylül 1998'de % 19'e yükselmiştir. Brezilya'nın, yaşanan krizin etkilerini azaltabilmek amacıyla döviz kurunu serbest dalgalanmaya bırakması ile Brezilya reali değer kaybetmiş, bu durum ülke ihracatına olumlu katkı sağlamış ve ekonomi toparlanmaya başlamıştır. Ancak Brezilya Arjantin'in dış ticaretteki en önemli ortağı olduğu için, bu durum Arjantin'in dış ticarette dezavantajlı konuma düşmesine neden olmuştur. Ekim 1998'de ise ekonomik durgunluk başlamıştır[117].

10 Aralık 1999 tarihinde ülkenin yönetimi el değiştirmiş ve Carlos Menem yerine, Fernando de la Rua başkan olarak seçilmiştir. Göreve başladığı dönem özellikle kamu harcamalarının oldukça yüksek olduğunu gören De la Rua, hükümete duyulan güveni sarsmamak için bütçe kesintisi yapamamış ancak bir yandan da Konvertibilite Planı'nı sürdürme konusunda kararlı davranmıştır. Ancak ülkenin borçlanma oranı oldukça yüksek olduğu için, gerek mevcut borçlarını, gerekse yeni harcamalarını finanse etmek konusunda, 10 Mart 2000 tarihinde IMF tarafından

[116] **Ibid.**, pp. 6.
[117] Jim Saxton, "Argentina's Economic Crisis: Causes and Cures", (Çevrimiçi), http://www.jec.senate.gov/republicans/public/?a=Files.Serve&File_id=5fbf2f91-6cdf-4e70-8ff2-620ba901fc4c, 21.03.2013, pp. 8.

onaylanan 7,2 milyar dolarlık stand-by kredisine rağmen, uluslararası finansal piyasalar isteksiz davranmıştır. Bu durumda yeni hükümetin harcamaları finanse etmek için te alternatifi vardı, vergi oranlarını artırmak. Ocak 2000, Nisan 2001 ve Ağustos 2001'de olmak üzere üç vergi artırım paketi uygulamaya alınmıştır. Paket kapsamında gelir vergisi % 35, maaşlardan kesilen vergi % 32,9 ve katma değer vergisi % 21 olarak belirlenmiştir. Ancak vergi oranlarındaki artış, kayıt dışı ekonomik faaliyetlerin artmasına neden olmuştur. Yapılan tahminler söz konusu dönemde ekonomik faaliyetlerin % 23'ünün kayıt dışı yürütüldüğü yönündedir[118].

2000 yılı boyunca ekonomi küçülmeye devam etmiştir. Ekonomideki olumsuz gidişatı önleyebilmek amacıyla başkan De La Rua, 1996 yılında Carlos Menem hükümetinde ekonomi bakanı olarak görev yapan Domingo Cavallo'yu, 2001 yılında yeni ekonomi bakanı olarak görevlendirmiştir. Cavallo, Konvertibilite Planının değiştirilmesini önermiş ve dolara % 100 oranında endeksli olan Arjantin pesosu, 17 Nisan 2001 tarihi itibariyle %50 dolar - % 50 avro olmak üzere kur sepetine endekslenmiştir. Bu değişikliğin yapılmasının temel nedeni, söz konusu dönemde ABD dolarının oldukça değerli olması nedeniyle Arjantin pesosunun da değerli olması, bu durumun dış ticarette ülkeyi dezavantajlı konuma düşürmesidir. Ancak kur sisteminde gerçekleştirilen bu değişiklik, uluslararası yatırımcılar tarafından devalüasyona hazırlık gibi algılanmış ve sıcak para olarak adlandırılan kısa vadeli yabancı yatırımlar ülkeyi terk etmeye başlamıştır. Bu durum kısa vadeli faiz oranlarında artışa neden olmuş ve bankalardan para çekmeleri başlamıştır[119].

14 Ekim 2001 tarihinde gerçekleştirilen genel seçimlerde yaşanan politik çıkmazlar, Arjantin görünümünü daha da kötüleştirdi. Ekonomi bakanı Cavallo'nun ilerleyen dönemlerde döviz kuru sisteminde değişikliği gidilerek, peso ile dolar arasındaki bağlantının tamamen sona erdirileceğini açıklaması ve uluslararası

[118]**Ibid.**, pp. 8-10.
[119]J. Onno de Beaufort Wijnholds, "The Argentine Drama: A View from the IMF Board", (Çevrimiçi), http://www.fondad.org/uploaded/Argentina/Fondad-Argentina-Chapter7.pdf, 21.10.2012, pp. 108-112.

derecelendirme kuruluşlarının ülkenin kredi notunun üşürmesi durumu daha da kötüleştirerek faiz oranlarının oldukça yüksek seviyelere ulaşmasına neden oldu[120].

Kasım 2001'de yeniden bankalardan mevduat çekilişlerinin başlamasıyla birlikte, hükümet Aralık ayında mevduat hesaplarını bloke etme kararı aldı. Ancak bu durum resesyondaki ekonominin depresyona girmesine neden oldu. 1982 ve 1989 yıllarında yine Cavallo tarafından gerçekleştirilmiş olan banka hesaplarının bloke edilmesi uygulamasının, ülkedeki yüksek enflasyon oranları nedeniyle birikimlerin nasıl değer kaybetmesine neden olduğunu bilen halk, sokaklara dökülerek gösterilere başlamıştır. 5 Aralık 2001'de IMF'nin, Arjantin'in taahhütlerini yerine getirmediği gerekçesi ile onaylanan kredinin diğer dilimlerini kullandırmayacağını açıklaması ile ülkenin yabancı herhangi bir kaynak bulma gibi bir olanağı kalmamıştı. 13 Aralık'ta ülke genelinde gerçekleştirilen genel grev, ardından 24 kişinin ölümü ile sonuçlanan protesto gösterileri sonucunda, önce ekonomi bakanı Cavallo, arından da De la Rua istifa etmek durumunda kalmıştır[121].

Uygulamaya konulan ekonomik programa rağmen Arjantin, 2001'de büyük bir kriz yaşamıştır. Bu kriz sonunda Konvertibilite Planı uygulanamaz hale gelmiştir. 23 Aralık 2001'de 132 milyar dolarlık dış borcu ödeyemeyeceğini açıklayan Arjantin, görülmemiş büyüklükte bir borç konsolidasyonu gerçekleştirmiştir ve ülke genelinde kaos başlamıştır. 2002 yılı itibariyle[122]:

- Reel gayri safi yurt içi hâsıla 1998'de ulaştığı en yüksek değerine göre % 28 oranında azalmıştır,
- 1991 yılında 1 dolara eşit olan Arjantin pesosu, değer kaybederek 4 dolara eşit hale gelmiştir,
- Enflasyon oranında, 1990'lı yılların başından itibaren enflasyon oranında meydana gelen düşüş sona ermiş ve enflasyon oranı % 41'e yükselmiştir,
- İşsizlik oranı % 23,6 olmuştur,

[120] Saxton, l**oc.cit.**, pp. 12.
[121] **Ibid.**.
[122] Michael Mussa,**Arjantin ve IMF:Zaferden Trajediye**, Çev.I.Halit Elçi,İstanbul,2003,s.35–45.

- Fakirlik oranı % 57,5'tir,
- Enflasyona göre uyarlanmış reel ücretler % 23,7 değer kaybetmiştir.

Aslında Arjantin, 1997 yılında Asya ülkelerinde yaşanan krizin etkisiyle yatırımcıların yeni gözdesi olmuştur. Ayrıca yürütülen programın IMF tarafından desteklenip gözetilmesi bu yatırımcılar için güven telkin etmiştir. Özellikle ilk yıllarda düzelme eğilimi gösteren makroekonomik göstergeler, sıcak parayı ülkeye çekmiştir. Bu sermaye akımları, kısa vadeli sermaye akımlarıdır ve ülkede kredi hacminin hızla artmasına neden olmuştur. Ancak artan kredi hacmi yatırım harcamalarına değil tüketime ve ithalatın finansmanına yönelmiştir. Yerli paranın da değer kazanmasının etkisiyle artan ithalat ve azalan ihracat dış ticaret açığının hızla artmasına ve sürdürülmesi güç bir cari açığın oluşmasına neden olmuş ve dış borçların vadesi ile döviz kurunun uyuşmazlığı neticesinde mali kesimin kırılganlığı artmıştır[123]. 1990 ve 1994 yılları arasında Arjantin'in ihracat gelirleri 12–16 milyar dolar olarak gerçekleşirken, ithalat harcamaları %500 oranında artarak 4 milyar dolardan 21 milyar dolara yükselmiştir. Böylece 1990 yılında 5 milyar dolarlık cari işlemler fazlası, 1994 yılında 10,2 milyar dolarlık cari açığa dönüşmüştür[124]. Dış borcu da gitgide artmış ve kriz öncesi sürdürülmesi imkânsız bir seviyeye ulaşmıştır. Dönemin en önemli sorunlarından biri de hızla artan bütçe açıklarıdır. Uygulamaya konulan ekonomik program çerçevesinde birçok reform hayata geçirilmişse de bütçe ile ilgili herhangi bir düzenlemenin gerçekleştirilememesi nedeniyle bütçe açıkları artmaya devam etmiştir. Özellikle de IMF tarafından ülkeye sağlanan krediler bir tür örtük garanti oluşturarak riskli politikaların yürütülmesine neden olmuştur[125].

Arjantin hükümetinin yaptığı en önemli hatalardan biri, ekonominin toparlandığı dönemlerde mali disiplini elden bırakarak harcamaları artırmasıdır. Oysaki uygulanmakta olan kur rejiminin mutlaka mali politikalarla desteklenmesi gerekmekteydi. Bu konuda IMF de yeterince ısrarcı olmamış, dolayısıyla hızla artan

[123] Ricardo Ffrench-Davis,Rogerio Studart, "The Regional Fallout of Argentina's Crisis" , (Çevrimiçi), http://www.fonclad.org/publications/argentina/Fondad_Argentina_Chapter 5.pdf, 11.12.2012, pp.70,71,76.
[124] Yeldan, **loc.cit.**.
[125]Allan H. Meltzer: "Argentina andtheIMF",(Çevrimiçi),http://www.tepper.cmu.edu/afs/andrew/ gsia/meltzer/ Argentina3_5.doc, 03.12.2012, pp.29.

devlet borçlanmaları kriz sonrası ülkede büyük sorunlara yol açmıştır. IMF 1990'lı yılların başında mali politikadan çok döviz kuru hedefinin tutturulmasına yoğunlaşmıştır. Özellikle 1994'te Meksika Peso'sunun devalüasyonu bu konudaki endişeyi artırmıştır. Fakat Arjantin bu krizden fazla etkilenmeden kurtulmayı başarmıştır.1995 yılına gelindiğinde ise ekonomide beklenilen canlılık sağlanamayınca, mali açık artmaya başlamıştır. Kısacası Arjantin'de ülke ekonomisi iyi bir performans gösterdiği zaman, kamu borçlarının hızla artması Arjantin'in istikrar kazanma ve reform çabalarının çöküşünde etkili olmuştur. Hızla değerlenen yerli paranın artırdığı cari açık nedeniyle Konvertibilite Planı uygulanamaz duruma gelince Arjantin büyük bir kriz yaşamıştır. Arjantin'e yönelmiş olan kısa vadeli sermaye, hızla ülkeden çıkınca dış borçlar ödenmez hale gelmiş ve üretim kapasitesi, finansman yokluğu nedeniyle daralmıştır.

Arjantin'deki mali açık ve istikrar amacıyla uygulanan kur politikasının gereğinden uzun süre sürdürülmesi, krizin en önemli nedenleri arasında gösterilmektedir. Özellikle Meksika'da yaşanan "Tekila Krizi"nden sonra Arjantin'in yavaş yavaş bu kur sistemini terk etmesi önemliydi. Çünkü Arjantin'in parası ABD dolarına endekslenmişti ama Arjantin ile ABD'nin para politikaları birbirleriyle uyuşmuyordu. Bu nedenle Arjantin, ABD ekonomisinden kaynaklanan birçok değişik şok dalgasına maruz kalmaktaydı. Dahası Arjantin'in en önemli ticari ortağı olan Brezilya'nın uyguladığı döviz kuru temeline dayalı istikrar programının çöküşü Arjantin için de risk oluşturmuştu. Bu nedenle Konvertibilite Planı daha erken bir tarihte, düzenli olarak terk edilmiş olsaydı Arjantin'deki krizin boyutları bu kadar büyük olmayabilirdi.

Arjantin'de 2001 yılında meydana gelen ekonomik kriz, ülke ekonomisinin yapısal sorunları, politik istikrarsızlık gibi ülkenin kendisinden kaynaklandığı gibi, uluslararası ekonomide meydana gelen sorunların da etkisi oldukça fazladır. Her ne kadar ülke ekonomisi 1994 Meksika Krizi'nden sonra toparlanabilmişse de 90'lı yılların sonlarında gelişmekte olan ülkelerde ardı ardına meydana gelen ekonomik krizlerin etkileri büyük olmuştur. 1997 yılında Doğu Asya krizi, 1998 Rusya krizi, 1999 Brezilya krizi ve 2001 Türkiye krizi, uluslararası yatırımcıların gelişmekte olan

diğer ülkelere olan güven kaybından dolayı, Arjantin'in uluslararası sermaye piyasalarına erişimini zorlaştırmıştır.

1980'li yılların sonunda, gelişmekte olan ülkelerin büyük kısmında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile döviz kuru politikalarında piyasa güdümlü hareket edilmeye başlanmıştır. Birçok ülkede, kurların serbest dalgalanmaya bırakılması sonucu, büyük çaplı döviz kuru volatilitesi ile karşılaşılmış ve serbest döviz kuru politikalarının ülkelerin daha bağımsız politika izlemelerine olanak sağlayacağı görüşünün aksine, bağımlılık daha da artmıştır. Bununla birlikte, serbest döviz kuru uygulamalarının ulusal ekonomileri dış şoklardan izole edeceği savunulurken, 1973 ve 1979 yıllarında petrol krizlerinden izole edemediği görülmüştür[126]. Ayrıca IMF'nin 1980'lerin sonundan itibaren uyguladığı döviz kuru temelli istikrar politikalarının sonuçları da beklenildiği gibi olmamıştır. Meksika, Rusya, Brezilya ve Türkiye bunlardan birkaçı olup, bant sistemini uygulamış ve başarılı sonuçlar ele edememiştir[127]. Yukarıda da ele alındığı üzere, uygulanan istikrar programları kriz ile noktalanmıştır.

[126]Gülsüm Akalın, "Döviz Kuru Rejimleri; Üç Büyükler ve Gelişen Piyasa Krizlerinden Çıkarılan Dersler Üzerine, **Banka - Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Temmuz 2001, Sayı: 7, s. 27.
[127]**Ibid.** , s. 32, 33.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE YAŞANAN 1994 VE 2001 KRİZLERİ VE BULAŞICILIK ÜZERİNEBİR UYGULAMA

Türkiye, 1980'li yıllarda ekonomi politikaları açısından önemli değişiklikler yapmış ve dışa açık politikalar izlemiştir. Bu değişim doğrultusunda yeni kararlar alınmış,önce mal hareketlerinin ardından da sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile dışa açık politikalar benimsenmiştir. Ancak bu kararların uygulanmasıyla birlikte Türkiye dış faktörlerden daha çok etkilenen bir konuma gelmiştir. 1990'lı yıllar, gelişmekte olan birçok ülkede finansal serbestleşmenin gerçekleştirildiği yıllar olmuş, ülkelerin birbirleriyle etkileşimi artmışve finansal serbestliğin getirdiği bütünleşmiş finans piyasaları olgusuyla krizler bir ülkeden diğerinesirayet etmiştir. Türkiye ekonomisinde de, dışa açılma sonrasında ekonomi politikasının kontrolü zorlaşmış ve yaşanan krizler daha derin izler bırakmıştır.

1980 sonrası ekonomi politikasında yaşanan değişimin daha iyi analiz edilebilmesi için ilk olarak 1980 sonrası dönem ayrıntılı olarak incelenmiş, daha sonra ise sırasıyla 1994 ve 2001 krizlerinin oluşmasında etkili olan temel nedenler üzerinde durulmuştur. Bu krizlerin sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden sonra meydana gelişi ekonomik göstergelerin daha çok bozulmasında rol oynamıştır.

3.1. 1980 SONRASINDA EKONOMİDE YAŞANAN BAŞLICA GELİŞMELER

Türkiye 1970'li yıllarda dışa kapalı bir ekonomik yapıya sahipti ve ithal ikameci sanayileşme politikaları uygulamaktaydı. Ancak bu politikalar 1978-1979 yıllarında önemli döviz sıkıntılarının yaşanmasına neden olmuş ve ekonomik kriz ile

son bulmuştur[128]. Yaşanan döviz sıkıntısının neden olduğu bu ekonomik krizden sonra 1980'li yıllarda ihracata dayalı sanayileşme stratejileri benimsenmiş ve öncelikle mal hareketlerinin serbestleştirilmesi amaçlanmıştır[129]. İhracatın artırılmasını hedefleyen bu politikaların benimsenmesinin temel amacı döviz darboğazından kurtulmak ve dış dengeyi sağlamaktır. İhracatın artırılmasına dayalı politikaları desteklemek için de bir dizi uygulama hayata geçirilmiş; devalüasyon ile TL'nin değeri ve reel ücretler düşürülmüş, ihracata doğrudan bazı destekler verilmiştir. TL'nin değerinin düşürülmesi ile ihracat artışı gerçekleşmiş ancak yurtiçinde üretilen mallara artan talebin karşılanabilmesi için iç talebin kısılması yoluna gidilmiş, bu nedenle de reel ücretler düşürülmüştür. Böylelikle 1980–1988 yılları boyunca önemli bir ihracat artışı gerçekleşmiştir. Ancak bu artış yatırımların ve üretimin artmasıyla değil, iç talebin kısılması sonucu oluşan arz fazlasının dış pazara yönlendirilmesi ile karşılanmıştır. Ayrıca, yapılan devalüasyonlar yurtiçinde üretilen ürünlerin fiyatını uluslararası fiyatlar düzeyine indirirken yatırım mallarının fiyatlarını olumsuz etkilemiştir[130].

1980 yılında mal hareketlerinin serbestleştirilmesi ile uygulamaya konulan dışa açık politikalar, 1989 yılında kabul edilen 32 sayılı kararnameyle birlikte finansal serbestliğe geçilerek pekiştirilmiştir. Finansal serbestleşme ile sermaye hareketlerinin önündeki tüm engeller kaldırılmış ve yurtiçinde yerleşik kurum ve bireylerin yabancı paralar kullanarak işlem yapmalarına olanak tanınmıştır[131]. Bu kararın alınmasının en önemli nedeni, 1988 yılından sonra artan maliyetlerin kaynak ihtiyacını artırmasıdır. Özellikle de üretimin yeterli oranlarda artmaması ve doğrudan yabancı sermaye akımlarının yetersiz olması nedeniyle kaynak sıkıntısı ülkeyi farklı alternatifler aramaya yöneltmiştir. Finansal serbestleşme ile Türkiye dünya sermaye

[128] Aykut Kibritçioğlu, "Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969–2001", **Yeni Türkiye**, Yıl:7, Sayı:41 (Ekonomik Krizler Özel Sayısı I)/ Eylül-Ekim, s.175.
[129] Nurhan Yentürk, **Körlerin Yürüyüşü, Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler,** İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları,s.103.
[130] **Ibid.**, s. 33,34.
[131] Yakup Kepenek, Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi** ,13. Basım, Remzi Kitapevi, s.211.

piyasaları ile bütünleşmiş ve kamu kesimi, kaynak ihtiyacını uluslararası sermaye piyasalarından temin etme imkânına sahip olmuştur[132].

1989 yılında uygulamaya konulan finansal serbestleşme ile bu uygulamayı hayata geçiren gelişmekte olan birçok ülkede olduğu gibi, Türkiye'ye de yabancı sermaye girişi başlamıştır. Ancak bu sermaye daha çok spekülatif sermayedir. Yani 1980'li yılların sonundaki sermaye girişi daha çok portfolyo yatırımlarına yönelen kısa vadeli sermayedir[133]. Bu durum gelişmekte olan birçok ülke gibi Türkiye'de de belirsizliklerin artmasına neden olmuştur. Ayrıca sermaye girişlerine hiçbir denetim de uygulanmamış, bu durum olumsuzlukların artmasında etkili olmuştur.

Dışa açık bir ekonomi bir yandan farklı politika alternatifleri sunarken, bir yandan da gelişmekte olan ülkelerde ekonomi yönetimini zorlaştırmaktadır. Çünkü genellikle gelişmekte olan ülkelerde bütçe açıkları, yüksek faiz oranları, zayıf bankacılık kesimi ve siyasi istikrarsızlık mevcuttur[134].

Birçok gelişmekte olan ülke gibi, Türkiye de 1989 yılında gerçekleştirilen finansal serbestleşme ile dışa açık bir ekonomik yapıya sahip olmuştur. Ancak, 1990 yılından sonra spekülatif sermaye girişinin de etkisiyle ülkenin iç koşullarından bağımsız olarak ekonomik dengelerde olumsuzluklar görülmüştür. Bu olumsuzluklardan en önemlileri; yerli paranın yabancı paralar karşısında değer kazanması, faiz oranlarının yükselmesi ve iç talebin artmasıdır.

Finansal serbestleşme sonucunda ülkeye yönelen spekülatif sermaye, yerli paraya olan talebin artmasına neden olur. Böyle bir durumda da yerli para yabancı paralar karşısında değer kazanır; ihracat pahalılaşır ithalat ise ucuzlar. Artan ithalat ve azalan ihracat sonucunda da dış ticaret dengesinde bozulmalar görülür. Spekülatif sermaye girişinin ikinci olumsuz etkisi ise faiz oranlarının yükselmesidir. Bunun

---

[132] Öner Günçavdı, Suat Küçükçifçi, "Türkiye Ekonomisinin Üretim ve İstihdam Yaratma Kapasitesi Üzerine Gözlemler", **İktisat İşletme ve Finans**, 19.Yıl, Mart 2004, s.19,20.
[133] Merih Celasun, "2001 Krizi,Öncesi ve Sonrası" , (Çevrimiçi), http://www.econ.utah.edu/ehrbar/erc 2002/pdf/053pdf,25.06.2006, s.6.
[134] Aydan Kansu, **Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri** , İstanbul, Derin Yayınları, 2004, s. 154.

temel nedeni, ülkeye giren yabancı sermayenin reel yatırımlara değil de kısa vadeli kazançlara yönelmesidir[135]. Çünkü ülkeye giren yabancı sermaye yatırım amaçlı değildir. Daha çok "sıcak para" olarak nitelendirilen ve yüksek faiz oranlarından faydalanmayı isteyen kısa vadeli sermayedir. Faiz getirisi yüksek ülkelere yönelmekte ve en ufak bir olumsuzlukta ülkeyi terk etmektedir. Dolayısıyla sıcak paranın daha çok finansal sektöre yönelmesi, ülkede faiz oranlarının artmasına, artan faiz oranları ise reel yatırımların azalmasına neden olmaktadır.

Yabancı sermaye girişinin artmasıyla görülen olumsuzluklara ek olarak, Türkiye'de 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren sürekli olarak artan kamu açıkları, ekonomik göstergelerin daha da bozulmasına yol açmıştır. Aşırı spekülatif sermaye girişinin neden olduğu ithalat artışının ve yerli paranın değerlenmesinin önüne geçmek için merkez bankaları uluslararası rezerv biriktirmektedir. Ancak rezerv artışı parasal tabanın genişlemesine neden olur ki; bu durum beraberinde yüksek enflasyon olgusunu da getirir. Parasal tabanın genişlemesini önlemek amacıyla spekülatif sermaye girişlerini caydıran "zorunlu karşılık oranı" uygulaması yapılır ya da parasal tabandaki genişlemeyi emmesi için Merkez Bankası piyasaya süreceği kâğıtlarla sterilizasyon işlemini gerçekleştirir. Türkiye'de bu yöntemlere başvurmak yerine, parasal tabandaki genişleme hazinenin kâğıtlarıyla kamu kesimine aktarılmıştır. Böylelikle gelir artışı gereksinimi olmaksızın kamu harcamaları artmıştır. 1989-1994 yılları arasında aşırı borçlanma, borcun borçla finanse edilmesi ve yüksek faiz yükü ekonominin dengelerini olumsuz yönde etkilemiştir[136].

Tüm bunlara ek olarak, bankacılık sektörü de bu yıllarda olumsuz göstergelere sahiptir. Bu dönemde bankalar gerçek bankacılık fonksiyonlarını gerçekleştirmek yerine daha yüksek getiriler elde etmelerini sağladığı için devleti finanse etmeyi tercih etmişlerdir. Bankalar yurtdışından %6-7 faiz oranı ile aldıkları kredileri daha yüksek faiz oranları ile devlete borç vermek için kullanmışlardır.

[135] Oya Celasun, "The 1994 Currency Crisis in Turkey", (Çevrimiçi), http://papers.ssrn.com/sol3 / papers.cfm?abstract_id=6150085, p.6.
[136] Yentürk, "Yangın Söndü, Arsayı Kurtardık: 2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı", s. 40,39.

Artan kamu harcamaları ile kamu borçlanma gereksinimi de hızla artmış bu durumda da bankalar daha yüksek reel faizlerle devleti finanse etmiştir. Böyle bir finansmanı da gittikçe artırdıkları yurtdışı borçlanmaları ile temin etmişlerdir. Bu durumda da açık pozisyonlarını artırarak riskli bilânçoların oluşmasına neden olmuşlardır[137].

Dolayısıyla gelişmekte olan birçok ülkede olduğu gibi ekonomik dengesizliklere sahip olan Türkiye'de de, finansal serbestliğin sağlanması ile artan spekülatif sermaye girişi ekonomik dengeleri olumsuz yönde etkilemiştir. Buna ek olarak, kamu kesiminin uyguladığı hatalı politikalar, gittikçe artan kamu açıkları, bankacılık sektöründeki dengesizlikler, artan dış ticaret açığı 80'li yılların sonu ile 90'lı yıların ilk yarısında sorunlu ekonomik göstergelerin oluşmasına neden olmuştur. Reel ekonomi de bu durumdan etkilenmiş ve ekonomik daralmayla birlikte işsizlik oranlarında da önemli bir artış görülmüştür.

3.2. 1994 EKONOMİK KRİZİ

1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile ekonomik göstergelerde gözlenen olumsuzluklara ek olarak 90'lı yılların başında uygulanan kuralsız politikalar 1994 ekonomik krizinin temellerinin atılmasına neden olmuştur. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile ülkeye giren yabancı sermaye, yerli paranın değer kazanmasına ve cari açığın artmasına neden olmuştur. İç talepteki artış cari açığı daha da büyütmüş ve kamu kesiminin harcamalarındaki artışın da etkisiyle enflasyon oranı % 60–70 oranında gerçekleşmiştir.

1990–1993 yılları arasında dünyada genel bir ekonomik durgunluk yaşanırken, Türkiye hızla büyümekteydi. Bu büyüme iç talep artışına neden olmuş, ancak artan iç talebin ithalata yönelmesiyle, 1991 yılındaki 250 milyon dolarlık cari denge fazlası 1992 yılında 950 milyon dolarlık bir cari denge açığına dönüşmüştür. Özellikle 1991 yılında Amerika'nın Irak'a müdahalesi nedeniyle, Türkiye'de bir kriz

[137] Kansu, **op.cit.** , s.157,158.

yaşanmış, ancak ekonomi bu dış şokun etkisinden çabuk kurtulmuştur[138]. Bununla birlikte, cari açık artmaya devam etmiş ve 1993 yılının ilk on bir ayında 5,5 milyar dolara tırmanarak rekor bir seviyeye ulaşmıştır[139]. Makroekonomide ortaya çıkan olumsuzluklara ek olarak kamu harcamalarındaki artış durumun daha dakötüleşmesineyol açmıştır. 1991 yılında Türkiye'de döviz rezervleri çok olmasına rağmen iç denge zayıftı ve bunun temel nedeni gittikçe artan kamu kesimi borçlanma gereksinimiydi[140]. 1989-1993 yılları arasında kamu kesiminin gelir ve giderleri arasındaki farkın hızla açıldığı da görülmektedir. Türkiye'de 1990 öncesinde KKBG'nin GSMH'ya oranı %5 dolayındayken, 1990sonrasında 1994 krizine kadar % 10 seviyesine ulaşmıştır[141]. Özellikle 1991 yılındaki seçimlerden sonra kamu kesiminin açığı kötüleşmiş ve 1992 yılında bu açığın GSMH'ya oranı %14,9 olarak gerçekleşerek, hükümetin 32 trilyon olarak planladığı destekli bütçe açığı 60 trilyona yakın bir rakama ulaşmıştır.1993 yılında da benzer bir durum gerçekleşmiş; toplam kamu kesimi açığının GSMH'ya oranı% 16,3 oranına yükselirken, 60 trilyon olarak planlanan destekli bütçe açığı 130 trilyona ulaşmıştır[142]. Kamu kesiminin harcamalarındaki artışın temel nedeni; hükümetin popülist politikaları sonucu kamu çalışanlarına verilen ücret artışı, yüksek tarım destekleri, Güneydoğu Anadolu'daki askeri operasyonların maliyeti, artan faiz ödemeleri ve KİT'lerin gitgide kötüleşen performanslarıdır[143].

Tablo 3.1.'de de görüldüğü gibi kamunun harcamaları gittikçe artmıştır. Öte yandan Tablo 3.2.'de kaynakların nasıl kullanıldığına baktığımızda ise, kamu tasarruflarının gitgide azalarak 1992 ve 1993 yıllarında negatif olduğunu görmek mümkündür. Negatif tasarruf, hükümetin cari harcamalarını bile borçlanarak karşıladığının göstergesidir[144].

---

[138] Günçavdı,Küçükçifçi, **loc.cit.**.
[139] Deniz Gökçe, "Kriz Gerekli Miydi?", **Görüş**, TÜSİAD Yayını,Mart 1994, s. 28.
[140] Seyhun Doğan, **IMF İstikrar Programları ve Türkiye,** Işıklı Yayın-Tanıtım, İstanbul, 1997, **s**.198.
[141] Yentürk, "Kısa Dönemli Sermaye Girişlerinin Makroekonomik Yapı Üzerine Etkileri: 1994 Krizinin Öncesi ve Sonrası", s.112.
[142] Gökçe, **op.cit.**, s.27.
[143] Özgür Demirkol, "Korea in 1997 and Turkey in 1994 How Did Crisis Happen?", **Hazine Dergisi**, Sayı 13, Ocak 2000.
[144] Asaf S. Akat, "1994 Bunalımı Üstüne Çeşitlemeler" , **Görüş** , TÜSİAD Yayını, Haziran 1994, s.18.

Tablo 3.1. : Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı

(1989–1993, Cari Fiyatlarla, Milyar TL)

	1989	**1990**	**1991**	**1992**	**1993**
Toplam Kamu	12.282,9	29.428,7	64.468,7	64.468,7	244.224,3
Konsolide Bütçe	7.672,5	11.954,7	33.515,8	33.515,8	133.857,0
KİT	4.419,7	15.116,5	19.943,2	19.943,2	48.925,2
Mahalli İdareler	475,3	160,3	1.730,7	1.730,7	18.872,2
Döner Sermayeli Kuruluşlar	-32,8	-68,1	76,3	76,3	86,0
Sosyal Güvenlik	-840,7	-1.085,8	874,7	874,7	11.536,0
Fonlar	899,1	2.423,8	5.944,9	5.944,9	16.898,7
Özel Kap.Kur.	-310,3	927,2	2.383,1	2.383,1	14.049,2

Kaynak: Aydan Kansu, **Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**, İstanbul, Derin Yayınları, 2004, s. 159.

Tablo 3.2. : Kaynaklar ve Kullanımı (1989–1993)

	1989	**1990**	**1991**	**1992**	**1993**
Özel Tasarruf-GSMH	17.3	18.4	22.8	23.1	24.1
Kamu Tasarrufları/GSMH	6.4	4.5	0.7	-1.4	-4.7
Top. İç Tasarruflar/GSMH	23.7	22.9	23.6	21.6	19.4
Dış Tasarruflar/GSMH	-1.2	2.3	-0.3	0.8	4.2
Toplam Yatırım/GSMH	22.4	25.2	23.3	22.4	23.6
Özel Yatırım/GSMH	12.5	13.5	12.3	13.2	14.2
Kamu Yatırımı/GSMH	9.9	11.7	11.1	9.3	9.4
Özel Tas.-Yatırım Farkı	4.9	4.9	10.6	9.9	9.9
Kamu Tas. Yat. Farkı	-3.5	-7.2	-10.3	-10.7	-14.1

Kaynak: Asaf S. Akat, "1994 Bunalımı Üstüne Çeşitlemeler" , **Görüş, TÜSİAD** Yayını, Haziran 1994, s.18.

1989 yılında gerçekleşen finansal serbestlikle birlikte kamu harcamalarında görülen artış, ülkeye giren sıcak paranın hatalı politikalarla yönetildiğinin bir göstergesidir. Daha önce de değinildiği gibi genellikle ülkeye giren yabancı sermayenin ithalatı artırmasının ve yerli paranın değer kazanmasının önüne geçebilmek için merkez bankalarının uluslararası rezerv biriktirmeleri gereklidir. Türkiye'de de böyle olmuş ve 1990 yılından itibaren uluslararası rezervler artmıştır. Ancak rezerv artışı parasal tabanın da genişlemesine neden olmaktadır. Parasal tabandaki genişleme ise enflasyonun yükselmesine neden olacağı için, Merkez Bankası piyasaya müdahale eder. Parasal tabandaki genişleme Merkez Bankasının piyasaya süreceği kâğıtlarla sterilize edilir. Oysa 1990'lı yılların ilk yarısında Türkiye'de parasal tabandaki genişleme Merkez Bankası tarafından sterilize edilmemiştir. Bunun yerine likidite fazlası hazinenin kâğıtlarıyla kamu kesimince kullanılır hale getirilmiştir. Bu sayede kamu kesiminin gelirlerinde bir artış gereksinimi olmaksızın, kamu harcamalarını artırma olanağı doğmuştur. Türkiye'de herhangi bir vergi reformu yapılmadan başta personel harcamaları olmak üzere birçok kamu harcaması artırılmıştır[145]. Dolayısıyla hükümetin uygulamaya koyduğu popülist politikalar, ekonomik göstergeleri iyice bozmuş ve 1994 yılında krizin ortaya çıkmasında rol oynamıştır.

Kamu maliyesi göstergelerindeki olumsuzluklar 1994 yılında yaşanan krize zemin hazırlarken, hükümetin harcamalarını finanse etmek için kullanılan yöntemler de krizi tetiklemiştir. 1989 yılında gerçekleştirilen finansal serbestleşmeden sonra kamu kesimi, harcamalarını çoğunlukla dış borçla finanse etmekteydi. Aynı yıl Hazine'nin Merkez Bankası kaynaklarına, bütçe gerçekleşmesinin %15'ini aşmayacak şekilde başvurması kararlaştırılmıştır. Ancak 1989 yılının sonlarında dış borcun yerini iç borçlanma almış, bütçe açıklarının finansmanında iç borçlanmanın payı dış borçlanmayı aşmıştır. İç borçlanma ise genellikle yurtiçindeki ticari bankalar tarafından temin edilmiştir[146]. Bankalar düşük faizlerle yurtdışından aldıkları krediyi çok daha yüksek faizlerle devleti finanse etmek için kullanmışlardır. Ancak bu

[145] Kepenek, Yentürk , **op.cit.** , s.219.
[146] Yentürk, "Kısa Dönemli Sermaye Girişlerinin Makroekonomik Yapı Üzerine Etkileri: 1994 Krizinin Öncesi ve Sonrası", s.112,113.

durum bankaların açık pozisyonlarını artırmış ve riskli bir bankacılık sektörünün oluşmasına neden olmuştur.

1990 yılında Türkiye önemli miktarda yabancı sermaye çekmeyi başarmış, dolayısıyla iç borçlanma senetleri aracılığıyla kamu kesimi açıkları rahatlıkla finanse edilmiştir. Ancak 1991 yılında yaşanan "Körfez Savaşı" sermaye piyasalarında tedirginliğe yol açarak ülkeden bir miktar sermaye kaçışına neden olmuştur. Bu tarihten sonra dış borçlanmanın maliyeti yükselmiş ve vadeler kısalmıştır. 1991 yılında yapılan genel seçimlerin neticesinde göreve yeni gelen hükümet yüksek enflasyon oranlarını düşürmeye yönelik programını açıklamıştır. Enflasyonu düşürmek için de kamu açıklarının azaltılması kararlaştırılmıştı. Ancak yüksek faiz ödemeleri bunun önündeki en büyük engel olma niteliğindeydi. İç borç ödeme servisi gittikçe artan hükümet, 1992 yılından itibaren Merkez Bankası kaynaklarına daha çok başvurmaya başlamıştır. Kısa vadeli avans kullanımı hızla artmış, yılın ilk yarısında Merkez Bankası'ndan kullanılan kısa vadeli avansın miktarı yasal limite neredeyse ulaşmıştır. Hükümet, bununla da yetinmeyerek iç borçlanma vadelerini uzatmış ve uluslararası tahvil piyasalarından 1 milyon dolar borçlanmıştır. 1992 yılının ikinci yarısında ise Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans kullanmanın dövizin yükselmesine neden olduğu, bu durumun ise Merkez Bankası'nın uluslararası rezervlerini olumsuz yönde etkilediği anlaşılmıştır. Bu nedenle Hazine 3 aylık bonolarında % 10'luk faiz artırımını kabul etmiş ve yurtdışından 1,5 milyar dolarlık bir borçlanma daha gerçekleştirmiştir. Ancak 1993 yılının ilk yarısına gelindiğinde 1992 yılında gerçekleştirilen borçlanma nedeniyle faiz yükünün arttığı görülmüştür. Oysa hükümetin amacı bütçede önemli bir paya sahip olan faiz ödemelerini düşürmek ve borçlanmayı daha uzun vadelerde gerçekleştirmekti. Bu nedenle kısa vadeli borç faizleri düşürülmüş, uzun vadeli borç faizleri ise yükseltilmiştir. Ayrıca yurt dışından 1,7 milyar dolar borç alınmış ve Merkez Bankası avansları yasal limitin yarısı kadar kullanılmıştır[147].

[147] Celasun, **op.cit.** , pp. 9–11.

1993 yılının başında koalisyon partilerinden DYP'nin genel başkanı değişmiş ve Tansu Çiller başbakan olarak göreve başlamıştır. Hükümet en önemli amacının faiz yükünü azaltmak olduğunu belirterek kısa vadeli borç faizlerinde indirime gitmiştir. Ancak yüksek kamu harcamaları sorunu çözülmeden gerçekleştirilen bu uygulama herhangi bir iyileşme sağlamamıştır. 1993 yılının Ağustos ayında Hazine'nin Merkez Bankası'ndan kullanabileceği kısa vadeli avans miktarı artırılmıştır. 1993 yılının sonlarına doğru kamu kesiminin finansman sorunu o kadar vahim boyutlara ulaşmıştır ki Merkez Bankası kaynakları da yetersiz kalmış ve tahkim metodu uygulanmıştır. Tahkim metodu ile 21 trilyon liralık Hazine ve KİT borcu Merkez Bankası hesaplarından silinmiştir[148]. Ancak bu tedbir de yeterli olmamış ve Hazine 80 trilyon TL'yi aşan bir ek bütçe çıkararak Merkez Bankası'ndan 26,8 trilyon TL'lik ek bir avans kullanmıştır. Böylelikle 1993 yılının sonlarında 1993 yılına ait kısa vadeli avansın yasal limiti kullanılmakta kalınmamış 1994 yılının ilk üç haftasında 1994 yılına ait yasal limitin de % 53'i kullanılmıştır[149]. Ancak kamu harcamalarının finansmanı için Hazine tarafından kullanılan kısa vadeli avans, piyasalarda likiditenin artmasına neden olmuştur. Bu durumda da genişleyen parasal taban, enflasyonist baskıyı artırmıştır. Dolayısıyla Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans kullanımı 1994 krizinin en önemli tetikleyicisi olmuştur.

1993 yılının sonlarında hükümet Merkez Bankası kaynaklarına artan oranlarda başvurmakla yetinmemiş, kısa vadeli yurt içi ihalelerini de iptal etmiştir. Amaç Hazine'nin borçlanma maliyetini düşürmek ve borçlanma vadesini uzatmaktı. Bu nedenle 3 aylık hazine bonosu faiz oranları düşürülmüş, 12 aylık bonoların faiz oranları ise artırılmıştır. Bu durumda 3 aylık bono arzı neredeyse kalmamış ve kısa vadeli bono ihalelerine katılım oldukça kısıtlı oranda gerçekleşmiştir. Böylece hükümetin iç borçlanma imkânı gitgide azalmış ve artan oranlarda kısa vadeli avans kullanımına gidilmiştir[150]. Ancak 1994 yılının ilk üç haftasında kısa vadeli avansın yasal limitinin yarısı kullanılınca, % 73'lük faiz oranını yüksek bulduğu için iç borçlanma ihalelerini iptal eden Hazine, Ocak 1994'te % 94'lük faiz oranı ile

[148] Gökçe, **op.cit.** , s. 27.
[149] Celasun, **op.cit.** , p.1.2.
[150] Bülent Gültekin, "Krizin Nedeni: Reel Dengelerde Bozulma" , **Görüş**, TÜSİAD Yayını, Mart 1994, s. 32.

yeniden iç borçlanma gerçekleştirmeyi denemiştir. Ancak iç borçlanma ihalelerinin peş peşe iptal edilmesi ile halkta oluşan güvensizlik, iç borçlanma ihalelerine olantalebin düşmesine neden olmuştur[151]. Böylelikle Hazine'nin iç piyasalardan borçlanması zorlaşmıştır.

Hazine'nin iç borçlanma ihalelerine olan talebin düşmesiyle, Merkez Bankası kaynaklarına başvurmaktan başka seçenek kalmamış ve artan oranlarda bu finansman biçimi kullanılmıştır. Ancak daha önce de belirtildiği gibi, Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans kullanılması piyasada likiditeyi artırmıştır. Artan likidite, düşen faiz oranları nedeniyle Hazine bonoları yerine dövize yönelmiş, böylelikle döviz talebi artmıştır. Döviz talebinin artmasında açıklanan 94 bütçesinin kamu dengelerine yönelik herhangi bir iyileştirme içermemesi ve enflasyonist beklentilerin artması nedeniyle halkta oluşan güvensizlik de etkili olmuştur. 1994 yılının ilk üç ayında TL dolar karşısında % 70'e yakın bir değer kaybetmiştir. Hükümet yabancı paraya olan talebi önce Merkez Bankası'nın uluslar arası rezervlerini satarak kırmayı, spekülatif sermayeyi İMKB'ye yönlendirerek sınırlandırmayı amaçlamıştır. Ancak rezerv satışı döviz talebinin düşmesinde etkili olmamıştır. Çünkü yüksek getiriler uğruna yurt dışından düşük faizlerle borç alarak devleti finanse etmeyi tercih eden ticari bankalar, döviz açık pozisyonlarını kapamak için Merkez Bankası'nın piyasaya sürdüğü dövizi alarak kurların düşmesini engellemişlerdir[152]. Böylece Merkez Bankası'nın piyasaya sürdüğü döviz, bankaların talepleri nedeniyle gerekli etkiyi gösterememiştir.

Merkez Bankası'nın piyasadaki fazla likidite miktarını çekmek ve TL'nin dolar karşısında değer kaybetmesini önlemek için uluslararası rezervlerini satması kısa dönemde kullanılabilen bir politikadır. Çünkü bu politika seçeneği Merkez Bankası'nın rezervlerinin azalmasına ve olumsuz beklentilerin oluşmasına neden olmaktadır. Merkez Bankası piyasadaki likidite fazlasını çekmek için genellikle iç borçlanma senetlerini kullanmaktadır. Hazine, Merkez Bankası'na olan borçlarına

[151] Celasun, **op.cit.** , p. 14.
[152] Yentürk, "Kısa Dönemli Sermaye Girişlerinin Makroekonomik Yapı Üzerine Etkileri: 1994 Krizinin Öncesi ve Sonrası", s.118.

karşılık iç borçlanma senetleri temin ederek, Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleri yoluyla piyasada oluşan likidite fazlasını çekmesine olanak tanımaktadır. Ancak 1993 yılının ikinci yarısında ve 1994 yılının başlarında Hazine Merkez Bankası'na iç borçlanma senetleri vermemiştir[153]. Böylece Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleri yoluyla piyasadan likidite çekmesini önlemiştir. Bunun temel amacı faiz oranlarını düşürmektir. Böylelikle açık piyasa işlemleri yoluyla oluşabilecek herhangi bir faiz artışı önlenmeye çalışılmıştır. Ancak bir yandan artan kamu harcamalarının finansmanı için başvurulan Merkez Bankası kaynakları piyasada likiditeyi artırırken, bir yandan da Merkez Bankası'nın likiditeyi kontrol etme olanağının ortadan kaldırılması, kurlar üzerinde baskı yaratmış ve Merkez Bankası uluslararası rezervlerini satarak, piyasaya müdahale etmek zorunda kalmıştır. Hazine, likidite fazlasının dövize değil de borsaya yönlendirileceği varsayımı ile hareket etmiştir. Ancak İMKB'nin işlem hacmi 1993 yılında ülkeye giren yabancı sermaye miktarının altındaydı. 1993 yılında ülkeye giren spekülatif sermayenin miktarı 150 milyar dolara ulaşırken İMKB'nin toplam işlem hacmi 52 milyar dolarda kalmıştır[154]. Bu nedenle borsaya yönelmeyen likidite fazlası döviz talebinin artmasına neden olmuş ve Merkez Bankası rezerv satarak piyasaya müdahale etmek zorunda kalmıştır.

Dolayısıyla, kamu harcamalarını azaltacak hiçbir önlem almadan, hükümetin faiz oranlarını düşürmek amacıyla yürüttüğü politikalar ülkeyi 1994 krizine sürüklemiştir. Seçilen hatalı finansman yöntemleri; giderek artan oranlarda Merkez Bankası kaynaklarına başvurulması, Merkez Bankası'nın bağımsız bir para politikası uygulamasına izin verilmemesi hem faiz oranları hem de döviz kuru üzerindeki baskının artmasına neden olmuş ve ekonomide gittikçe artan bir belirsizlik kendini göstermiştir. Hazine'nin iç borçlanma ihalelerini gerçekleştirememesi üzerine, sadece Merkez Bankası kaynaklarını kullanma imkânı olduğu görüşünün oluşmasıyla ülkede devalüasyon beklentileri artmış ve panik süreci başlamıştır. Bu durumda dövize olan talep daha da artmıştır. Bu talebin artmasında döviz açık pozisyonlarını

[153] Kansu,**op.cit.** , s. 165.
[154] Yentürk, "Kısa Dönemli Sermaye Girişlerinin Makroekonomik Yapı Üzerine Etkileri: 1994 Krizinin Öncesi ve Sonrası", s. 118.

kapamak isteyen bankaların döviz satın alınmaları da etkili olmuştur. Merkez Bankası piyasalara döviz satarak müdahale etmeye çalışmış, ancak bu müdahale Merkez Bankası'nın rezervlerinin hızla erimesine neden olurken dövizdeki yükseliş de engellenememiştir. Döviz satışının herhangi bir etkinliğinin olmaması üzerine Merkez Bankası müdahaleden vazgeçmiştir[155].

Bir yandan rezerv satışının döviz kurları üzerindeki baskıyı azaltamaması, bir yandan da faiz oranlarının yükselmemesi için Merkez Bankası'na açık piyasa işlemlerini gerçekleştirmek üzere Hazine tarafından iç borçlanma senetleri temin edilmemesi tedirginliği artırırken, uluslararası derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunu düşürmesi durumun daha da kötüleşmesine neden olmuştur. 13 Ocak 1994'te "Moody's" Türkiye'nin ratingini yatırım yapılabilir kategorisinden spekülatif kategoriye düşürmüş ve onu "Standart and Poors" takip etmiştir. Bu durum yabancı sermayenin ülkeden kaçmasına neden olmuş ve döviz üzerindeki baskıyı artırmıştır. Dolayısıyla resmi devalüasyon kaçınılmaz hale gelmiştir[156].

Ocak 1994'te döviz kuru 19.000 TL/$ iken, yapılan devalüasyon sonucu Nisan 1994'te 38.000 TL/$ olmuştur. Devalüasyon kararının alınmasında 7 milyar dolar olan Merkez Bankası rezervlerinin piyasa müdahaleleri sonucu 3 milyar dolara düşmesi de etkili olmuştur. Buna ek olarak açık pozisyonlarının varlığı nedeniyle riskli konumda bulunan bankalardan, mevduat çekişleri başlamış ve bazı bankalar iflas etmiştir. Bankalardan mevduat çekilmesi hükümet tarafından tasarruf mevduatlarına sınırsız devlet güvencesi verilmesi ile son bulmuştur[157].

Dolayısıyla 1989 yılında gerçekleştirilen finansal serbestleşme ile ekonomik dengelerdebaşlayan bozulma, 1993 ve1994yıllarında uygulanan hatalı ekonomi politikaları sonucunda 1994 yılının Nisan ayında krizle sonuçlanmıştır. TL değer kaybetmiş, bankalar iflas etmiş ve tüm ekonomi olumsuz yönde etkilenmiştir.

---

[155] Ali Alp,**Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, s. 234.
[156] Gökçe, **op.cit.** , s.30,31.
[157] Mahfi Eğilmez,Ercan Kumcu, **Ekonomi Politikası** , 6. Basım, Remzi Kitabevi, Haziran 2004, s.282.

5 Nisan 1994'te hükümet ekonomideki dengesizlikleri giderebilmek için "istikrar programı" uygulamaya koymuştur. IMF ile imzalanan stand-by anlaşması sonucunda hazırlanan bu program ile enflasyonun azaltılması, TL'nin istikrar kazanması ve makroekonomik dengelerin yeniden sağlanması amaçlanmıştır. "5 Nisan Kararları" olarak da bilinen bu istikrar programının amaçlarına ulaşabilmesi için, kamu kesimi açıklarının azaltılması ve bir dizi yapısal düzenlemenin hayata geçirilmesi kararlaştırılmıştır. Programın en önemli özelliği de "Şok Stratejiyi" benimsemesidir. Programın başarılı olabilmesi için kamu mal ve hizmetlerinin fiyatlarında ani bir artışın sağlanması, sıkı maliye politikası kararlarının çok kısa sürede hayata geçirilmesi gerekmekteydi. Böylece ekonominin hızlı bir şekilde istikrara kavuşması amaçlanmaktaydı. Ayrıca uygulamaya konulması hedeflenen yapısal düzenlemeler ile uzun süreli istikrar sağlanacaktır[158].

Kamu kesimi açıklarının azaltılması için gelir artırıcı ve gider azaltıcı bir takım önlemler alınmıştır. Gelirleri artırmak için KİT mal ve hizmet fiyatları artırılacak ancak 6 ay boyunca ek bir zam yapılmayacaktır. Başta akaryakıt ve TEKEL ürünlerinden alınanlar olmak üzere, dolaylı vergi artırılacak ayrıca gelir vergisinde de artış yapılacaktır. Bunlara ek olarak bir seferliğine mahsus olmak üzere servet vergisi alınacaktır.

Harcama kısıcı önlemler çerçevesinde ise; kamu çalışanlarının maaşları dondurulacak, kamuya personel alımı gerçekleştirilmeyecek, 1994 yılı boyunca yeni bir yatırım yapılmayacaktır. Ayrıca tarımsal desteklemeler dünya fiyatları gözetilerek yeniden ayarlanacak, tarımsal destekleme azaltılacaktır. "5 Nisan Kararları" çerçevesinde uygulanması kararlaştırılan yapısal düzenlemeler ise KİT'lerin özelleştirilmesi, sosyal güvenlik reformu ve sınırlı bir vergi yasası değişikliğini içermektedir. Vergi reformu çerçevesinde başta gelir vergisi olmak üzere vergi miktarlarının artırılması kararlaştırılmıştır. Özelleştirme uygulamaları kapsamında ise 1994 yılının sonuna kadar Erdemir, Tüpraş, Petrol Ofisi, Petkim, Turban, Havaş ve THY'nin kısmen ya da tamamen özelleştirilmesi söz konusudur. Ayrıca TEK ve

[158] Doğan, **op.cit.** , s.222–226.

PTT de özelleştirilecek, PTT'nin cep telefonu ve kablolu TV lisansı satılacaktır. Bankacılık sektöründe de kamu bankalarından Sümerbank ve Etibank özelleştirilecek, Emlakbank ise halka açılacaktır. Yapısal düzenlemelerin üçüncü bileşeni sosyal güvenlik alanında yapılacak düzenlemelerden oluşmaktadır. Amaçlanan, sosyal güvenlik kuruluşlarının kamuya olan yükünün azaltılmasıdır. Bu amaç doğrultusunda ise SSK'ya tabi çalışanlarca prim ödenen gün sayısı artırılacak, işyeri denetimleri sıklaştırılacak, daha fazla çalışanın sigortalı olması sağlanacak ve özel sağlık ve emeklilik sigortası teşvik edilecektir[159].

5 Nisan 1994'te uygulamaya konulan istikrar programına ek olarak IMF ile yapılan stand-by anlaşması neticesinde, IMF Türkiye'ye 742 milyon dolarlık kredi vermeyi de kabul etmiştir. Ancak yapısal reformların uygulanmasına büyük önem vermiştir.

Alınan önlemler neticesinde bütçe açığı azalmış, hatta fazla vermiştir. Ancak 1994 krizinin etkileri büyük olmuş enflasyon % 150 gibi bir orana ulaşmış ve ekonomi %6,1 oranında daralmıştır. Dolayısıyla yaşanan kriz; yüksek enflasyon oranları, reel ücretlerde düşüş ve ekonomik daralma ile neticelenmiştir. Özellikle 5 Nisan Kararları ile dondurulan ücretler, kriz sonrası gelir azalışına neden olmuş ve işsizlik oranı da artmıştır.

Tablo 3.3, 1989 ile 1994 yılları arasında ekonominin temel göstergelerinde meydana gelen değişiklikleri göstermektedir. GSMH 1989-1994 yılları arasında değişken bir seğir izlemiştir. Ancak dikkat çekici olan 1994 yılında meydana gelen düşüştür. 1994 yılında ekonomi önemli ölçüde daralmıştır. Kişi başına düşen milli gelir ise 1989 yılına kıyasla artmıştır ancak 1993 yılı ile karşılaştırıldığında azalmıştır. Öte yandan kriz sonrası TL'nin değer kaybetmesinebağlı olarak1994

[159] M.İlker Parasız, **Kriz Ekonomisi, Hiperenflasyon ve Yüksek Enflasyonla Mücadelede Ünlü İstikrar Politikaları ve 5 Nisan 1994 Kararları** , Bursa, 1995, s.175–185.

Tablo 3.3. 1989–1994 Yıllarında Türkiye'nin Temel Ekonomik Göstergeleri

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
GSMH (% değişim)	1,6	9,4	0,3	6,4	8,1	-6,1
KİŞİ BAŞINA DÜŞEN GSMH($)	1.647,0	1.760,0	1.732,0	1.808,0	1.919,0	1.769,0
DIŞ TİCARET AÇIĞI/GSMH	3,9	6,3	4,8	5,1	7,8	3,2
CARİ İŞLEMLER DENGESİ/GSMH (%)	-0,9	-1,7	0,2	-0,6	-3,5	2,0
ULUSLAR ARASI REZERVLER (Milyon $)	9.283,0	11.387,0	12.250,0	15.252,0	17.761,0	16.514,0
YABANCI SERMAYE (Milyon $)	663,0	684,0	810,0	844,0	636,0	608,0
DIŞ BORÇ (Milyon $)	41.751,0	49.035,0	50.489,0	55.592,0	67.356,0	65.601,0
DIŞ BORÇ/GSMH	38,4	32,2	33,2	34,6	37,0	49,6
İNTERBANK GECELİK FAİZ ORANI (%)	26,87	62,72	59,87	67,77	69,93	92,05
KONSOLİDE BÜTÇE AÇIĞI/GSMH	-3,3	-3,0	-5,3	-4,3	-5,7	-3,9
İÇ BORÇ STOKU (Bin YTL)	41.954,0	57.201,0	97.668,0	194.257,0	357.367,0	799.329,0
ENFLASYON ORANI (%)	64,2	50,0	52,6	67,1	55,2	120,5
İŞSİZLİK ORANI (%)	9,0	8,0	8,0	9,0	9,0	9,0

Kaynak: DPT, "Ekonomik Göstergeler", (Çevrimiçi), http://ekutup.dpt.gov.tr, 18.03.2012'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

yılında dış ticaret açığının GSMH'ya oranı azalmıştır. Bununla birlikte Merkez Bankası'nın döviz kuruna müdahalesinin sonucu uluslararası döviz rezervleri azalmıştır. Yabancı sermayedeki azalış ise ekonomik istikrarsızlık sonucu kısa vadeli sermaye akımlarının ülke dışına yöneldiğinin kanıtıdır. Ekonomi; yüksek faiz ve enflasyon oranı ile artan iç borç sorunlarıyla karşı karşıya kalmıştır.

1994 yılında yaşanan krizden sonra, ekonomideki dengesizlikleri gidermek için uygulamaya konulan "5 Nisan Kararları", bozulan makroekonomik göstergelerde geçici bir düzelme görülmesini sağlamıştır. Ancak önlemlerin uzun vadede çözüm sunacak düzenlemeleri içermemesi nedeniyle 1995 yılından itibaren, ekonomik göstergeler kriz öncesi döneme benzer özellikler göstermiştir.

5 Nisan istikrar paketi, artan bütçe açığının azaltılması için bazı önlemler içermekteydi. Bunlar, daha önce de değinildiği gibi; kamu harcamalarının azaltılması, vergilerde artış ve bir seferliğine mahsus olarak refah vergisinin alınmasıydı. Bu önlemler bütçe açığının makul seviyeye düşmesini sağlamıştır. Ancak bütçe açığını azaltmak amacıyla alınan önlemlerin, uzun dönemli bir vergi reformu içermemesi ve var olan koalisyon hükümetinin vergi reformunu gerçekleştirememesi nedeniyle 1996 yılının ikinci yarısından itibaren bütçe açığı yeniden yükselişe geçmiştir[160]. Böylece, 1994 krizinin ortaya çıkmasında rol oynayan yüksek bütçe açığı olgusu tekrar ekonomiyi olumsuz yönde etkilemiştir.

1994 krizini tetikleyen en önemli faktör, kamu kesiminin açıklarının finansmanı için Merkez Bankası kaynaklarına başvurulmasıdır. Kriz sonrası dönemde bu uygulamadan vazgeçilmiş ve dış borçlanma imkânı sınırlı olduğu için finansmanın büyük kısmı yurtiçi para piyasasından sağlanmıştır. Ancak yurtiçi para piyasasından fon temin edebilmek için yüksek faiz oranları ile borçlanma gerçekleştirilmiş, %406 gibi yüksek bir oranla finansman ihtiyacı karşılanmıştır. Borç bulmak amacıyla uygulanan bu politika, yurtiçi borçlanmasının hızla artmasına neden olurken, kamu bütçesindeki faiz ödemelerinin payı da artmıştır[161]. Bu durum 1990'lı yılların sonunda ekonomiye büyük zararlar vermiştir.

5 Nisan istikrar paketinin en önemli diğer bir eksikliği de kısa vadeli sermaye girişlerine yönelik herhangi bir düzenleme içermemesidir. Bunun sonucunda da 1995 ve 1996 yılları boyunca, Türkiye kısa vadeli sermaye akımlarından kazanç sağlamayı sürdürmüştür. Ancak bu sermaye akımlarının spekülatif nitelikte oluşu, ekonomi için istenmeyen sorunların ortaya çıkmasına neden olmuştur. 1994 yılında gerçekleştirilen devalüasyonun etkisiyle, artan ihracat ve azalan ithalat sayesinde cari açık azalırken, kriz sonrası artan sermaye akımları nedeniyle TL yeniden değer

[160] Yentürk, "Kısa Dönemli Sermaye Girişlerinin Makroekonomik Yapı Üzerine Etkileri: 1994 Krizinin Öncesi ve Sonrası", s. 119.
[161] Fatih Özatay, "The 1994 Currency Crisis in Turkey" , **Yapı-Kredi Research Department, Discussion Paper Series**, No:99–01,January 1999,p. 1–25.

kazanmış; bunun sonucunda da ihracat azalmış, ithalat artmıştır. Böylelikle 1996 yılı itibariyle cari açık yeniden artış eğilimine girmiştir[162].

5 Nisan istikrar paketinde kamu gelirlerini artırıcı, kalıcı önlemlerin alınmamış olması, kamu finansman ihtiyacının iç ve dış borçlanmayla temin edilmesine neden olmuş ve kamu borç yükü yeniden artmıştır. Tablo 3.4'te görüldüğü gibi, krizi takip eden yıllarda iç borç stoku sürekli artmıştır. Bu durum 1994 krizi öncesinde oluşan tablonun bir benzerinin kriz sonrasında da oluştuğunun göstergesidir. Alınan istikrar kararlarına rağmen GSMH'da düşüş devam etmiştir. Özellikle 1997 Asya Krizi ve 1998 Rusya Krizi'nin de etkisiyle uluslararası sermayenin gelişmekte olan piyasalardan çıkmasıyla 1998 yılında GSMH %3,9 oranına düşmüştür. Enflasyon oranı da oldukça yüksek oranlarda seyretmiş işsizlik oranı ise %7'de kalmıştır. Makroekonomik göstergelerdeki bu olumsuzlukları gidermek amacıyla 1998 yılının Haziran ayında IMF ile "Yakın İzleme Anlaşması" imzalanmıştır[163]. Bu program 2000 yılında uygulanması planlanan fon destekli programa geçiş şartlarını sağlamak amacını taşımaktadır. Özellikle enflasyon oranının düşürülmesinde etkili olan bu program, küresel krizlerin, maliye politikası uygulamalarındaki aksaklıkların, siyasi istikrarsızlıkların ve 17 Ağustos 1999 depreminin etkisiyle, sınırlı bir başarı yakalamıştır[164].

[162] Yentürk, "Kısa Dönemli Sermaye Girişlerinin Makroekonomik Yapı Üzerine Etkileri: 1994 Krizinin Öncesi ve Sonrası"s. 120.
[163] Seyhun Doğan, "2000'li Yıllarda Türkiye'nin Ekonomik İstikrar Arayışları", **Maliye Araştırma Merkezi Konferansları**, 49. Seri, Yıl:2006, s.104.
[164] Seyhun Doğan, "Yakın İzleme Programı (Staff Monitored Program)'nın 1999 Yılı Hedefleri-Sonuçları ve Beklentiler", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl:36, Sayı: 11, Kasım 1999, s.12,13.

Tablo 3.4. : 1995–1998 Yıllarında Türkiye'nin Temel Ekonomik Göstergeleri

	1995	1996	1997	1998
GSMH (% değişim)	8,0	7,1	8,3	3,9
KİŞİ BAŞINA DÜŞEN GSMH($)	1.875	1.972	2.097	2.140
DIŞ TİCARET AÇIĞI/GSMH (%)	7,7	5,7	7,9	6,9
CARİ İŞLEMLER DENGESİ/GSMH (%)	-1,4	-1,3	-1,4	1,0
ULUSLAR ARASI REZERVLER (Milyon $)	23.317	24.966	27.138	29.499
YABANCI SERMAYE (Milyon $)	885	722	805	940
DIŞ BORÇ (Milyon $)	73.278	79.194	84.182	96.429
DIŞ BORÇ/GSMH	43,1	42,9	43,3	46,8
İNTERBANK GECELİK FAİZ ORANI (%)	106,31	74,33	77,93	79,00
KONSOLİDE BÜTÇE AÇIĞI/GSMH	-4,0	-8,3	-7,6	-7,3
İÇ BORÇ STOKU (Bin YTL)	1.361.026	3.149.004	6.283.446	11.612.906
ENFLASYON ORANI (%)	88,0	71,6	78,4	68,8
İŞSİZLİK ORANI (%)	8,0	7,0	7,0	7,0

Kaynak: DPT, "Ekonomik Göstergeler" , (Çevrimiçi), http:ekutup.dpt.gov.tr, 18.03.2007'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

3.3. 2000 ENFLASYONU DÜŞÜRME PROGRAMI VE KASIM 2000-ŞUBAT 2001 EKONOMİK KRİZLERİ

1994–1999 yılları boyunca ekonomik göstergelerde sadece geçici bazı iyileşmeler sağlanmıştır. Uzun dönemde istikrar sağlayacak reformların hayata geçirilmemesi; bütçe açığı, cari açık ve yüksek faiz yükü sorunlarını yeniden gündeme getirmiştir. Bunlara ek olarak Doğu Asya ve Rusya'da yaşanan ekonomik krizler de ülkeyi olumsuz yönde etkilemiş ve ülkeden sermaye çıkışına neden olmuştur. 1999 yılında yaşanan deprem ekonominin iyice daralmasına yol açmış ve Türkiye 1999 yılının sonlarına doğru IMF yönetiminde yeni bir istikrar programı yürürlüğe koymak zorunda kalmıştır.

3.3.1. 2000 Enflasyonu Düşürme Programı

2000 yılının Ocak ayında yürürlüğe giren "Enflasyonu Düşürme Programı" 2002 yılının sonuna kadar sürmesi planlanan 3 yıllık bir programdı. Programın temel amacı 2002 yılı itibariyle enflasyonunun tek haneli rakamlara düşürülmesiydi. Bu hedefe ulaşmak için döviz kuru çıpa olarak kullanılmıştır. Başta döviz kurunun dalgalanma oranı olmak üzere mali dengeye kadar birçok büyüklükte hedefler belirlenmişti. Programın en önemli özelliği ise hedeflerin tarihleri ile birlikte önceden açıklanması ve açıklanan hedeflerin yerine getirilmesinin IMF için performans kriteri olarak değerlendirilmesiydi. Böylece ekonomide her şey, önceden belirlenecek ve belirsizlikler ortadan kaldırılacaktı. IMF ile imzalanan stand-by anlaşması kapsamında mali destek verilmesi de kararlaştırılmıştır. Buna göre üçer aylık dilimlerle kullandırılmak üzere toplam 4 milyar dolar kredi verilecektir. İlk aşamada ise acil olarak 300 milyon dolar verilmesi konusunda mutabakat sağlanmıştır[165]. IMF'nin stand-by anlaşması ile desteklediği programın temel bileşenleri[166]:

- Hedeflenen faiz dışı fazlanın tutturulması için kamu harcamalarında disiplinin sağlanması,
- Önceden belirlenen sürünen sabit kur uygulaması ile döviz kurlarının belirlenmesi,
- Yapısal reformların ve özelleştirmenin gerçekleştirilmesiydi.

Uygulamaya konulan programın temel amacı enflasyonun düşürülmesiydi ve bu amaç doğrultusunda döviz kuru çıpa olarak kullanılmıştır. Hedeflenen 2000 yılı sonunda %80 oranında seyreden enflasyonun TEFE'ye göre %20, TÜFE'ye göre ise %25 olarak gerçekleştirilmesiydi. 2001 yılı itibariyle bu oranın sırasıyla %10 ve %12, 2002 itibariyle de %5 ve %7'ye düşmesiydi. Bu hedeflerin tutturulması içinse, çıpa olarak belirlenen döviz kurunun değerini gösteren kur sepeti oluşturulmuştur.

[165] Seyhun Doğan, "Yakın İzleme Programı (Staff Monitored Program)'nın 1999 Yılı Hedefleri-Sonuçları ve Beklentiler", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl:36, Sayı: 11, Kasım 1999, s.12,13.
[166] Eğilmez,Kumcu,**op.cit.**,s.384.

Buna göre kur sepeti 1 ABD doları + 0,77 Euro'dan oluşturulmuş; bu kur sepetinin günlük değişim oranının Merkez Bankası'nca önceden belirlenmesi kararlaştırılmıştır ve 2000 yılı sonu itibariyle %20'lik bir değişim öngörülmüştür[167]. Bu şekilde 3 yılın ilk 18 ayı kur sabitlenecek, 18 ayın sonunda ise sürünen çıpa uygulamasının yerini, sürünen bant uygulamasının alacaktı. Her altı ay boyunca da bandın genişliği %15 oranında artırılacak ve 2002 yılının sonu itibariyle Türkiye esnek kur sistemine geçiş yapacaktı[168].

Döviz kurunun çıpa olarak kabul edildiği Enflasyonu Düşürme Programı'nın diğer bir özelliği de kur hedefinin tutturulabilmesi için Merkez Bankası'nın parasal genişleme imkânına sınır getirmesiydi. Buna göre Merkez Bankası'nın parasal tabanı genişletebilmesinin tek yolu, bilânçosundaki net dış varlıkların artırılmasıdır. Merkez Bankası'nın net iç varlıkları Aralık 1999'daki değerine sabitlenmiş, parasal tabanın genişlemesinin tek yolu, net dış varlıkların artışı olarak belirlenmiştir. Net iç varlıklardaki artış ise parasal tabanın +/-%5'i oranında gerçekleştirilebilecektir. Bankaların olası likit ihtiyaçlarını karşılayabilmek içinse munzam karşılık oranları düşürülmüştür[169]. Dolayısıyla bu durum ülkede yarı para kurulu uygulamasına geçildiğinin bir göstergesidir. Merkez Bankası'nın para politikası araçlarından biri olan para politikası sadece döviz kuru ayarlamaları için kullanılacaktır. Böyle bir durumda Merkez Bankası ekonominin gereksinim duyduğu likit ihtiyacını ancak rezerv karşılığı verebilecektir. Dahası, Merkez Bankası sterilizasyon da yapamayacak, makroekonomik denge, faiz oranlarındaki değişim ile sağlanacaktır. Yurtiçi faiz oranlarındaki bir artış, yabancı sermaye girişini artırırken, sermaye girişi beraberinde parasal genişleme getirecektir. Likiditenin arttığı durumlarda ise düşen faiz oranları sermaye çıkışına neden olacak, böylelikle para piyasaları dengelenecektir.

[167] Merih Celasun, **op.cit.** , s.13,14.
[168] Erinç Yeldan, "On the IMF-DirectedDisinflation Program in Turkey:A Program forStabilizationandAusterityor A ReceipeforImpoverishmentandFinancialChaos" , (Çevrimiçi), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=290539,12.04.2012, p.5.
[169] Emre Alper, "TheTurkishLiquidity Crisis of 2000: What Went Wrong", **Russian and East European Finance and Trade**, Vol.37, No.6, 2001, pp.54.

Para politikası önlemlerine ek olarak, maliye politikası önlemleri de programda koşul olarak belirlenmiştir. Buna göre faiz dışı bütçe fazlasının GSMH'nin % 6,5'i olması hedefleniyordu ve bu amaç doğrultusunda kamu harcamalarının kısıtlanması, gelirlerin ise artırılması gerekmekteydi. Bu nedenle kamu kesimindeki ücret artışları ve destekleme fiyatları enflasyon artışına endekslenmiştir[170]. Kamu kesiminde hedeflenen gelir artışının ise özelleştirme gelirlerinden gelmesi planlanmaktadır. 2000 yılında 4,5 milyar doları Telekom ve enerji sektörü özelleştirmelerinden olmak üzere, 7,6 milyar dolarlık bir özelleştirme geliri beklenmekteydi[171]. Ancak kamu gelirlerinin artırılmasının temel unsuru olarak özelleştirmenin belirlenmesi kısa vadeli bir önlemdir. Çünkü bu özelleştirme gelirleri program boyunca kamu maliyesinde bir rahatlama sağlasa da, uzun dönemli bir gelir kaynağı olamaz.

Programın diğer önemli koşulu ise bir dizi yapısal reformun hayata geçirilmesidir. Bu yapısal reformlar arasında tarım kesimi reformları, kamu ve özel bankacılık reformları, sosyal güvenlik sistemi reformları ve bütçe dışı fonlarda yapılacak reformlar bulunmaktadır. Reformlarla hedeflenen, ekonomideki dengesizliklerin ortadan kaldırılmasıdır. Ancak programın uygulamaya konulmasından bir yıl sonra, kararlaştırılan yapısal reformların gerçekleştirilmemesi programa duyulan güvenin sarsılmasında etkili olmuştur[172].

Aslında uygulamaya konulduğu ilk zamanlarda bile nominal çıpa uygulamasına bağlı enflasyon ile mücadele programı bir takım riskler içermekteydi. Öncelikle döviz kurunun belli bir aralıkta tutulabilmesinin koşulu, dış kaynak girişine endekslenmişti. Böyle bir durumda ekonomi fazlasıyla dış kaynağa bağımlı hale gelmektedir. İkinci risk ise sabit döviz kuru uygulamasının bir sonucu olarak yerli paranın değer kazanmasıdır. Bu durumda ihracat azalır ve ithalat artarak dış ticaret açığının da artmasına neden olur. Bu riskler Türkiye'de gerçekleşmiş ve programın krizle sonuçlanmasına neden olmuştur. Ayrıca döviz kurunun kontrol

[170] Kazgan, **op.cit.**, s.235- 239.
[171] Yentürk, **op.cit.** , s. 65,66.
[172] **Ibid.** ,s.42,43.

altına alınarak göreli fiyatlar arsındaki yapıyı bozan her tür kur politikaları belli finansal riskler içerir ve bu riskler ülkelerde belli bir kesim tarafından üstlenilir. Türkiye'de kriz öncesi bu riskleri genelde bankacılık kesimi üstlenmiştir[173].

Yürürlüğe konan programın temel hedefleri ve araçları bu şekilde belirlenmişti. Uygulamaya konulduğu ilk aylarda başarılı bazı sonuçlar elde edilmesini sağlasa da Türk ekonomisinin denetim ile ilgili eksikleri ve yapılan uygulama hataları nedeniyle kriz kaçınılmaz hale gelmiştir.

3.3.2. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Ekonomik Krizleri

Türkiye'nin Ocak 2000 itibariyle yürürlüğe koyduğu "Enflasyonu Düşürme Programı'nın" yürütülebilmesinin en önemli şartlarından birisi hükümetin kredibilitesiydi. Aslında kredibilite, enflasyon ile döviz kuru bağlantılarının güçlü olduğu ortamlarda, döviz kurunun nominal çıpa olarak kabul edildiği programların ön koşuludur. Kredibilite kamuoyunun ve piyasa aktörlerinin programa inanarak, programın gereklerini yerine getirmeleri açısından önemlidir.

Programın uygulamaya konulduğu ilk aylarda yerine getirilen reformlar, programın güvenirliğini artırmış ve enflasyon planlandığı gibi düşme eğilimine girmiştir. Ancak yılın ikinci yarısında, ekonomik göstergelerde yaşanan bazı olumsuzluklar Kasım 2000 itibariyle likidite krizi olarak sonuçlanmıştır.

Programın temel amacı enflasyonun düşürülmesiydi. Yılsonu için hedeflenen enflasyonun %20 seviyesine gerilemesiydi. Ancak enflasyon düşüşü beklenilenden daha yavaş olmuştur. Bu durum, programın kredibilitesi açısından olumsuz bir durum teşkil ediyordu. Enflasyonda beklenen düşüş yerine başka bir ekonomik göstergede; faiz oranlarında hızlı bir düşüş yaşanmıştı (Tablo 3.6).

[173] E.Alpan İnan, "Finansal Krizler, Serbest Kur ve Ekonomik Büyüme", **Bankacılar Dergisi**, Sayı 41, 2002, s.53.

Tablo 3.5. : 12 Aylık Cari Açık/Döviz Rezervi Oranı (1999–2001)

Ay		12 Aylık Cari Açık/Rezerv	12 Ay Sonra Beklenen TEFE Enflasyonu (%)	12 Ay Sonra Kur Sepeti Değişmesi (%)
1999	**12**	0,059	44,1	19,9
2000	**1**	0,102	37,5	18,5
	2	0,152	38,6	17,1
	3	0,215	38,0	15,7
	4	0,229	36,3	14,8
	5	0,267	35,3	13,8
	6	0,277	34,9	12,8
	7	0,286	33,0	12,3
	8	0,335	34,0	11,8
	9	0,336	32,2	11,4
	10	0,392	30,5	11,2
	11	0,467	29,9	11,0
	12	0,497	29,9	10,9
2001	**1**		27,1	10,7

Kaynak: Ercan Uygur, "Krizden Krize Türkiye:2000 Kasım ve Şubat Krizleri" , (Çevrimiçi), http://www.tek. org.tr/tartisma/pdf/KRIZ–2000–20013.pdf, 26.06.2011, s.21.

Faiz oranındaki hızlı düşüş, ilk zamanlarda, borçlanma maliyetini azalttığı için olumlu bir gelişme olarak algılanmıştır. Ancak düşen faiz oranları beraberinde tüketim artışını da getirmiş ve tüketimdeki bu artış daha çok ithalat artışı olarak gerçekleşmiştir[174]. Ayrıca, sabit döviz kuru politikasının bir sonucu olarak yerli paranın yabancı para karşısında değer kazanmasıyla ithalat artışı sürmüş, ihracat hacmi ise azalmıştır. Bu durum beraberinde cari açıkta hızlı bir artışı da getirmiştir. 1999 yılında cari açığı 1,36 milyon dolar olan Türkiye, 2000 yılı itibariyle yaklaşık 9,7 milyon dolarlık cari açık rakamına ulaşmıştır. Dolayısıyla yılın son aylarında programın sürdürülebilirliği konusunda ciddi kuşkular oluşmuştur[175]. Tablo

[174] Ercan Uygur, "Krizden Krize Türkiye:2000 Kasım ve Şubat Krizleri" , (Çevrimiçi), http://www.tek .org.tr/tartisma/pdf/KRIZ–2000–20013.pdf,26.06.2011, s.6.
[175] Yeldan, **op.cit.** ,p.6.

3,5'tecari açığın artış düzeyi daha net görülmektedir. Cari açığın uluslararası rezervlere oranı, 2000 yılı boyunca hızla artmış ve mevcut rezervlerinin bu açığı karşılayabilmesi zorlaşmıştır.

Faiz oranlarındaki yükselişten ve kurun sabit olmasından yararlanan yabancı sermayenin ülkeye büyük miktarlarda girişi, finansal sistemin kırılganlığının artmasına neden olmuştur. Çünkü ülkeye giren para "sıcak para" olarak adlandırılan kısa vadeli ve spekülatif özellikler taşıyan yabancı sermayedir. Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye genellikle portfolyo yatırımları şeklindedir. Doğrudan yabancı yatırımların payı ise daha sınırlı düzeydedir. Yani Türkiye, sıcak para akımı olarak adlandırılan kısa vadeli sermaye hareketlerini çekmektedir. Ülkedeki en ufak bir olumsuzluk karşısında ülkeyi terk eden sıcak para akımları ise, ekonomide sorunlar yaşanmasına neden olmaktadır.

Tüm bu etmenler Kasım 2000 krizinin oluşmasında rol oynamıştır. Kasım krizini tetikleyen en önemli etmen ise bankacılık sektörü olmuştur. Programın uygulamaya konulduğu ilk zamanlarda da sorunlu olan bankacılık kesiminde, gerekli denetimlerin olmayışı nedeniyle yaşanan olumsuzluklar ülkede likidite krizinin yaşanmasına neden olmuştur. Yüksek faiz oranları ve sabit kurun yarattığı güvenin olduğu bir ortamda yurt dışından kısa vadeli kredilerle, yüksek getirileri nedeniyle hazineyi fonlamayı seçen bankalar, döviz açık pozisyonlarının fazlalığı nedeniyle likidite krizinde önemli bir rol oynamıştır. Elbette yaşanan krizin tek sorumlusu olarak kabul edilemezler ama paylarının büyük olduğu da açıktır.

Bankacılık sektörü, ekonomi açısından son derece önemli olan bir sektördür. Bir bankada yaşanan olumsuzluk, tüm bankacılık sektörünü etkileyebilme gücüne sahiptir. Böyle bir durumda ise ekonominin geneli olumsuz yönde etkilenir. Örneğin, bir bankanın iflas etmesiyle diğer bankalarda mevduatı bulunanlar da aynı durumu yaşamamak için mevduatlarını çekmek isteyebilirler. Bu durum, bankalar için ödeme güçlüğü anlamına gelir ve iflasları da beraberinde getirir. Türkiye'de 2000 yılının Kasım ayında bankalarda başlayan likidite krizi, 2000 Enflasyonu Düşürme Programı'nın yara almasına neden olmuş, 2001 Şubat ayında da tamamen terk

edilmiştir. Gecelik repo faizlerinin Kasım 2000'de %1500'lere tırmanması ile faiz riskiyle karşı karşıya gelen bankalar, Merkez Bankası'nın likit sağlamasıyla biraz durulabilmiştir[176].

2000 yılında uygulamaya konulan program iki temel riskle karşı karşıyaydı. Bunlardan birincisi ülkenin vaat edilen reformları yerine getirememesi riski, diğeri ise fazlasıyla yabancı sermaye girişine endekslenen ekonomiden, ani bir çıkış olması sonucu para ve kur programı gereğince Merkez Bankası'nın piyasaya müdahale edememesi nedeniyle bankaların fon olanaklarının yok olarak kırılganlıklarının artmasıydı. Bu iki risk de gerçekleşerek ekonomiyi olumsuz yönde etkilemiştir[177]. Türkiye'de "2000 Enflasyonu Düşürme Programı" yürürlüğe konulduğunda, bankacılık sektörü zaten sorunlu bir yapıya sahipti. Özellikle denetim eksikliğinin olması sektörün dikkatsiz hareket etmesine neden olmaktaydı. Bankacılık sektöründe sorunlar yaşanmasının dört temel nedeni vardı[178]: 1) Devletin tasarruf mevduatına uyguladığı %100 güvencenin gereğinden uzun süre devam etmesi, 2) İç borçlanmanın daha çok bankalardan yapılıyor olması, 3) Hatalı kur çıpası politikası, 4) Kamu bankalarının hükümetlerin popülist politikalarına alet edilmeleri.

1994 yılında kabul edilen 5 Nisan kararları çerçevesinde, bankalarda toplu bir iflası önlemek için tasarruf mevduatlarına devlet tarafından %100 güvence verilmekteydi. Bu durum banka sahiplerinin risk faktörlerini yeterince dikkate almamalarına yani ahlaki rizikoya neden olmaktaydı[179]. Bankalar bu güvenceye dayanarak dikkatsiz politikalar yürütmekteydi. Dolayısıyla Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri öncesinde hem kamu hem de özel bankaların mali yapıları bozuktu. Kamu bankalarının mali yapılarının bozulmasındaki temel nedenler; tarım kesimi ve KOBİ'lerin desteklenmesi ile oluşan zararlar, politik müdahaleler, aşırı istihdam ve şubeleşme olarak gösterilebilir. Mali yapıdaki bozulma nedeniyle kamu bankalarının kaynak ihtiyacı artmış, artan kaynak ihtiyacının kısa vadeli ve yüksek maliyetli

[176] Metin Toprak,Osman Demir, "Türk Bankacılık Sektörü:Sorunlar,Krizler ve Arayışlar" , (Çevrimiçi), http://www.cumhuriyet.edu.tr/edergi/makale/111.pdf,11.06.2012, s.13.
[177] Kansu,**op.cit.**,s.178.
[178] Toprak,Demir,**loc.cit.** .
[179] Kansu,**op.cit.**, s.228.

fonlarla karşılanmıştır[180]. Bu durum kriz öncesi mali kesimin kırılganlığının artmasına neden olmuştur. Özel sektör bankalarının mali yapıları ise ekonomik program uygulamaya konulduğunda bozuktu. Bununla birlikte, özel bankalar Rusya krizi sonrasında alacaklarını tahsil edemez duruma geldikleri için sorunlu hale gelmişlerdi.

Ekonomide var olan bir diğer sorun da iç borçlanmanın çoğunlukla bankalardan yapılmasıydı. 2000 yılına dek, devletin artan harcamaları Kamu Kesimi Borçlanma Gereği'nin artmasına neden olmuş, dış borçlanma olanakları yeterli düzeyde olmadığı için daha çok iç borçlanma yapılmıştır. Artan iç borçlanma ile birlikte ülkedeki faiz oranları da hızla artmıştır. Bu durumda devlete borç vermek, düşük riskli yüksek kazançlı bir olanak haline gelmiş, bankalar da gerçek bankacılık fonksiyonlarını yerine getirmektense devleti fonlamayı tercih eder hale gelmişlerdir. Özellikle uygulamaya konulan program neticesinde, kur değerlerinde görülen düşüş ile bankalar yurt dışından borç alarak devlete borç vermeyi seçmiş ve açık pozisyonlarını artırmışlardır. Mevduat sigortası ve sabit kur uygulamaları, yani hükümetin açık ve örtük garantileri nedeniyle de bankalar kurun terk edilme riskini dikkate almadan açık pozisyonlarını artırmışlardır. Aslında Eylül 1999'da bankacılık sektörünün açık pozisyonlarına sınırlandırma getirilmiş, ancak bu sınırlama çoğu kez ihlal edilmiştir. Bunun sonucunda Eylül 2000 itibariyle bankaların açık pozisyonları olması gerekenin tam 10 katına çıkmıştır[181].

Bankalar, daha çok düşen kurdan ve yüksek faiz oranlarından yararlanmak için dış borçlanma gerçekleştirmişlerdir. Ancak dış borçlanma arttıkça parasal taban genişlemiş ve TL değer kazanmıştır. Genişleyen para tabanı ile daha da düşen faiz oranları beraberinde tüketim artışını da getirmiştir. Artan tüketim, daha çok ithal mallara yöneldiği için cari açık da hızla artmıştır. 2000 yılında TL'de görülen %20'lik değer artışı cari açığın 9,8 milyar dolar gibi tarihi bir seviyeye yükselmesine neden olmuştur. Bu durum karşısında ekonomik programa olan güven yavaş yavaş

[180] TCMB,**Yıllık Rapor**,2001, s.115,116.
[181] Uygur, **op.cit.** ,s. 15.

yitirilmiştir. Yabancılarda ve yerleşiklerde cari açıkla ilgili endişeler programın sürdürülebilirliğine dair güvenin yitirilmesine neden olmuştur.

2000 yılının son aylarında ekonominin genel görünümü bu şekildedir. Uygulamaya konulan ekonomik program için beklentiler çok önemliydi. Bu nedenle en küçük bir olumsuzluğun ekonominin geneline yayılma riski vardı. Kasım 2000 krizinin başlaması da bu şekilde olmuştur. Bir yandan cari açığın boyutu, bir yandan enflasyon düzeyinin beklenen düzeye düşmemesi bir yandan da bankaların risk oluşturan döviz açık pozisyonları, en ufak bir olumsuzlukla krize dönüşme potansiyeline sahipti. Kasım 2000'de yaşanan kriz birkaç bankanın tetiklemesi sonucu likidite krizine dönüşmüştür. 2000 yılının Eylül ayında Bayındırbank'ın Romanya'daki bankası BRT'nin batması Türkiye'de fazla yankı yapmamıştır. Bankayı kurtaracak gerekli kaynak bulunamadığı için Vakıfbank bu kaynağı sağlamıştır. Bu durum yurt dışında, Türkiye'deki bankacılık sektörünün durumuna ilişkin endişeler oluşmasına neden olmuştur. Bir ay sonra Ekim 2000'de Etibank da batma konumuna geldiği için TMSF'na devredilmiştir. Etibank'ın batmasıyla, bu bankayla yakın ilişkide olduğu düşünülen Demirbank'ın da zor durumda olduğu endişeleri yaygınlaşmıştır[182].

Demirbank sıradan bir banka değildir. 2000 yılında ihraç edilen Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) yaklaşık %15'in almıştır ve toplam DİBS stokunun %10'unu elinde bulundurmaktadır. Bu DİBS stokunu alabilmek için de kısa vadeli iç ve dış borçlanmaya gidilmişti. Demirbank ile ilgili endişelerin ortaya çıkmasıyla, bankanın dış borçlanma olanağı bitmiştir. İç borçlanma olanağı da ortadan kalkınca Demirbank, sahip olduğu DİBS stokunun bir bölümün satmak istemiştir. Bunun üzerine DİBS'nin fiyatları düşmeye, faiz oranları ise hızla artmaya başlamıştır. Kısa vadeli borçlanma yapan kamu bankaları da faizler üzerinde ek bir baskı oluşmasına neden olmuştur. DİBS'nin fiyatlarındaki düşüş belli bir seviyeye ulaşınca, elinde

[182] **Ibid.** , s.16,17.

DİBS olan yabancılar da satışa başlamıştır[183]. Faiz oranlarındaki bu hızlı artış bankaların mali yapılarını olumsuz yönde etkilemiştir. Merkez Bankası da program gereği piyasaya müdahale edemediği için durum daha da kötüleşmiştir.

Bankalar, yaşadıkları likidite sıkışıklığını çok yüksek faiz oranlarıyla borçlanarak gidermeye çalışmışlardır. Ancak bu durum bankaların mali yapılarının iyice bozulmasına yol açmıştır. Böylece bankacılık sektörüne karşı oluşan güvensizlik sonucu yaşanan likidite sıkıntısı bankaları krizle karşı karşıya getirmiştir. Bu nedenle Merkez Bankası sadece döviz karşılığı likidite verme kuralını bozarak 22 Kasım 2000'de 6,8 milyar dolarlık fonu piyasaya vermiştir. Fakat 30 Kasım 2000'de yeniden bu kuralına geri döndüğünü açıklamış, bu durum faiz oranlarının % binleri aşmasına neden olmuştur[184]. Dolayısıyla Kasım 2000'de mevcut ekonomik sorunlar ve bankaların yürüttüğü riskli politikalar uygulamaya konulan ekonomik programın ilk krizi yaşamasına neden olmuştur. Bankaların net dış varlıkları 2000'li yılların negatif değerlere ulaşmıştır. Bu durum bankaların dış yükümlülüklerinin hızla arttığının bir göstergesidir. Bunun üzerine IMF'den 4,5 milyar dolarlık "Ek Rezerv Kolaylığı" kullanılarak piyasalardaki tedirginliğin biraz olsun azalması sağlanmış, kriz geçici olarak ertelenmiştir.

Kasım 2000'de yaşanan kriz, ekonominin genelinde oluşan olumsuzluklardan kaynaklanmıştır. Hatalı kur politikası ile sürdürülemeyecek bir boyuta erişen cari açık güvensizliğe neden olmuş, enflasyon düşüşü de beklenildiği kadar hızlı olmayınca programın kredibilitesi iyice azalmıştır. Öte yandan hızla artan faiz oranları ve bankaların izlediği riskli politikalar Kasım krizinin tetikleyicisi olmuşlardır. Özellikle denetim eksikliğinin olduğu bankacılık sektörünün, yüksek getiriler için dış borçlanma ile devleti finanse etmeyi tercih etmesi, riskli döviz açık pozisyonlarının likidite krizi ile sonuçlanmasına neden olmuştur. Dolayısıyla ekonomide var olan sorunlar bankaların riskli politikaları nedeniyle Kasım 2000'de

[183] Hakan Tunç, "The Lost Gamble: The 2000 and 2001 Turkish Financial Crises in Comparative Perspective", **The Turkish Economy in Crisis**, Editors Ziya Öniş and Barry Rubin, London: Portland, OR; Frank Cass, 2003, pp. 45,46.
[184] Kansu,**op.cit.**,192–195.

krize neden olmuş ve uygulamaya konulan "2000 Enflasyonu Düşürme Programı" ilk ciddi yarayı almıştır.

Merkez Bankası'nın rezervleri ile piyasaya müdahale etmesi ve IMF'den alınan "Ek Rezerv Kolaylığı" her ne kadar durumu biraz yumuşattıysa da, mali kesimde ortaya çıkan güvensizlik Kasım sonrasında da sürmüştür. Alınan önlemler sayesinde programın devam ettirilmesi sağlanmış ancak Kasım krizinin bankacılık sektörünün mali yapısına verdiği hasar nedeniyle ekonominin kırılganlığı artmıştır. Bu nedenle 2001 yılının başlarında Türkiye ekonomisi krize açık bir ekonomi izlenimi vermekteydi. 2001 yılında yaşanan kriz, daha çok sermaye kaçışından kaynaklanmıştır. Ekonomide görülen kısmi düzelmeye rağmen, programa duyulan güvenin sarsılması ve İnterbank piyasada faiz oranlarının düşmesi yabancı sermaye kaçışına neden olmuştur. Şubat ayı boyunca 4 milyar dolarlık yabancı sermaye çıkışı olmuştur. Bu durum dövizin hızla değer kazanmasına neden olurken, yerleşik halkta mevcut olan dolar ikamesinin de etkisiyle 19 Şubat'ta 686.500 TL olan dolar kuru, 23 Şubat'ta 920.000 TL'ye yükselmiştir[185]. 19 Şubat 2001'de yaşanan siyasi gerginlik de mevcut durumu iyece kötüleştirmiştir. Dövize hücum başlamış ve ekonomi yeni bir krizin eşiğine gelmiştir. Merkez Bankası Kasım ayındaki likidite krizi ile başlayan ve Şubat 2001'de dövize hücum krizine dönüşen olumsuz durumu giderebilmek ve TL'nin değerini korumak için rezervlerinin büyük bölümünüsatmak zorunda kalmıştır. Bu durum kısa dönem faiz oranlarının %5000'in üstüne fırlamasına neden olmuştur. Piyasalardaki baskı üzerine hükümet uygulanan kur politikasını daha fazla uygulayamayacağını anladığı için 22 Şubat 2001'de kuru dalgalanmaya bırakmıştır[186].

Yaşanan her iki kriz de ekonomiyi olumsuz yönde etkilemiş ve telafisi güç sorunlara neden olmuştur. Türkiye ekonomisinde ilk defa 13 adet banka peş peşe iflas etmiştir. Bu iflaslar devletin sırtına eklenen bir yüktür. Çünkü batan bankalar Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilmekte ve bu şekilde zararları

[185] Seyhun Doğan, Halil Özekicioğlu, "Güney Kore ve Türkiye'de Uygulanan IMF Politikaları", **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 6, Sayı 1, 2005, s. 156,157.
[186] Yeldan,**op.cit.**,p.2.

kamulaştırılmaktadır. Devredilen bu bankaların zararlarının tahsili de çoğunlukla gerçekleştirilememiştir[187]. Ancak 2001 Şubat ayında yaşanan kriz 2000 Kasım krizine göre daha şiddetli olmuştur. Kasım krizinde döviz fiyatları fazla etkilenmezken, Şubat krizinde döviz ve faizdeki artış çok daha fazla olmuştur. Bu durum karşısında da dövizdeki artışı durdurmak için rezerv satışı yapılmış ve rezervler önemli oranlarda azalmıştır. Ekonomik krizlerin reel ekonomiye etkileri de önemli boyutlarda olmuştur. Şubat krizi sonrasında GSMH yılın ilk çeyreğinde % 4,5 oranında daralmış, imalat sanayide kapasite kullanım oranı düşmüş ve yatırım harcamaları azalmıştır[188]. Ayrıca kriz sonrası dönemde 434 bin kişilik bir istihdam kaybı yaşanmıştır. İşsizlik oranı da 2001'de %6,9 iken; 2002 yılında % 9.6 olarak gerçekleşmiştir[189]. Dolayısıyla Kasım ve Şubat Ekonomik krizleri ekonominin tümünü etkilemiş, üstesinden gelinmesi güç kalıcı problemlerin oluşmasına neden olmuştur. Ekonomi %9,5 oranında daralmıştır. Öte yandan yabancı sermaye 2001 yılında 3 milyar 266 milyon dolar iken, 2002 yılında 585 milyon dolara düşmüştür. Dış borç ise 131 milyar 200 milyon dolara yükselmiş ve faiz oranları artmıştır.

[187] Gülten Kazgan, "Küreselleşmiş Dünyada Küreselleşen Türkiye'nin Krizleri", **İktisat Dergisi**, Şubat-Mart 2001, s.29.
[188] Kazgan, **op.cit.** , s. 244,245.
[189] Dilek Eyüboğlu,**2001 Krizi Sonrasında İşsizlik ve Çözüm Yolları**, Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları, No:674,Ankara,2003,s.36.

Tablo 3.6.: 1999-2002 Yıllarında Türkiye'nin Temel Ekonomik Göstergeleri

	1999	2000	2001	2002
GSMH (% değişim)	-6,1	6,3	-9,5	7,8
KİŞİ BAŞINA DÜŞEN GSMH($)	1.975	2.065	1.838	1.950
DIŞ TİCARET AÇIĞI/GSMH (%)	5,6	11,1	3,1	4,6
CARİ İŞLEMLER DENGESİ/GSMH (%)	-0,7	-4,9	2,3	-0,8
ULUSLAR ARASI REZERVLER (Milyon $)	33.751	34.159	30.192	38.067
YABANCI SERMAYE (Milyon $)	783	982	3.266	585
DIŞ BORÇ (Milyon $)	102.992	118.702	113.826	131.200
DIŞ BORÇ/GSMH	54,9	59,0	79,0	72,2
İNTERBANK GECELİK FAİZ ORANI (%)	69,90	198,95	59,00	44,00
KONSOLİDE BÜTÇE AÇIĞI/GSMH	-11,9	-10,9	-16,9	-15,2
İÇ BORÇ STOKU (bin YTL)	22.920.166	36.420.620	122.157.260	149.869.691
ENFLASYON ORANI (%)	43,7	53,7	57,7	45,0
İŞSİZLİK ORANI (%)	8,0	6,5	8,4	10,3

Kaynak: DPT, "Ekonomik Göstergeler", (Çevrimiçi) , http://ekutup.dpt.gov.tr, 18.03.2011'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Türkiye'de kronikleşen enflasyon sorununa ve istikrarsız makroekonomik göstergelere çözüm getirmek amacıyla uygulamaya konulan 2000 Enflasyonu Düşürme Programı daha ilk yılında ekonomik krizlerle sarsılmıştır. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri Türkiye'nin ekonomik tarihinde meydana gelen en büyük krizlerdir. 2002 yılına kadar sürmesi planlanan ekonomik program Şubat krizinin ardından son bulmuştur. Bu programın çöküşünden sonra ise "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" adıyla yeni bir istikrar programı yürürlüğe konulmuştur.

3.4. BULAŞICILIK ÜZERİNE BİR UYGULAMA

1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen finansal krizler incelendiğinde görülmektedir ki, krizler genel olarak; finansal serbestleşmenin yaygınlaşması, finansal sektöre yönelik düzenlemelerin asgari düzeye indirilmesi ve

uygulanan hatalı politikalar sonucu meydana gelmiştirler. Bu dönem krizlerin en önemli özelliği, meydana geldiği ülke ile sınırlı kalmayıp, benzer ekonomik özelliklere sahip diğer ülkelere, hatta kimi zaman farklı özelliklere sahip ülkelere de sirayet etmiş olmalarıdır. Bu durum kriz literatüründe "bulaşıcılık" kavramının önem kazanmasına neden olmuştur.

Krizlerin bulaşıcılığında rol oynayan en önemli faktörler; uluslararası ticaret, sermaye akımları, beklentiler ve ortak borç verenle olmuştur. Bir ülkede meydana gelen kriz ile birlikte aynı zaman diliminde diğer ülkelerin; döviz kurlarında, faiz oranlarında ve borsa endekslerinde olumsuz gelişmelerin meydana gelmesi durumunda, bulaşıcılıktan söz edilebilir. Bulaşıcılığın varlığının ve etkinliğinin ölçülebilmesi amacıyla söz konusu değişkenler kullanılarak ekonometrik modelleme yöntemlerinden yararlanılabilmektedir. Bu veri türlerinin varyansları zaman içerisinde değişebilmektedir.Ancak, geleneksel zaman serisi modelleri hata varyansının zaman içinde değişmediği varsayımına dayanmaktadır. Bu nedenle, değişen varyans sorunu içeren veriler için geleneksel zaman serisi modellerinin parametre tahminleri istatistiki açıdan anlamsız hale gelmektedir. Dolayısıyla değişken varyansa sahip veriler ile tahmin yapılabilmesine yönelik, varyansın zaman içerisinde değişmesine izin veren modeller geliştirilmiştir. Bunlardan en önemlisi Engle tarafından geliştirilen ve hata teriminin varyansını, önceki dönem hata terimlerinin kareleri ile ilişkilendiren "Otoregresif Koşullu Değişen Varyans Modeli (ARCH)"dir[190].Engle tarafından 1982 yılında geliştirilen ARCH modelleri, zaman serilerinin varyansının tahmin edilmesini sağlar.

Engle, zaman serisi modellerindeki hata terimlerinin varyansının sabit olmadığının kanıtlamıştır. Bu çalışmayı, İngiltere'nin enflasyon verilerini kullanarak gerçekleştirmiştir. Engle, enflasyon modellerinde büyük ve küçük tahmin hatalarının kümeler halinde ortaya çıktığını, bu nedenle tahmin hatalarının varyansının, önceki dönem hata terimlerinin büyüklüğüne bağlı olduğu sonucuna ulaşmıştır. Dolayısıyla zaman serisi verilerinde "otokorelasyon"dan söz konusudur. Bu sonuçtan hareketle,

[190] Robert F. Engle, **Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation, Ekonometrica**, 50(4), pp. 987-1008.

geleneksel zaman serisi modellerindeki sabit varyans varsayımını terk ederek, hata terimi varyansının önceki dönem hata terimlerinin karelerinin bir fonksiyonu olarak değişmesine olanak sağlayan ARCH modeli geliştirilmiştir. Modelin en basit gösterimi aşağıdaki gibi olup, "ε_t" hata terimini ifade etmektedir:

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1} + \varepsilon_t$$

ARCH modelinin zaman serilerini tahmin etmekteki başarılı sonuçlarının yanında, bazı zayıflıkları da söz konusu idi. Bunlar[191];

- Önceki döneme ait şoklara modelde kareleri alınmak suretiyle yer verilmiştir. Bu durum pozitif ve negatif şokların aynı etkilere neden olduğu sonucuna ulaşılmasına yol açmıştır,
- Katsayılar çok katı kısıtlara tabi tutulmuştur,
- Finansal zaman serilerindeki değişimlerin nedenlerinin belirlenmesi amacıyla herhangi bir katkı sunmamakta, sadece koşullu varyansın nasıl davrandığının belirlenmesi amacına yönelik, teknik konusunda öneride bulunmaktadır.

Yukarıda söz edilen zayıflıklarına ek olarak, ARCH modelinin ampirik uygulamalarında gecikmeler çok gerilere gidebildiği için çok fazla sayıda parametrenin tahmin edilmesi gerekliliği de söz konusudur. Bu sakıncaları giderebilmek amacıyla, 1986 yılında Bollerslev "Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans Modeli (GARCH)" geliştirmiştir. GARCH modelini ARCH modelinden ayıran en önemli özelliği, koşullu varyans denkleminde, koşullu varyansın gecikmelerinin de yer almasıydı[192]. Daha yalın bir dille ifade etmek gerekirse, ARCH ve GARCH modellerinde bir verinin, başka verilerin değişiminden nasıl etkilendiği analiz edildiği gibi, verinin kendi değerinin geçmiş değerlerinden nasıl etkilendiği de analiz edilir. GARCH modelinde, ARCH modelinden farklı olarak, veriyi etkileyen tüm tahmin edilemeyen değişkenler modele dâhil edilir. GARCH(p,q) modeli;

[191] Tim Bollerslev, "Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity", **Journal of Econometrics**, V. 31, pp. 307-327.
[192] Bollerslev,**loc.cit.**.

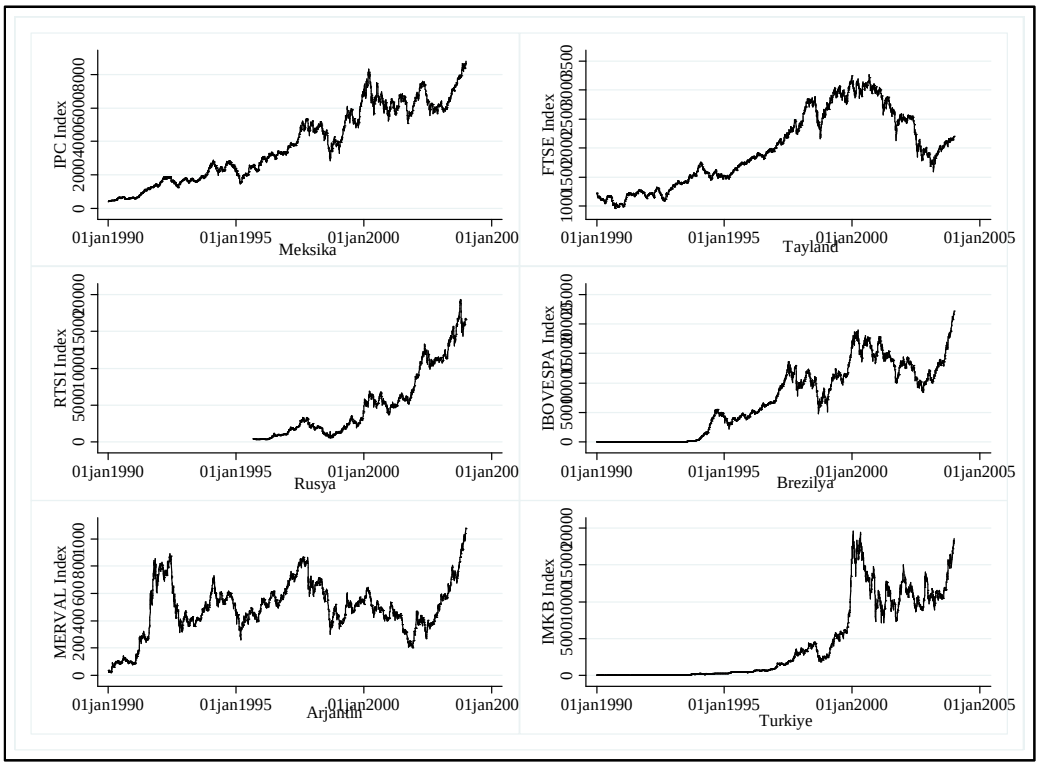
$$R_t = X_t\delta + \varepsilon_t$$

$$\varepsilon_t = \sigma_t v_t$$

şeklinde ifade edilmekte olup, "ε_t" hata terimidir. Hata terimi eşitliğinde yer alan "v_t", varyansı bire eşit olan beyaz gürültü süreci olarak ifade edilmekte ve ε_t ile v_t'nin gecikmeli değerleri birbirinden bağımsız kabul edilmektedir. Beyaz gürültü süreci; birbirinden bağımsız, sıfır ortalama ve sabit varyanslı, normal dağılan bir dizi tesadüfi değişkenin oluşturduğu süreçtir.

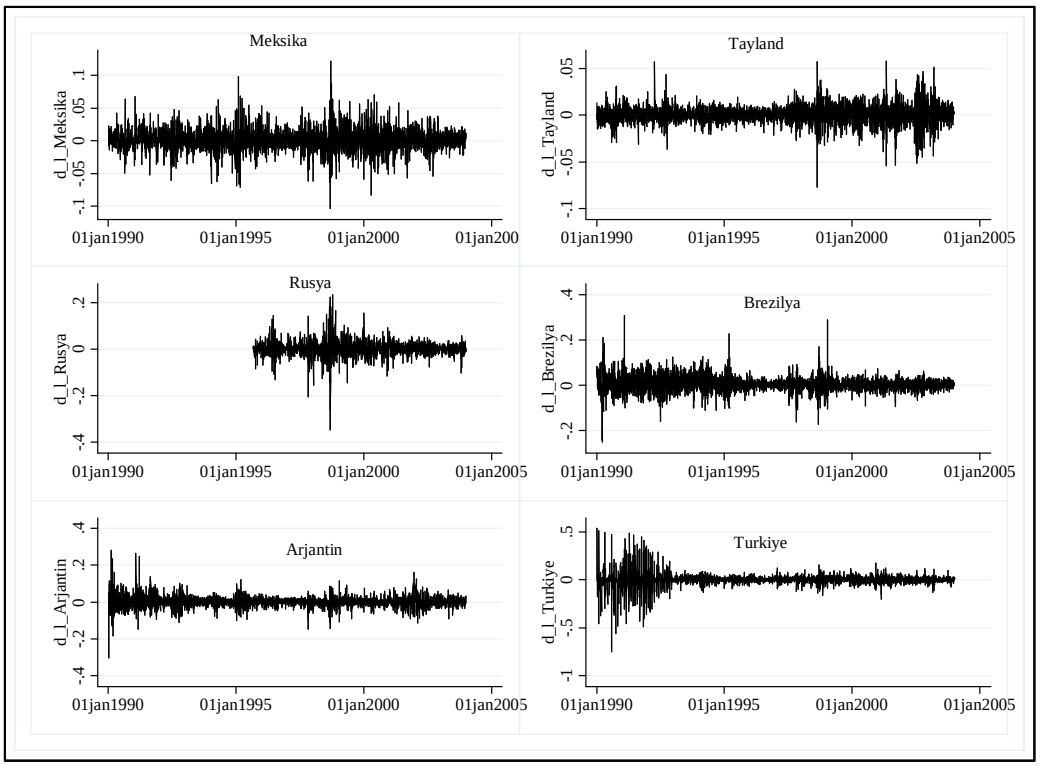
1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerin bulaşıcılığının test edilmesinde, finansal zaman serilerinin yukarıda değinilen özelliğinden dolayı, GARCH modelinden yararlanılmıştır. Modelin oluşturulmasında,hisse senedi endekslerinden yararlanılmış ve bir ülkede meydana gelen kriz esnasında, bir başka ülkenin hisse senedi endeksindeki değişim ele alınarak, bulaşıcılık açısından yorumlanmıştır. Bu amaç kapsamında; Meksika, Tayland, Rusya, Brezilya, Arjantin ve Türkiye'nin günlük hisse senedi endeks verilerinden yararlanılmıştır. Söz konusu veriler 1 Ocak 1990 ile 31 Aralık 2003 tarih aralığına ait olup, ülkelerin merkez bankaları internet sitelerinden derlenmiştir.

Hisse senedi endeks verisinin genel özelliklerinin incelenebilmesi amacıyla, ilk olarak verilerin ortalama, minimum, maksimum değerleri ile standart sapmaları hesaplanmış ve hesaplama sonuçlarına EK 1, 2 ve 3'te yer verilmiştir. Sonrasında, verinin durağanlığı, Dickey Fuller testinden yararlanılarak sınanmıştır. Testin hipotezi "Veriler durağan değildir." olup, özellikle hisse senedi endeksi gibi zaman serisi verilerinde, beklenen sonuç hipotezin kabul edilmesidir. Testin sonuçlarını gösteren EK 4 incelendiğinde, hipotezin sonucunun gösteren test istatistiğinin % 1 kritik değer aralığı içerisinde kaldığı, dolayısıyla hipotezin kabul edilerek, verinin "durağan olmadığı" sonucuna varılır. Grafik 3.1.'de yer alan ve hisse senedi endeksi değerlerini gösteren grafikler incelendiğinde, verinin hareketinden de verilerin durağan olmadığı anlaşılır.Grafiklerde dağınık bir salınım söz konusudur.



Grafik 3.1.: Hisse Senedi Serileri

Durağan olmayan verilerin önce logaritmaları, ardından logaritmalarının birinci farkları hesaplanarak, verinin durağan hali elde edilir. Elde edilen veriler Dickey Fuller testine tabi tutulur ve yeni veriler durağanlık açısından irdelenir. Test sonuçlarını gösteren EK 6 incelendiğinde, test istatistiğinin % 1 kritik değer aralığı içerisinde yer almadığı, dolayısıyla hipotezin reddedildiği görülür. Bu sonuçtan hareketle, verinin durağan hale geldiği ifade edilebilir. Yeni durağan veriler ile oluşturulan ve aşağıda yer alan Grafik 3.2. incelendiğinde, Grafik 3.1.'den oldukça farklı grafikler gözlemlemek mümkün olur. Grafiklerin salınımı belirli noktalar etrafında toplanmış olup, bu durum durağanlıktan kaynaklanmaktadır.



Grafik 3.2. : Hisse Senedi Getiri Serileri

Veri modellemeye uygun hale getirildikten sonra, hangi modelin kullanılacağı önen kazanmaktadır. Hisse senedi endeksleri "finansal zaman serileri" olarak adlandırılabilen veri türleri olup, yukarıda değinildiği üzere durağan olmayan, dolayısıyla, volatilitesi yüksek verilerdir. Verilerin varyanslarının zaman içinde değişmesi nedeniyle, hisse senedi endeksleri "Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans Modeli" olarak da adlandırılan "GARCH" ve "ARCH" modelleri ile modellenebilmektedirler[193].

Bu çalışmada, 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerin bulaşıcılığının test edilmesinde kullanılanGARCH modelinin sonuçları EK 7'de yer almaktadır. Sonuçlar değerlendirilirken ARCH katsayısı, GARCH katsayısı ve bu iki katsayının toplamı dikkate alınacaktır. ARCH katsayısı arttıkça, ARCH ve

[193] Cüneyt Akar, "Volatilite Modellerinin Öngörü Performansları: ARCH, GARCH ve SWARCH Karşılaştırması", **İşletme Fakültesi Dergisi**, Cilt 8, Sayı 2, 2007, 201-217.

Tablo 3.7. : GARCH Model Katsayılarının Krizlerin Bulaşıcılığı Açısından Değerlendirilmesi

Ülke	Tarih Aralığı	ARCH Katsayısı (α)	GARCH Katsayısı (β)	α + β
Meksika	01.01.1999-31.12.2003	1,0322	0,2624	1,2946
	01.07.1994-30.06.1995	0,8948	-0,9557	-0,0609
Tayland	01.01.1999-31.12.2003	1,0233	0,264	1,2873
	03.01.1997-31.12.1997	0,4072	0,4732	0,8804
Rusya	01.01.1999-31.12.2003	0,2911	0,4471	0,9203
	01.07.1998-31.12.1998	1,0156	0,6224	1,638
Brezilya	01.01.1999-31.12.2003	1,0368	0,262	1,2988
	25.06.1998-30.06.1999	0,2076	0,4632	0,6708
Arjantin	01.01.1999-31.12.2003	1,0110	0,2817	1,2927
	03.01.2001-29.03.2002	0,2039	0,7365	0,9404

GARCH katsayılarının toplamı da artmaktadır, bu durumda modelin "ısrarcılığı" artmaktadır. "Israrcılık" bulaşıcılık açısından ele alınırsa, ısrarcılığın artması aynı zamanda bulaşıcılığın da artması anlamına gelmektedir. Daha sağlıklı sonuçlar elde edebilmek amacıyla veriler hem 1 Ocak 1990 ile 31 Aralık 2003 tarih aralığında hem de her ülkenin kriz dönemlerinde ayrı ayrı analiz edilmiştir. Analiz sonuçları Tablo 3.7.'de yer almakta olup, veriler herhangi bir tarih aralığı gözetilmeksizin modellenirse, Türkiye üzerinde en büyük etkileri olan krizlerin, Brezilya ile Meksika krizleri olduğu sonucuna ulaşılır. ARCH ve GARCH katsayılarının toplamı sırası ile 1,2988 ve 1,2946 olduğu göz önünde bulundurularak bu değerlendirme yapılabilmektedir. 0,9203 ile katsayıları toplamı en küçük olan Rusya krizinin de en az etkili kriz olduğu görülür. Bununla birlikte, krizlerin meydana geldiği tarih aralıkları dikkate alınarak yapılan modellemenin sonuçları değerlendirildiğinde sonuçlar değişmektedir. ARCH ve GARCH katsayıları toplamı 1.638 olan 1998 Rusya krizinin, Türkiye'ye yönelik bulaşıcı etkilerinin en fazla, 1994 yılında meydana gelen Meksika krizinin iseARCH ve GARCH katsayılarının toplamının negatif olduğu dikkate alındığında, en az etkiliolduğu sonucuna ulaşılır. Rusya ile Türkiye komşu ülkeler olup, aynı zamanda dış ticaret ilişkisi olan ülkelerdir. Dolayısıyla, gerek coğrafi konumları, gerekse ticari ilişkileri dikkate alındığında ulaşılan sonuç olağandır. Bununla birlikte, uluslararası yatırımcılar da ülkeyi aynı

kategoride değerlendirmektedirler. Rusya'da meydana gelen kriz sonrasında, coğrafi konumu ve dış ticaret ortaklıkları nedeniyle Türkiye'nin ekonomisinin bu krizden olumsuz etkileneceği beklentisi ile hareket ederek, Rusya piyasalarını terk etmekle yetinmeyerek diğer gelişmekte olan ülke piyasalarını da, dolayısı ile de Türkiye piyasalarını da terk etmişlerdir.

SONUÇ

Ekonomik kriz, ekonomide aniden ortaya çıkan olayların, ülke ekonomisini ciddi anlamda sarsacak sonuçlar ortaya çıkarması olarak tanımlanabilmektedir. Ülke ekonomilerinde neden olduğu sorunlar nedeniyle her zaman gündemde olup, meydana geldiği sektörler dikkate alınarak finansal kriz (mali sektör krizi) ve reel kriz olarak iki farklı başlık altında incelenmektedirler. Finansal sektör kaynaklı krizler finansal kriz, arz-talep dengesinin bozulması sonucu ortaya çıkan ekonomik krizler ise reel kriz olarak tanımlanmaktadır. Ancak her iki kriz türü birbirini tetikleyebilmekte, dolayısı ile bir arada görülebilmektedir.

Ekonomiye yönelik tahribatları ve reel krizleri tetikleme olasılıkları dikkate alındığında, finansal krizler ekonomi yazınında araştırma konusu olmuştur. Finansal krizler birçok ekonomi okulu tarafından ele alınarak; Yeni Keynesci Okul, Post Keynesci Okul, Monetarist Okul ve Marksist Okul tarafından farklı oluş nedenleri çerçevesinde açıklamışlardır. Bununla birlikte finansal krizler de sebepleri dikkate alınarak kendi içinde; para krizi, bankacılık krizi ve dış borç krizi olmak üzere üç ana başlık altında gruplandırılmıştır. Ülke parasına yönelik spekülatif bir atağın devalüasyonla sonuçlanması “para krizi”, bankaların yükümlülüklerini yerine getiremeyip iflas etmesi, mevduatlarını geri alamama korkusu ile mudilerin bankalardan kaçışları ya da geri dönmeyen kredilerin olması durumu “bankacılık krizi”,bankacılık krizleri ile para krizlerinin birlikte meydana geldiği krizler ise “ikiz kriz”, bir ülkenin kamu ya da özel kesime ait dış borçlarını ödeyememesi nedeniyle meydana gelen krizler “dış borç krizi” olarak tanımlanmıştır.

Finansal krizlerin ekonomi literatüründe önem kazanmasının en büyük nedeni, 1990’lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde ardı ardına meydana gelen krizlerdir. 1994 Meksika krizi, 1997 Doğu Asya krizi, 1998 Rusya krizi, 1999 Brezilya krizi, 2001 Arjantin ve Türkiye krizleri bu dönemde meydana gelmiştir. Bu dönemde krizlerin artmasının en büyük nedeni, 1980’li yılların sonunda gelişmekte olan ülkelerde finansal serbestleşmenin yaygınlaşması ve finansal sektöre yönelik düzenlemelerin asgari düzeye indirilmesidir. Ayrıca bu yaşanan söz konusu krizler

sadece ülkenin meydana geldiği ülke ile sınırlı kalmamış ve diğer ülkeleri de etkilemiştir. Örneğin Meksika krizi Arjantin ve Brezilya'yı, Doğu Asya krizi Rusya, Arjantin, Brezilya ve Türkiye'yi, Rusya krizi de Brezilya ve Türkiye'yi olumsuz yönde etkilemiştir. Bu durum "bulaşıcılık" kavramının önem kazanmasına ve birçok ekonomist tarafından ele alınmasına neden olmuştur.

Bulaşıcılık kavramı birçok farklı tanımlamaya konu olmuştur. Bununla birlikte genel olarak ortak görüş, bir ülkede yaşanan bir olayın kısa süre içerisinde ve hızlı bir şekilde birkaç ülkeyi etkilemesinin bulaşıcılık olarak tanımlanabileceği yönündedir. Bulaşıcılık kavramı ile birlikte finansal krizlerin bir ülkeden diğerine bulaşmasında etkin olan "bulaşma kanalları" olarak ifade edilen faktörler de el alınmıştır. Bulaşma kanallarını farklı yönlerden ele alınmış, ancak genel olarak benzer açıklamalar yapılmıştır. Ortak şoklar, uluslararası ticaret, rekabetçi devalüasyonlar ve finansal bağlantılar olmak üzere, "temel değişkenlere bağlı (Fundamentals-based contagion)" bulaşma, asimetrik bilgi ve beklentilerden kaynaklanan bulaşma, Kaminsky, Reinhart ve Vegh tarafından "Günahkâr Üçlü" olarak adlandırılan, uluslararası sermaye akımları, sürpriz gelişmeler ve ortak borç verenlerin neden olduğu bulaşma başlıca bulaşma kanalları olarak tanımlanmıştır.

1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen finansal krizler bulaşıcılık açısından irdelendiğinde, yukarıda sözü edilen bulaşma kanallarının birçoğunun etkin olduğu sonucuna varılmıştır. 21.yy'ın ilk önemli krizi olarak tanımlanan1994 Meksika krizi hızla gelişmekte olan tüm piyasaları etkisi altına almıştır. Gelişmekte olan diğer ülkelere etkisinden dolayı Meksika ekonomik krizinden "Tekila Etkisi" olarak da bahsedilmektedir. 1994 Meksika Krizi'nden sonra gündeme gelen bulaşıcılık, küreselden ziyade bölgesel nitelikli olup, "yatırım fonları" başlıca bulaşma kanalıdır. Meksika krizinden başta Latin Amerika ülkeleri olmak üzere, bazı Asya ülkeleri ile gelişmiş ülkeler de etkilenmiştir.

2 Temmuz 1997'de Tayland bahtının değer kaybetmesiyle başlayanDoğu Asya krizi de kısa sürede döviz kuru ile ilgili spekülasyonların yayılmasıyla birlikte Malezya, Güney Kore, Filipinler ve Endonezya'ya da yayılmıştır. Bununla birlikte Doğu Asya krizinden sadece Asya ülkeleri değil, Latin Amerika da etkilenmiştir.

Uluslararası yatırımcılar, “Para Kurulu” uygulamasına sahip Hong Kong borsalarının 1997 yılında değer kaybetmesinden sonra, aynı döviz kuru uygulamasına sahip olan Arjantin’in parasının da spekülatif atağa maruz kalacağı beklentisi ile Arjantin borsalarından çıkmış, dolayısıyla Arjantin de krizden olumsuz yönde etkilenmiştir. Meydana gelen finansal kriz, sadece bölge ile sınırlı kalmayarak aynı zamanda gelişmekte olan diğer ülkelere de sirayet etmiştir. Doğu Asya krizinin bulaşıcılığında rol oynayan bulaşma kanaları ise uluslararası ticaret, yabancı yatırımcıların beklentileri ve uluslararası bankalar olmuştur.

Doğu Asya krizini müteakiben; 1998 yılında Rusya, 1999 yılında Brezilya, 2001 yılında ise Arjantin ve Türkiye krizlerinin yaşandığı görülmektedir. Bu krizlerden özellikle Rusya krizi, Brezilya, Arjantin ve Türkiye diğer gelişmekte olan diğer ülkeleri de etkilemiştir.

1990’lı yıllar Türkiye açısından da sorunlu olmuştur. 1989 yılında uluslararası ticaretin önündeki engellerin kaldırılması ve ardından sermaye hareketleri serbestleştirilmesi ile dışa dönük politikalar hayata geçirilmiş ve daha liberal bir ekonomik yapıya ulaşmaya yönelik adımlar atılmıştır. Ancak başta finans sektörü olmak üzere yapısal sorunlarının varlığı ve hükümetlerin uygulamaya koyduğu kuralsız ekonomi politikaları nedeniyle, 1994 ve 2001 yıllarında iki önemli ekonomik kriz yaşanmıştır. 1994 krizi öncesinde, enflasyon ve faiz oranlarını düşürmek amacıyla uygulamaya konulan ekonomik önlemler, Merkez Bankası kaynaklarına giderek daha sık başvurulması nedeniyle ülke ekonomisine yönelik güven kaybı dolayısıyla hedeflerine ulaşamamıştır. Ekonomik istikrara duyulan güvenin azalması nedeniyle yabancı sermayenin ülkeyi terk etmek istemesiyle kurlar üzerindeki baskı iyice artmış ve Merkez Bankası rezervlerinin kuru savunmak için kullanılması olanağının ortadan kalkmasıyla 1994 yılında %100’lük bir devalüasyon gerçekleştirilerek ekonomik göstergelerin daha da bozulmasına neden olan 1994 Krizi’nin yaşanmasıyla sonuçlanmıştır.

2000 yılına gelindiğinde enflasyon sorunu çözümlenemediği için IMF destekli “2000 Enflasyonu Düşürme Programı” uygulamaya konulmuştur. Söz konusu istikrar programı gereğince, enflasyonu düşürmek amacıyla döviz kuru çıpa

olarak kullanılmıştır. Ancak, uygulamaya konulan “2000 Enflasyonu Düşürme Programı”, ekonomik göstergelerde ve bankacılık sektöründeki olumsuzluklar nedeniyle Kasım 2000’de ilk başarısızlığını yaşamıştır. Bankacılık sektöründeki sorunlara ek olarak, uygulamaya konulan ekonomik program ile çelişen politikaların uygulanması, 2001 yılında ekonomideki dengelerin iyice bozulmasına neden olmuş ve Şubat 2001’de yaşanan siyasi gerginlikle başlayan dövize hücum krizi sonrasında, uygulamaya konulan “2000 Enflasyonu Düşürme Programı” terk edilmiştir.

1990’lı yılarda gelişmekte olan diğer ülkelerde yaşanan krizlerin, Türkiye’de meydana gelen finansal krizlere olan etkilerinin analiz edilebilmesi amacıyla, “Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans Modeli” olarak da adlandırılan “GARCH” modeli kullanılmıştır. Modelin sonuçları değerlendirildiğinde Doğu Asya ve Rusya krizlerinin bulaşıcılık yönünden en ısrarcı etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır. Bununla birlikte, Türkiye’de 1994 ve 2001 yıllarında meydana gelen krizlerin gerekçesi olarak, Doğu Asya ile Rusya krizlerin bulaşıcı etkilerini sunmak mümkün değildir.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

Alp, Ali: **Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme.**

Akalın, Güneri: **Türkiye'de Ekonomi-Politik Kriz ve Piyasa Ekonomisine Geçiş**, 1. Basım, Akçağ Yayınları, No: 438, Ankara, 2002.

Aktan, Coşkun Can, Hüseyin Şen: **Globalleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye**, TOSYÖV Yayınları, Ankara, 1999.

Bastı, Eyüp: **Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Finansal Krizi Krizin Finans Sektörünün Verimliliğine ve Etkinliğine Etkileri**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 191, Ankara, 2006.

Demirci, Nedret: **Finansal Krizlerin Anatomisi Modern Kriz Teorileri Işığında Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 186, Ankara, 2005

Doğan, Seyhun: **IMF İstikrar Programları ve Türkiye**, Işıklı Yayın-Tanıtım, İstanbul, 1997.

Eğilmez, Mahfi, Ercan Kumcu: **Ekonomi Politikası**, 6. Basım, Remzi Kitabevi, Haziran 2004.

Eğilmez, Mahfi: **Küresel Finans Krizi, Para Sisteminin Eleştirisi**, 2. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2008.

Eroğlu, Ömer, Mesut Albeni: **Küreselleşme Ekonomik Kriz ve Türkiye**, Bilim Kitabevi Yayınları.

Eyüboğlu, Dilek: **2001 Krizi Sonrasında İşsizlik ve Çözüm Yolları**, Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları, No: 674, Ankara, 2003.

İlyas, Atilla İmrahor: **Asya Krizi, Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No: 1998–47, İstanbul, 1998.

Kansu, Aydan: **Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**, Derin Yayınları, İstanbul, 2004.

Karabulut, Gökhan: **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, Der Yayınları, İstanbul, 2002.

Kepenek, Yakup, Nurhan Yentürk: **Türkiye Ekonomisi**, 13. Basım, Remzi Kitapevi, 2003.

Mussa, Michael: **Arjantin ve IMF: Zaferden Trajediye**, Çev. I.Halit Elçi, İstanbul, 2003.

Özer, H.Gül: **Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi (1990 Sonrası Asya ve Türkiye Örneği)**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 189, Ankara, 2006.

Özatay, Fatih: **Finansal Krizler ve Türkiye**, 1. Basım, Doğan Kitap, İstanbul, 2009.

Parasız, M.İlker: **Kriz Ekonomisi, Hiperenflasyon ve Yüksek Enflasyonla Mücadelede Ünlü İstikrar Politikaları ve 5 Nisan 1994 Kararları**, Bursa, 1995.

Stiglitz, Joseph E.: **Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı**, Çev.Arzu Taşçıoğlu, Deniz Vural, 2004.

Yay, Turan, Gülsün Gürkan Yay, Ensar Yılmaz: **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No: 2001-47, İstanbul, 2001.

Yentürk, Nurhan: **Körlerin Yürüyüşü, Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2003.

MAKALELER

Akalın, Gülsüm: "Döviz Kuru Rejimleri; Üç Büyükler ve Gelişen Piyasa Krizlerinden Çıkarılan Dersler Üzerine, **Banka - Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Temmuz 2001, Sayı: 7, s. 23-42

Akar, Cüneyt: "Volatilite Modellerinin Öngörü Performansları: ARCH, GARCH ve SWARCH Karşılaştırması", **İşletme Fakültesi Dergisi**, Cilt 8, Sayı 2, 2007, s. 201-217.

Akat, Asaf S.: "1994 Bunalımı Üstüne Çeşitlemeler",**Görüş**, TÜSİAD Yayını, Haziran 1994, s.16-34.

Akerlof, George A.: "The Markets for Lemons: Quality, Uncertainity and The Market Mechanism", **Quarterly Journal of Economics**, 84, 1970, pp. 489-493.

Aziz, Jahangir, Francesco Caramazza, Ranil Salgado: "Currency Crises: In Search of Common Elements", **IMF Working Paper**, No: 67, March 2000, pp. 1-25.

Baig, Taimur, Ilan Goldfajn: "The Russian Default and the Contagion to Brazil", **IMF Working Paper**, WP/00/160, August 2000, 1-47.

Bollerslev, Tim: "Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity", **Journal of Econometrics**, V. 31, February 1986, pp. 307-327.

Calvo, Guillermo A., Enrique G.Mendoza: "Mexico's Balance of Payments Crisis A Chronicle of a Death Foretold", **Journal of International Economics**, Volume 41, Nos.3/4, November 1996, pp.235–265.

Cerra, Valerie, Chaman Saxena: "Contagion, Monsoons, and Domestic Turmoil in Indonesia: A Case Study in the Asian Currency Crisis", **IMF Working Paper**, No: 60, March 2000, 1-15.

Demirgüç Kunt, Aslı, Enrica Detragiache: "The Determinants of Banking Crises in Developing Countries", **IMF Staff Paper**, Vol: 45, No: 1, March 1999.

Demirkol, Özgür : "Korea in 1997 and Turkey in 1994 How Did Crisis Happen?", **Hazine Dergisi**, Sayı 13, Ocak 2000, s. 51–65.

Doğan, Seyhun: "2000'li Yıllarda Türkiye'nin Ekonomik İstikrar Arayışları", **Maliye Araştırma Merkezi Konferansları**, 49. Seri, Yıl: 2006, s.102–122.

Doğan, Seyhun: "2000–2002 Dönemi Stand-by Programı'nın Türkiye Ekonomisi Hedefleri-Politikaları", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl: 37, Sayı: 5, Mayıs 2000, s.3–24.

Alper, Emre: "The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong", **Russian and East European Finance and Trade**, Vol.37, No.6, 2001, pp.51–71.

Doğan, Seyhun, Halil Özekicioğlu: "Güney Kore ve Türkiye'de Uygulanan IMF Politikaları", **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 6, Sayı 1, 2005, s. 147–176.

Doğan, Seyhun: "Yakın İzleme Programı (Staff Monitored Program)'nın 1999 Yılı Hedefleri-Sonuçları ve Beklentiler", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Sayı: 11, Kasım 1999, s.3–13.

Dornbusch, Rudiger, Alejandro Werner, Guilermo Calvo, Stanley Fischer: "Mexico: Stabilization, Reform and No Growth", **Brookings Papers on Economic Ativity**, Vol. 1994, No. 1, 1994, pp. 253-315.

Dornbusch, Rdiger, Yung Chul Park, Stijn Claessens: "Contagion: Understanding How It Spreads", **The World Bank Research Observer**, Volume 15, No: 2, August 2000, pp. 177-197.

Engle, Robert F.: "Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation", **Ekonometrica**, 50(4), pp. 987-1008.

Caprio, Gerard: "Banking On Crises: Expensive Lessons From Recent Financial Crises", **World Bank Policy Research Paper**, September 1998, pp. 1-34.

Gil-Diaz, Francisco: "The Origin of Mexico's 1994 Financial Crisis", **Cato Journal**, Volume 17, No. 3, 1998, pp. 303-313.

Gökçe, Deniz: "Kriz Gerekli Miydi?", **Görüş**, TÜSİAD Yayını, Mart 1994, s. 26–31.

Gültekin, Bülent: "Krizin Nedeni: Reel Dengelerde Bozulma" , **Görüş**, TÜSİAD Yayını, Mart 1994, s. 32–35.

Günçavdı, Öner, Suat Küçükçifçi: "Türkiye Ekonomisinin Üretim ve İstihdam Yaratma Kapasitesi Üzerine Gözlemler", **İktisat İşletme ve Finans**, 19.Yıl, Mart 2004, s.16–39.

İnan, E.Alpan: "Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi", **Bankacılar Dergisi**, S.42, 2002, 57–74.

İnan, E.Alpan: "Finansal Krizler, Serbest Kur ve Ekonomik Büyüme", **Bankacılar Dergisi**, Sayı 41, 2002, s.51–67.

Irwin, Gregor, David Vines: "A Krugman-Dooley-Sachs Third Generation Model of the Asian Financial Crisis", **CIES Discussion Paper**, No.99/15, pp. 2,3.

Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart: "On Crises, Contagion, and Confusion", **Journal of International Economics**, Volume 51, No.1, June 2000, pp.145-168.

Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart: "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payment Problems", **American Review**, Vol. 89, No. 3, June, pp. 473-500.

Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart, Carlos A. Vegh: "The Unholy Trinity of Financial Contagion", **Journal of Economic Perspectives**, Volume 17, Number 4, Fall 2003, pp. 51-74.

Kawai, Masahiro Richard Newfarmer, Sergio Schmukler: "Crisis and Contagion in East Asia, Nine Lessons", **World Bank Policy Reserarch Working Paper**, June 2001.

Kazgan, Gülten: "Küreselleşmiş Dünyada Küreselleşen Türkiye'nin Krizleri", **İktisat Dergisi**, Şubat-Mart 2001, s.26–31.

Kibritçioğlu, Aykut: "Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969–2001", **Yeni Türkiye**, Yıl: 7, Sayı: 41 (Ekonomik Krizler Özel Sayısı I)/ Eylül-Ekim, s.174–182.

Krugman, Paul: "A Model of Balance-of-Payments Crises", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 11, No. 3, August 1979, pp. 311- 325.

Martinez, Justino De Ia Cruz,"Demand Shocks: "Evidence from a Vector Autoregression Model of Mexico's Recession and Recovery in the 1990s", **International Economic Journal**, Volume 17, Number 2, Summer 2003, pp.39,40.

Masson, Paul: "Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria", **IMF Working Paper**, No: 142, September 1998, pp. 1-30.

Minsky, Hyman P.: "The Capital Development of the Economy and the Structure of Financial Institutions", The Jerome Levy Institute of Bard College, WP. 72, 1992.

Minsky, Hyman P.: "Can It Happen Again?", Essays on Instability and Finance", M.E. Sharpe Inc. New York, 1982.

Özatay, Fatih: "The 1994 Currency Crisis in Turkey", **Yapı Kredi Research Department, Discussion Paper Series**, No: 99-01, January 1999, pp. 1-25.

Reinhart, Carmen, Graciela Kaminsky: "Bank Lending and Contagion: Evidence from the Asian Crisis", MPRA Paper No. 7580, 2001.

Sachs, Jeffrey, Aaron Tornell, Andrés Valesco: "The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?", **Journal of International Economics**, Volume 41, Nos.3/4, November 1996, pp.265–285.

Stiglitz, Joseph E., Andrew Weiss: "Credit Rationing In Markets With Imperfect Information", **The American Economic Review**, 71, No:3, 1981.

Şimşek, Mevlüdiye: "Finansal Küreselleşmenin Ekonomik Krizler Üzerindeki Etkileri ve Örnek Kriz Ekonomileri", **Finans-Politik&Ekonomik Yorumlar**, Yıl: 42, Sayı: 490, Ocak 2005, s.63–73.

Tunç, Hakan: "The Lost Gamble: The 2000 and 2001 Turkish Financial Crises in Comparative Perspective", The Turkish Economy in Crisis, Editors Ziya Öniş and Barry Rubin, London: Portland, OR; Frank Cass, 2003, pp. 31–50.

Türkiye Bankalar Birliği: "1994 Yılı Krizi Sonrasında Meksika'da Uygulanan Para Politikası", **Bankacılar Dergisi**, S.36, Mart 2001, s. 37-53.

Yılmaz, Ömer, Alaattin Kızıltan, Vedat Kaya: "İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 24, Ocak - Haziran 2005, s. 77-96.

İNTERNET KAYNAKLARI

Altınkemer, Melike: "Problems With Issuing Foreign Currency and Foreign Indexed Bonds in the Light of Mexican Experience",(Çevrimiçi), http://www.tcmb.gov.tr/ research/discus/dpaper17.html, 03.05.20012.

Averbug, Andre, Fabio Giambiagi: "The Brazilian Crisis of 1998-1999: Origins and Consequences",(Çevrimiçi), http://www.bndespar. gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_en/ Galerias/Download/studies/td77i.pdf, 20.12.2012.

Berg, Andrew, Catherine Pattillo: "The Challenges of Predicting Economic Crises", (Çevrimiçi);http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues22/index.htm, 13.06.2010.

Boothe, Ben B.: "Texas and Mexico, Immediate Impact of the Mexican Crisis", (Çevrimiçi), http://www.public.iastate.edu/~rjsalvad/scmfaq/crisis.html, 05.05.2012.

Bordo, Michael D., Bruce Mizrach, Anna J. Schwartz: "Real Versus Pseudo-International Systemic Risk: Some Lessons from History", (Çevrimiçi), http://www.nber.org/papers/w5371, pp. 3, 12.05.2011.

Calvo, Sara, Carmen M. Reinhart: "Capital Flows to Latin America: Is There Evidence of Contagion Effects?, (Çevrimiçi), http://mpra.ub.uni-muenchen.de/7124/1/contla.pap.pdf, 21.06.2010.

Carrasco, Enrique R.: "The 1980s: The Debt Crisi & The Lost Decade", (Çevrimiçi), http://www.uiowa.edu/ifebook/ebook2/contents/part1-V.shtml, 12.11.2010.

Celasun, Merih: "2001 Krizi,Öncesi ve Sonrası", (Çevrimiçi), http://www.econ.utah. edu/ehrbar/erc2002/pdf/053pdf,25.06.2010.

Celasun, Oya: "The 1994 Currency Crisis in Turkey", (Çevrimiçi), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=6150085, 25.06.2010.

Corsetti, Giancarlo, Marcello Pericoli, Massimo Sbracia: "Some Contagion, Some Interdependence: More Pitfalls in Tests of Financial Contagion", (Çevrimiçi), http://www.ssrn.com/abstract= 1263402, 22.06.2010.

De Beaufort Wijnholds, J. Onno: "The Argentine Drama: A View from the IMF Board", (Çevrimiçi), http://www.fondad.org/ uploaded/Argentina/Fondad-Argentina-Chapter7.pdf, 21.10.2012.

DPT: "Dokuzuncu Kalkınma Planı (2007–2013), (Çevrimiçi), http://ekutup.dpt.gov. tr/ plan/ix/ 9kalkinmaplani20070302.pdf, 01.05.2007.

Drazen, Allan: "Political Contagion in Currency Crises", (Çevrimiçi), http://www.nber.org/papers/ w7211.pdf, 21.06.2010.

Drazen, Allan, Stefan Hubrich: "Mixed Signals In Defending The Exchange Rate", (Çevrimiçi),http://www.econ.tav.ac.il/papers/macr o/mixed%20signalsevidence.pdf, 9.01.2011.

Edwards, Sebastian: "Interest Rate Volatility, Capital Control and Contagion", (Çevrimiçi), http://www.nber.org/ papers/w6756 , 02.05.2010.

Edwards, Sebastian: "The Mexican Peso Crisis? How Much Did We Know? When Did We Know It? (Çevrimiçi), http://www.nber.org/papers/W6334, 28.04.2012.

Eichengreen, Barry, Andrew Rose, Charles Wyplosz: "Contagious Currency Crises", (Çevrimiçi), http://www.nber.org/papers/w5681.pdf, 02.05.2010.

Ffrench-Davis, Ricardo, Rogerio Studart: "The Regional Fallout of Argentina's Crisis", (Çevrimiçi), http://www.fonclad.org/publications/argentina/Fondad_Argentina_Chapter 5.pdf, 11.12.2012.

Flood, Robert, Nancy Marion: "Perspectives On The Recent Currency Crises Literature", (Çevrimiçi), http://www.nber.org/papers/w6380, 01.12.2010.

Frankel, Jeffrey A., Sergio L. Schmukler: "Crisis, Contagion, and Country Funds: Effects on East Asia and Latin America", (Çevrimiçi), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=9516, 08.06.2010.

Fratzscher, Marcel: "On Currency Crises and Contagion", European Central Bank Working Paper Series, No: 139, April 2002, (Çevrimiçi), http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp139.pdf, 23.05.2010.

Gould, David M.: "Mexico's Crisis: Looking Back to Assess the Future", (Çevrimiçi), http://www.dalasfed.org/research/er/1995/er9520a.pdf, 29.01.2011.

Güloğlu, Bülent, Ender Altunoğlu: "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika,Meksika ve Türkiye Krizleri, (Çevrimiçi), http://www. econturk.org/Turkiyeekonomisi/Finvekriz.pdf, 07.05.2012.

Hacıhasanoğlu, Burçin: "Meksika 1994 ve Arjantin 2001–2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi", (Çevrimiçi), http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/burcinhacihasanoglu.pdf, 02.05.2007.

Ito, Takatoshi, Yuko Hashimoto: "High-Frequency Contagion of Currency Crises in Asia", (Çevrimiçi), http://www.nber.org/papers/w9376, 02.05.2010.

Kawai, Masahiro, Richard Newfarmer, Sergio Schmukler: "Crisis and Contagion in East Asia, Nine Lessons", (Çevrimiçi), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm? abstract_id=632679, 12.07.2010.

Kaminsky Graciela L., Carmen M. Reinhart: "On Crises, Contagion, and Confusion", (Çevrimiçi), http://home.gwu.edu/~graciela/home-page/research-work/ working-papers/contagion.pdf, 30.05.2010.

Krugman, Paul: "Currency Crises", (Çevrimiçi), http://web.mit.edu/krugman/crises.html, 12.12.2010.

Krugman, Paul: "What Happened to Asia", (Çevrimiçi), http://www.bresserpereira.org.br/Terceiros/Cursos/Krugman-WhatHappenToAsia.pdf, 01.02.2011.

Martin, Gary: "Employment and Unemployment in Mexico in the 1990s", (Çevrimiçi), http://www.bls.gov/opub/mlr/2000/11/art/full. pdf, 12.05.2012.

Martinez, Guillermo Ortiz: "What Lessons Does the Mexican Crisis Hold for Recovery in Asia", (Çevrimiçi),

http://www.internationalmonetaryfund.com/ external/pubs/ft/fandd/1998/06/ortiz.htm, 12.05.2012.

Martinez, Alejandra: "Weathering the Economic Storm: Mexican Crisis Experience Illustrates Need for Advanced Analytics, Greater Portfolio Intelligence", (Çevrimiçi), http:www.strategicanalytics.com/ articles/2001signals_mexicancrisis.php, 01.05.2012.

Meltzer, Allan H.: "Argentina and the IMF",(Çevrimiçi), http://www.tepper.cmu.edu/afs/andrew/ gsia/meltzer/Argentina3_5.doc, 03.05.2013.

Mishkin, Frederic S.: "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", (Çevrimiçi), http://www.nber.org/papers/w5600, 12.04.2011.

DİĞER KAYNAKLAR

Aydın, Üzeyir: "Türkiye'de 1980 Sonrası Dönemde Yaşanan Ekonomik Krizlerin Analizi", (Basılmış Yüksek Lisans Tezi, İktisadi Araştırmalar Vakfı, 2006), İstanbul.

Çakmak, Senem: "Karşılaştırmalı Finansal Kriz Analizleri: Latin Amerika, Asya ve Türkiye", (Basılmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi İktisat Anabilim Dalı, 2004), İstanbul.

İmer, Evrim: "Genel Kabul Gören Gözlemler Açısından Türkiye Ekonomisindeki Krizler ve Krizlerin Bulaşıcılığı Üzerine Bir Uygulama", (Basılmamış Uzmanlık Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Eylül 2003), Ankara.

TCMB: **Yıllık Rapor**,2001.

Hisse Senedi Endeksinin Temel İstatistiksel Göstergeleri

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
date	0				
Brezilya	3653	7136.88	5961.328	.006162	22236
Tayland	3558	1985.474	645.8955	962.09	3265.95
Rusya	2063	5189.054	4681.228	306.405	19318.14
Arjantin	3653	492.6495	193.2723	20.1	1077.98
Meksika	3653	3806.872	2219.511	418.93	8795.28
Turkiye	3448	4331.434	5317.025	23.1193	19577.27
Gunler	3653	13513.6	1476.544	10958	16070

EK 2

Hisse Senedi Endeksinin Ayrıntılı İstatistiksel Göstergeleri 1

Date

no observations

IBOVESPA Index

Percentiles		Smallest		
1%	.010591	.006162		
5%	.023485	.006374		
10%	.094629	.006734	Obs	3653
25%	53.572	.006856	Sum of Wgt.	3653
50%	6654.3		Mean	7136.88
		Largest	Std. Dev.	5961.328
75%	11948	21806.57		
90%	14985.01	22045.48	Variance	3.55e+07
95%	16971.73	22236	Skewness	.2046619
99%	18685.58	22236	Kurtosis	1.772842

FTSE Index

Percentiles		Smallest		
1%	1003.28	962.09		
5%	1106.06	962.18		
10%	1174.88	965.39	Obs	3558
25%	1424.5	966.97	Sum of Wgt.	3558
50%	1898.6		Mean	1985.474
		Largest	Std. Dev.	645.8955
75%	2541.27	3242.06		
90%	2951.47	3242.06	Variance	417181
95%	3045.55	3261.57	Skewness	.244685
99%	3145.73	3265.95	Kurtosis	1.791931

RTSI Index

Percentiles		Smallest		
1%	329.7334	306.405		
5%	385.6493	316.7295		
10%	737.892	322.2461	Obs	2063
25%	1416.375	322.4707	Sum of Wgt.	2063
50%	3170.286		Mean	5189.054
		Largest	Std. Dev.	4681.228
75%	6813.33	19204.16		
90%	12119.86	19280.99	Variance	2.19e+07
95%	15052.59	19305.57	Skewness	1.019018
99%	17102.89	19318.14	Kurtosis	2.96813

EK 3/i

Hisse Senedi Endeksinin Ayrıntılı İstatistiksel Göstergeleri 2

```
. codebook

-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------
date                                                                                                                                            Date
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

                  type:  string (str10)

         unique values:  3653                     missing "":  0/3653

              examples:  "07-Nov-02"
                         "13/02/1997"
                         "19/03/2002"
                         "25/05/1992"

-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------
Brezilya                                                                                                                                IBOVESPA Index
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

                  type:  numeric (float)

                 range:  [.006162,22236]              units:  1.000e-06
         unique values:  3396                     missing .:  0/3653

                  mean:   7136.88
             std. dev:   5961.33

           percentiles:        10%       25%       50%       75%       90%
```

Tayland — FTSE Index

```
                 type:  numeric (float)

                range:  [962.09,3265.95]            units:  .01
        unique values:  3495                    missing .:  95/3653

                 mean:   1985.47
              std. dev:   645.895

          percentiles:        10%       25%       50%       75%       90%
                           1174.88    1424.5    1898.6   2541.27   2951.47
```

Rusya — RTSI Index

```
                 type:  numeric (float)

                range:  [306.405,19318.139]         units:  .00001
        unique values:  2061                    missing .:  1590/3653

                 mean:   5189.05
              std. dev:   4681.23

          percentiles:        10%       25%       50%       75%       90%
                           737.892   1416.38   3170.29   6813.33   12119.9
```

EK 3/iii

Arjantin — MERVAL Index

type:	numeric (float)				
range:	[20.1,1077.98]		units:	.01	
unique values:	2965		missing .:	0/3653	
mean:	492.65				
std. dev:	193.272				
percentiles:	10%	25%	50%	75%	90%
	243.55	395	496.41	603.58	740.25

Meksika — IPC Index

type:	numeric (float)				
range:	[418.93,8795.28]		units:	.01	
unique values:	3461		missing .:	0/3653	
mean:	3806.87				
std. dev:	2219.51				
percentiles:	10%	25%	50%	75%	90%
	1041.51	1810.17	3365.35	5907.24	6748.48

```
Turkiye                                                                                                                  IMKB Index
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

                 type:  numeric (float)

                range:  [23.1193,19577.27]           units:  .0001
        unique values:  3417                     missing .:  205/3653

                 mean:   4331.43
            std. dev:   5317.02

          percentiles:        10%       25%       50%       75%       90%
                           38.1739   106.811      1115   9410.31     12560

-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------
Gunler                                                                                                                   (unlabeled)
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

                 type:  numeric daily date (float)

                range:  [10958,16070]                units:  1
      or equivalently:  [01jan1990,31dec2003]        units:  days
        unique values:  3653                     missing .:  0/3653

                 mean:   13513.6 = 30dec1996 (+ 14 hours)
            std. dev:   1476.54

          percentiles:        10%       25%       50%       75%       90%
                             11469     12235     13514     14791     15559
                           27may1991 01jul1993 31dec1996 30jun2000 07aug2002
```

Dickey-Fuller Testi Sonuçları

```
. dfuller Meksika

Dickey-Fuller test for unit root                   Number of obs   =      2922

                                 ---------- Interpolated Dickey-Fuller ---------
                 Test         1% Critical       5% Critical      10% Critical
               Statistic           Value             Value            Value
------------------------------------------------------------------------------
 Z(t)             0.104          -3.430            -2.860           -2.570
------------------------------------------------------------------------------
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.9663
```

```
. dfuller Tayland

Dickey-Fuller test for unit root                   Number of obs   =      2815

                                 ---------- Interpolated Dickey-Fuller ---------
                 Test         1% Critical       5% Critical      10% Critical
               Statistic           Value             Value            Value
------------------------------------------------------------------------------
 Z(t)            -1.499          -3.430            -2.860           -2.570
------------------------------------------------------------------------------
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.5341
```

```
. dfuller Rusya

Dickey-Fuller test for unit root                   Number of obs   =      1618

                                 ---------- Interpolated Dickey-Fuller ---------
                 Test         1% Critical       5% Critical      10% Critical
               Statistic           Value             Value            Value
------------------------------------------------------------------------------
 Z(t)              0.015            -3.430            -2.860           -2.570
------------------------------------------------------------------------------
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.9598
```

```
. dfuller Brezilya

Dickey-Fuller test for unit root                   Number of obs   =      2922

                                 ---------- Interpolated Dickey-Fuller ----------
                 Test         1% Critical       5% Critical      10% Critical
               Statistic           Value             Value            Value
------------------------------------------------------------------------------
 Z(t)              0.773           -3.430            -2.860           -2.570
------------------------------------------------------------------------------
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.9912
```

```
. dfuller Arjantin

Dickey-Fuller test for unit root                   Number of obs   =      2922

                                 ---------- Interpolated Dickey-Fuller ----------
                 Test         1% Critical       5% Critical      10% Critical
               Statistic           Value             Value            Value
------------------------------------------------------------------------------
 Z(t)             -1.397           -3.430            -2.860           -2.570
------------------------------------------------------------------------------
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.5837
```

```
. dfuller Turkiye

Dickey-Fuller test for unit root                   Number of obs   =      2690

                                 ---------- Interpolated Dickey-Fuller ----------
                 Test         1% Critical       5% Critical      10% Critical
               Statistic           Value             Value            Value
------------------------------------------------------------------------------
 Z(t)              2.020           -3.430            -2.860           -2.570
------------------------------------------------------------------------------
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.9987
```

EK 5

Serilerin Logaritmik Birinci Farkı

```
. gen l_Meksika=log(Meksika)

.
. gen l_Tayland=log(Tayland)
(95 missing values generated)

.
. gen l_Rusya=log(Rusya)
(1590 missing values generated)

.
. gen l_Brezilya=log(Brezilya)

.
. gen l_Arjantin=log(Arjantin)

.
. gen l_Turkiye=log(Turkiye)
(205 missing values generated)

. generate d_l_Meksika= l_Meksika[_n]- l_Meksika[_n-1]
(1 missing value generated)

.
. generate d_l_Tayland= l_Tayland[_n]- l_Tayland[_n-1]
(173 missing values generated)

.
. generate d_l_Rusya= l_Rusya[_n]- l_Rusya[_n-1]
(1658 missing values generated)

.
. generate d_l_Brezilya= l_Brezilya[_n]- l_Brezilya[_n-1]
(1 missing value generated)

.
. generate d_l_Arjantin= l_Arjantin[_n]- l_Arjantin[_n-1]
(1 missing value generated)

.
. generate d_l_Turkiye= l_Turkiye[_n]- l_Turkiye[_n-1]
(311 missing values generated)
```

Logaritmik Birinci Farkın Dickey-Fuller Testin Sonuçları

```
. dfuller  d_l_Meksika

Dickey-Fuller test for unit root                    Number of obs   =      2921

                                 ---------- Interpolated Dickey-Fuller ----------
                 Test         1% Critical       5% Critical      10% Critical
               Statistic           Value             Value            Value
------------------------------------------------------------------------------
 Z(t)            -49.697           -3.430            -2.860           -2.570
------------------------------------------------------------------------------
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0000
```

```
. dfuller  d_l_Tayland

Dickey-Fuller test for unit root                    Number of obs   =      2741

                                 ---------- Interpolated Dickey-Fuller ----------
                 Test         1% Critical       5% Critical      10% Critical
               Statistic           Value             Value            Value
------------------------------------------------------------------------------
 Z(t)            -53.011           -3.430            -2.860           -2.570
------------------------------------------------------------------------------
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0000
```

```
. dfuller  d_l_Rusya

Dickey-Fuller test for unit root                    Number of obs   =      1553

                                 ---------- Interpolated Dickey-Fuller ----------
                 Test         1% Critical       5% Critical      10% Critical
               Statistic           Value             Value            Value
------------------------------------------------------------------------------
 Z(t)            -34.384           -3.430            -2.860           -2.570
------------------------------------------------------------------------------
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0000
```

```
. dfuller  d_l_Brezilya

Dickey-Fuller test for unit root                   Number of obs   =      2921

                                 ---------- Interpolated Dickey-Fuller ----------
                 Test         1% Critical       5% Critical      10% Critical
               Statistic           Value             Value            Value
------------------------------------------------------------------------------
 Z(t)            -51.700            -3.430            -2.860           -2.570
------------------------------------------------------------------------------
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0000
```

```
. dfuller  d_l_Arjantin

Dickey-Fuller test for unit root                   Number of obs   =      2921

                                 ---------- Interpolated Dickey-Fuller ----------
                 Test         1% Critical       5% Critical      10% Critical
               Statistic           Value             Value            Value
------------------------------------------------------------------------------
 Z(t)            -53.053            -3.430            -2.860           -2.570
------------------------------------------------------------------------------
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0000
```

```
. dfuller  d_l_Turkiye

Dickey-Fuller test for unit root                   Number of obs   =      2600

                                 ---------- Interpolated Dickey-Fuller ----------
                 Test         1% Critical       5% Critical      10% Critical
               Statistic           Value             Value            Value
------------------------------------------------------------------------------
 Z(t)            -69.208            -3.430            -2.860           -2.570
------------------------------------------------------------------------------
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0000
```

GARCH Modeli'nin Sonuçları

```
. arch  d_l_Turkiye  d_l_Meksika, arch(1) garch(1)nolog vsquish

Number of gaps in sample:  741
(note: conditioning reset at each gap)


ARCH family regression

Sample: 03jan1990 - 31dec2003, but with gaps       Number of obs   =      3342
Distribution: Gaussian                             Wald chi2(1)    =     57.70
Log likelihood =  5414.712                         Prob > chi2     =    0.0000
```

d_l_Turkiye	Coef.	OPG Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
d_l_Turkiye						
d_l_Meksika	.1403446	.0184768	7.60	0.000	.1041308	.1765584
_cons	.0016477	.000187	8.81	0.000	.0012812	.0020142
ARCH						
arch						
L1.	1.032166	.0165256	62.46	0.000	.9997764	1.064555
garch						
L1.	.2624381	.0064997	40.38	0.000	.249699	.2751772
_cons	.0002125	.0000165	12.90	0.000	.0001802	.0002448

```
. arch  d_l_Turkiye  d_l_Meksika in 1175/1435, arch(1) garch(1)nolog vsquish

Number of gaps in sample:  52
(note: conditioning reset at each gap)


ARCH family regression

Sample: 01jul1994 - 30jun1995, but with gaps       Number of obs   =       248
Distribution: Gaussian                             Wald chi2(1)    =      0.07
Log likelihood =  584.8419                         Prob > chi2     =    0.7968
```

d_l_Turkiye	Coef.	OPG Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
d_l_Turkiye						
d_l_Meksika	.0214814	.0834096	0.26	0.797	-.1419984	.1849612
_cons	.0042484	.0017506	2.43	0.015	.0008173	.0076795
ARCH						
arch						
L1.	.060891	.0372857	1.63	0.102	-.0121875	.1339696
garch						
L1.	-.955658	.4356314	-2.19	0.028	-1.80948	-.1018361
_cons	.0011034	.0002427	4.55	0.000	.0006277	.0015792

```
. arch  d_l_Turkiye  d_l_Brezilya, arch(1) garch(1)nolog vsquish

Number of gaps in sample:  741
(note: conditioning reset at each gap)


ARCH family regression

Sample: 03jan1990 - 31dec2003, but with gaps       Number of obs   =      3342
Distribution: Gaussian                             Wald chi2(1)    =     14.90
Log likelihood =  5406.227                         Prob > chi2     =    0.0001
```

d_l_Turkiye	Coef.	OPG Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
d_l_Turkiye						
d_l_Brezilya	-.0192074	.0049763	-3.86	0.000	-.0289607	-.0094541
_cons	.0022745	.0003193	7.12	0.000	.0016486	.0029004
ARCH						
arch						
L1.	1.036844	.0166194	62.39	0.000	1.004271	1.069417
garch						
L1.	.2620336	.007477	35.05	0.000	.2473789	.2766883
_cons	.0002105	.0000168	12.54	0.000	.0001776	.0002434

```
. arch  d_l_Turkiye  d_l_Brezilya in 2214/2478, arch(1) garch(1)nolog vsquish

Number of gaps in sample:  52
(note: conditioning reset at each gap)


ARCH family regression

Sample: 25jun1998 - 30jun1999, but with gaps       Number of obs   =       244
Distribution: Gaussian                             Wald chi2(1)    =     16.90
Log likelihood =  440.9861                         Prob > chi2     =    0.0000
```

d_l_Turkiye	Coef.	OPG Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
d_l_Turkiye						
d_l_Brezilya	.1814443	.0441341	4.11	0.000	.0949431	.2679455
_cons	.0013806	.0026976	0.51	0.609	-.0039067	.0066678
ARCH						
arch						
L1.	.2076016	.0808664	2.57	0.010	.0491064	.3660969
garch						
L1.	.4631725	.381628	1.21	0.225	-.2848045	1.21115
_cons	.00057	.0005594	1.02	0.308	-.0005263	.0016664

```
. arch  d_l_Turkiye  d_l_Arjantin, arch(1) garch(1)nolog vsquish

Number of gaps in sample:  741
(note: conditioning reset at each gap)


ARCH family regression

Sample: 03jan1990 - 31dec2003, but with gaps       Number of obs   =      3342
Distribution: Gaussian                             Wald chi2(1)    =    266.58
Log likelihood =  5427.771                         Prob > chi2     =    0.0000
```

d_l_Turkiye	Coef.	OPG Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
d_l_Turkiye						
d_l_Arjantin	-.1119887	.006859	-16.33	0.000	-.1254322	-.0985453
_cons	.0029206	.0002561	11.40	0.000	.0024186	.0034225
ARCH						
arch						
L1.	1.001116	.0162467	61.62	0.000	.9692728	1.032959
garch						
L1.	.2816653	.0072665	38.76	0.000	.2674232	.2959074
_cons	.0001676	.0000169	9.94	0.000	.0001346	.0002007

```
. arch  d_l_Turkiye  d_l_Arjantin in 2871/3195 , arch(1) garch(1)nolog vsquish

Number of gaps in sample:  64
(note: conditioning reset at each gap)


ARCH family regression

Sample: 03jan2001 - 29mar2002, but with gaps       Number of obs   =       298
Distribution: Gaussian                             Wald chi2(1)    =      0.07
Log likelihood =  578.4504                         Prob > chi2     =    0.7887

------------------------------------------------------------------------------
 d_l_Turkiye |                 OPG
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
d_l_Turkiye  |
d_l_Arjantin |   .0187329   .0699013     0.27   0.789    -.1182712    .1557369
       _cons |   .0019522   .0019222     1.02   0.310    -.0018152    .0057196
-------------+----------------------------------------------------------------
ARCH         |
        arch |
         L1. |   .2039338   .0796193     2.56   0.010     .0478828    .3599847
       garch |
         L1. |   .7365483   .3240189     2.27   0.023     .1014829    1.371614
       _cons |   .0000694   .0003395     0.20   0.838    -.0005961    .0007348
------------------------------------------------------------------------------
```

```
. arch  d_l_Turkiye  d_l_Tayland, arch(1) garch(1)nolog vsquish

Number of gaps in sample:  738
(note: conditioning reset at each gap)


ARCH family regression

Sample: 03jan1990 - 31dec2003, but with gaps       Number of obs   =      3208
Distribution: Gaussian                             Wald chi2(1)    =     95.34
Log likelihood =  5161.092                         Prob > chi2     =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
             |                 OPG
 d_l_Turkiye |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
d_l_Turkiye  |
 d_l_Tayland |   .3442539   .0352569     9.76   0.000     .2751517    .4133561
       _cons |   .0013791   .0002577     5.35   0.000     .0008739    .0018842
-------------+----------------------------------------------------------------
ARCH         |
        arch |
         L1. |   1.023347   .0191309    53.49   0.000      .985851    1.060843
       garch |
         L1. |    .264021   .0070075    37.68   0.000     .2502867    .2777554
       _cons |    .000222    .000016    13.89   0.000     .0001907    .0002533
------------------------------------------------------------------------------
```

```
. arch  d_l_Turkiye d_l_Tayland in 1828/2088, arch(1) garch(1)nolog vsquish

Number of gaps in sample:  53
(note: conditioning reset at each gap)


ARCH family regression

Sample: 03jan1997 - 31dec1997, but with gaps       Number of obs   =       239
Distribution: Gaussian                             Wald chi2(1)    =      2.31
Log likelihood =  520.0738                         Prob > chi2     =    0.1289
```

d_l_Turkiye	Coef.	OPG Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
d_l_Turkiye						
d_l_Tayland	.2635077	.1735168	1.52	0.129	-.076579	.6035944
_cons	.0051272	.001663	3.08	0.002	.0018678	.0083866
ARCH						
arch						
L1.	.4071673	.1202924	3.38	0.001	.1713986	.642936
garch						
L1.	.4732439	.17099	2.77	0.006	.1381096	.8083781
_cons	.0000884	.0000929	0.95	0.341	-.0000936	.0002704

```
. arch  d_l_Turkiye  d_l_Rusya, arch(1) garch(1)nolog vsquish

Number of gaps in sample:  439
(note: conditioning reset at each gap)


ARCH family regression

Sample: 04sep1995 - 31dec2003, but with gaps       Number of obs   =      1857
Distribution: Gaussian                             Wald chi2(1)    =    103.20
Log likelihood =  3900.834                         Prob > chi2     =    0.0000
```

d_l_Turkiye	Coef.	OPG Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
d_l_Turkiye						
d_l_Rusya	.1604482	.0157944	10.16	0.000	.1294918	.1914047
_cons	.0023999	.0006324	3.80	0.000	.0011605	.0036393
ARCH						
arch						
L1.	.2910653	.0336181	8.66	0.000	.2251751	.3569556
garch						
L1.	.4470608	.0823786	5.43	0.000	.2856016	.6085199
_cons	.0002181	.0000598	3.65	0.000	.0001009	.0003353

```
. arch  d_l_Turkiye d_l_Rusya in 2218/2349 , arch(1) garch(1)nolog vsquish

Number of gaps in sample:  26
(note: conditioning reset at each gap)


ARCH family regression

Sample: 01jul1998 - 31dec1998, but with gaps       Number of obs   =       125
Distribution: Gaussian                             Wald chi2(1)    =      9.42
Log likelihood =   216.021                         Prob > chi2     =    0.0022
```

d_l_Turkiye	Coef.	OPG Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
d_l_Turkiye						
d_l_Rusya	.1115961	.0363678	3.07	0.002	.0403166	.1828756
_cons	-.0025595	.0032909	-0.78	0.437	-.0090094	.0038905
ARCH						
arch						
L1.	.6223535	.192069	3.24	0.001	.2459052	.9988018
garch						
L1.	.3932724	.2210397	1.78	0.075	-.0399575	.8265022
_cons	.0001195	.000344	0.35	0.728	-.0005547	.0007938

```
. arch  d_l_Turkiye  d_l_Rusya d_l_Tayland, arch(1) garch(1)nolog vsquish

Number of gaps in sample:  438
(note: conditioning reset at each gap)


ARCH family regression

Sample: 04sep1995 - 31dec2003, but with gaps       Number of obs   =      1792
Distribution: Gaussian                             Wald chi2(2)    =    183.21
Log likelihood =   3784.11                         Prob > chi2     =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
             |                 OPG
 d_l_Turkiye |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
d_l_Turkiye  |
   d_l_Rusya |   .1167898   .0160298     7.29   0.000     .0853719    .1482077
 d_l_Tayland |   .4511393   .0505432     8.93   0.000     .3520764    .5502021
       _cons |   .0023109   .0006337     3.65   0.000     .0010689     .003553
-------------+----------------------------------------------------------------
ARCH         |
        arch |
         L1. |   .3008927   .0366878     8.20   0.000     .2289859    .3727994
       garch |
         L1. |   .4170843   .0812383     5.13   0.000     .2578601    .5763085
       _cons |   .0002331   .0000557     4.18   0.000     .0001239    .0003423
------------------------------------------------------------------------------
```

```
. arch  d_l_Turkiye L.d_l_Turkiye d_l_Rusya d_l_Tayland, arch(1) garch(1)nolog vsquish

Number of gaps in sample:  422
(note: conditioning reset at each gap)


ARCH family regression

Sample: 05sep1995 - 31dec2003, but with gaps       Number of obs   =      1436
Distribution: Gaussian                             Wald chi2(3)    =    159.96
Log likelihood =  3055.597                         Prob > chi2     =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
             |                 OPG
 d_l_Turkiye |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
d_l_Turkiye  |
 d_l_Turkiye |
         L1. |   .0095768   .0188496     0.51   0.611    -.0273678    .0465214
   d_l_Rusya |   .1348842   .0174671     7.72   0.000     .1006493    .1691191
 d_l_Tayland |   .4215172   .0613102     6.88   0.000     .3013515     .541683
       _cons |   .0029867   .0007334     4.07   0.000     .0015492    .0044242
-------------+----------------------------------------------------------------
ARCH         |
        arch |
         L1. |   .1956894   .0296605     6.60   0.000     .1375558    .2538229
       garch |
         L1. |   .9205618   .1474905     6.24   0.000     .6314858    1.209638
       _cons |  -.0001289   .0001146    -1.13   0.261    -.0003535    .0000957
------------------------------------------------------------------------------
```

```
. arch  d_l_Turkiye d_l_Rusya  L.d_l_Rusya L2.d_l_Rusya d_l_Tayland, arch(1) garch(1)nolog vsquish

Number of gaps in sample:  392
(note: conditioning reset at each gap)


ARCH family regression

Sample: 06sep1995 - 31dec2003, but with gaps       Number of obs   =      1036
Distribution: Gaussian                             Wald chi2(4)    =    113.76
Log likelihood =  2229.929                         Prob > chi2     =    0.0000
```

d_l_Turkiye	Coef.	OPG Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
d_l_Turkiye						
d_l_Rusya						
--.	.1358091	.0201731	6.73	0.000	.0962705	.1753477
L1.	.0066567	.0218871	0.30	0.761	-.0362413	.0495547
L2.	.0571912	.0204485	2.80	0.005	.0171129	.0972696
d_l_Tayland	.3880232	.0747011	5.19	0.000	.2416116	.5344347
_cons	.0047815	.0008472	5.64	0.000	.003121	.0064421
ARCH						
arch						
L1.	.3054927	.0438272	6.97	0.000	.219593	.3913924
garch						
L1.	.4240232	.2072758	2.05	0.041	.0177702	.8302763
_cons	.0002113	.0001562	1.35	0.176	-.0000949	.0005175

ÖZGEÇMİŞ

Nesrin Sönmezay, 2 Temmuz 1980'de Bulgaristan'da doğdu. Lisans eğitimini 2000-2004 yılları arasında İstanbul Üniversitesi İngilizce İktisat Bölümü'nde tamamladı. 2004-2007 yılları arasında İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Politikası Bilim Dalı'ndan yüksek lisans mezunu oldu ve ardından İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı'nda doktora eğitimine başladı. Halen, Prof. Dr. Seyhun Doğan'ın danışmanlığında "Finansal Krizlerin Bulaşıcılığı ve Gelişmekte Olan Ülke Örnekleri: Türkiye Uygulaması" konulu doktora tez çalışmasını yürütmektedir. 2007 yılından bu yana, Türkiye İş Bankası A.Ş.'de uzman olarak görev yapmaktadır.