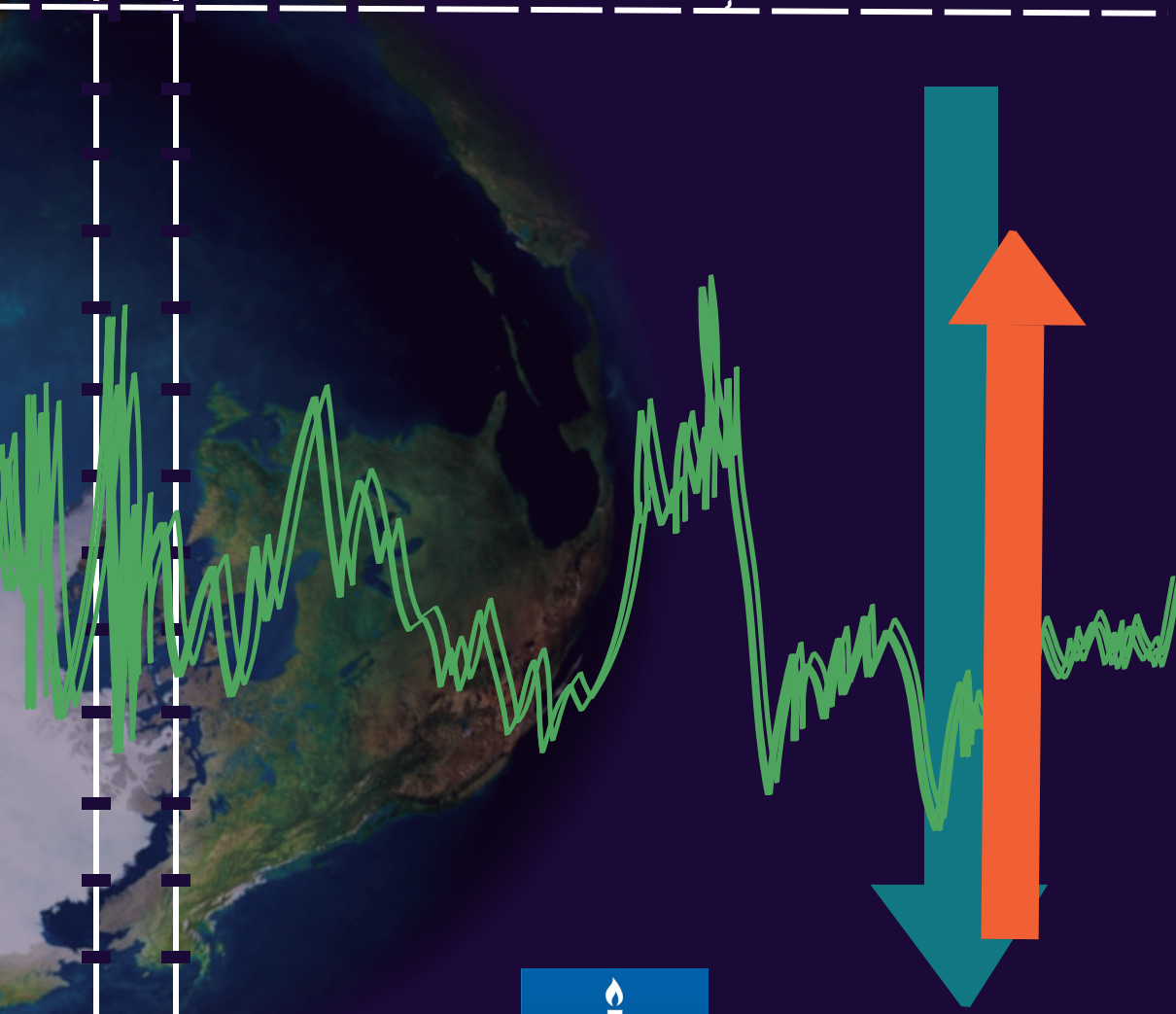
FİNANSAL KRİZLER VE UYGULANAN POLİTİKALAR

Doç. Dr. Ahmet Emre Biber



İKSAD
Publishing House

FİNANSAL KRİZLER VE UYGULANAN POLİTİKALAR

Doç. Dr. Ahmet Emre Biber[1]

[1] Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi, Uygulamalı Bilimler Fakültesi, Finans ve Bankacılık Bölümü, ORCID: 0000-0001-5251-3156, Researcher ID: 39377

Copyright © 2020 by iksad publishing house
All rights reserved. No part of this publication may be reproduced, distributed or transmitted in any form or by
any means, including photocopying, recording or other electronic or mechanical methods, without the prior written permission of the publisher, except in the case of
brief quotations embodied in critical reviews and certain other noncommercial uses permitted by copyright law. Institution of Economic Development and Social
Researches Publications®
(The Licence Number of Publicator: 2014/31220)
TURKEY TR: +90 342 606 06 75
USA: +1 631 685 0 853
E mail: iksadyayinevi@gmail.com
www.iksadyayinevi.com

It is responsibility of the author to abide by the publishing ethics rules.
Iksad Publications – 2020©

ISBN: 978-625-7139-93-9
Cover Design: İbrahim KAYA
October / 2020
Ankara / Turkey
Size = 16 x 24 cm

ÖNSÖZ

Finansal sistem, ekonomideki fon arzını ve talebini dengeleyen, fonların zaman, miktar, vade ve kişiler bakımından kullanılabilir hale gelmesini sağlayan ve böylece ekonomik gelişme için ihtiyaç duyulan yatırımların işlerlik kazanmasını sağlayan sistemdir. Yirminci yüzyılın en önemli gelişimlerinden biri de bu sistemin küreselleşmesi olmuştur. Bunun en önemli sonuçlarından biri küresel ölçekte finansal entegrasyondur. Küresel ekonomideki bu yapısal değişim, gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkeleri, farklı finansal gelişmişliğe, farklı kurumsal gelişmişliğe sahip ülkeleri, aynı küresel finans sistemine entegre etmeye çalışmıştır. Bu gelişme yirminci yüzyılın sonlarına doğru yaşanan krizlerin hem niteliğini hem de etkisini değiştirmiştir. Nitekim 1980'lerden sonra yaşanacak krizlerin tamamında bu küresel gelişmenin etkisi yadsınamaz ölçüde açıktır. Bu kitapta finansallaşma sonrası yaşanan krizler, geliştirilen kriz teorileri ve yaklaşımları çerçevesinde hem dünya ölçeğinde hem de Türkiye özelinde çıkış nedenleri, etkileri ve uygulanan politikalar açısından tarihsel bir süreç içinde analiz edilmeye ve aktarılmaya çalışılmıştır.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ ..... **i**

İÇİNDEKİLER ..... **iii**

TABLOLAR ..... **v**

GİRİŞ **7**

BÖLÜM 1 ..... **10**

FİNANSAL SİSTEM VE FİNANSAL KRİZLER **10**

1.1. Finansal Sistemin Tanımı **10**

1.2. Finansal Sistemin İşlevleri **11**

1.3. Finansal Krizler **13**

1.3.1. Finansal Krizlerin Nedenleri 14

1.3.2. Finansal Kriz Türleri 19

1.3.2.1. Para Krizleri 20

1.3.2.1.1. Birincil Nesil Kriz Modelleri 21

1.3.2.1.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri 22

1.3.2.1.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri 23

1.3.2.2. Ani Duruş Krizleri (Sudden Stops) 25

1.3.2.3. Bankacılık Krizleri 25

1.3.2.4. Dış Borç Krizleri 27

1.4. Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Teoriler **28**

1.4.1. Yeni Keynesyen Yaklaşım ve Piyasa Başarısızlığı 28

1.4.2. Post- Keynesyen Okul ve Finansal Krizler 29

1.4.3. Monetarist Yaklaşım ve Finansal Krizler 31

1.5. Finansal Küreselleşme ve Krizler **33**

1.5.1. Serbestleşme Politikaları 34

1.5.2. Uluslararası Kuruluşların Etkileri 36

1.5.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Rolü 38

BÖLÜM 2 42

DÜNYADA YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER VE UYGULANAN EKONOMİ POLİTİKALARI 42

2.1. 1987 Kara Pazartesi (Dünya Borsalarının Çöküşü) 44

2.2. 1992/93 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) Krizi 47

2.3. 1994/1995 Meksika (Tekila) Krizi 52

2.4. 1997 Doğu Asya Krizi 63

2.5. 1998 Rusya Krizi 76

2.6. 2001/2002 Arjantin Krizi 86

2.7. 2007/2008 Küresel Krizi 98

2.8. 2019/2020 Covid-19 Pandemi Krizi ve Finansal Etkileri 108

BÖLÜM 3 113

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER 113

3.1. 1978/1979 Krizi ve 24 Ocak Kararları 114

3.2. 1994 Krizi ve 5 Nisan Kararları 120

3.3. Kasım 2000-Şubat 2001 Krizleri 127

SONUÇ 135

KAYNAKÇA 140

TABLOLAR

Tablo 1: Meksika Ekonomisi Uzun Dönem Ekonomik Performans (Büyüme ve Enflasyon, % Değişim, 1955-1993) 55
Tablo 2:Meksika'ya Net Sermaye Girişleri, 1989-92 (Milyar Dolar) 58
Tablo 3: Asya Ekonomileri Makroekonomik Göstergeler, 1990-1997 (%) 66
Tablo 4: Kriz Öncesi, Seçilmiş Asya Ekonomileri Kısa Vadeli Dış Borçlar ve Uluslararası Rezervler (1997'nin İkinci Çeyreği) 69
Tablo 5: Seçili Asya Ekonomilerinde Şirket Borç Kompozisyonu (1996, %) 71
Tablo 6: Asya Ekonomilerinde Kriz Sonrası Büyüme, Borsa ve Paranın Değerindeki Değişim, (1997-1998, %) 73
Tablo 7: Rusya Federasyonu Temel Ekonomik Göstergeler, 1991-1998 (yıllık % değişim) 80
Tablo 8: Rusya Federasyonu Ödemeler Dengesi 1995-1999 (Milyar Dolar) 81
Tablo 9: Rusya Federasyonu Bütçe Dengesi 1992-1998 (Milyar Ruble) 81
Tablo 10: Rusya Federasyonu Uluslararası Rezervler ve Döviz Kuru (Aralık 1995-1999) 82
Tablo 11: Rusya Federasyonu Dış Borçlar (1994-1998, Milyar Dolar) 83
Tablo 12: Rusya'ya Sermaye Akışı (Net Milyar $) 84
Şekil 13: Arjantin İçin Ekonomik Göstergeler, 1989-2002 89
Tablo 14: Kriz Öncesi ve Sonrası Ekonomik Büyüme 106
Tablo 15: 2008 Krizin Ülke Bazında Etkileri 107
Tablo 16: Covid-19 Pandemisinin Küresel Büyümeye, Ticarete ve Fiyatlara Beklenen Etkisi 112
Tablo 17: Türkiye Makroekonomik Göstergeler (1969-1980, Milyon Dolar, %) 116
Tablo 18: Türkiye Makroekonomik Göstergeler (1989-1995) 122
Tablo 19: Türkiye Makro Ekonomik Göstergeler (1996-2001) 129
Tablo 20: 1999-2001 Aylık Faiz Oranları Değişimi (%) 131

GİRİŞ

Finans kriz ve finansal sistem kavramlarının net ve somut bir tanımını yapmak olukça güçtür. Ancak bir finansal sistemden beklenenler göz önünde tutularak şöyle bir tanım yapmak mümkündür; finansal sistem ekonomideki fon arzını ve talebini dengeleyen, fonların zaman, miktar, vade ve kişiler bakımından kullanılabilir hale gelmesini sağlayan ve böylece ekonomik gelişme için ihtiyaç duyulan yatırımların işlerlik kazanmasını sağlayan sistemdir. Bu sistemin işleyişinde ve bir finansal sitemden beklenen en temel amaçların yerine getirilmesinde ortaya çıkan her türlü aksaklı, bozulma ve dengesizlik finansal kriz olarak değerlendirebilir.

Dünya ekonomisi tarihsel süreç içinde çok sayıda kriz ile karşı karşıya kalmıştır. Çünkü insanoğlunun üretim ve tüketim sürecindeki faaliyetlerinin çoğunda çok uzun yıllar etkinlik sorunları yaşanmıştır. Bu sorunların bazılarının aşılması ancak yeni teknolojilerin kullanılması ve insanların becerilerinin gelişmesiyle birlikte kendilerine yeteceğinden daha fazlasını üretmesi ile aşılabilmiştir. İnsanoğlunun bu dönemlerinde karşı karşıya olduğu ekonomik krizler üretim ve tüketim kökenlidir. Dünya ekonomisi gelişmeye ve genişlemeye başladıkça sorunların niteliği ve biçimi de değişmiştir. Dolayısıyla yaşanan krizlerin nedenleri ve etkileri de farklılaşmıştır. Tarih sahnesinde siyasal sistemler kendilerine özgü iktisadi sistemlerini de oluşturmuşlardır. Bu sistemlerin hepsi çeşitli nedenlerden dolayı ekonomik krizler ile karşı karşıya kalmış, farklı ekonomik sistemlere evirilmişlerdir. Bu sistemlerden sadece

kapitalizm diğerlerinden farklılaşarak karşılaştığı krizlerde kendi çözümünü üreterek kendini yenilemeyi başarmış ve sistemin işleyişinin devamlılığını sağlamıştır. Kapitalizmin 1980'lerden sonraki değişimi de böylesi bir dönüşümü ve devamlılığı simgelemektedir.

Kapitalizmin ikinci dünya savaşı sonrasında 1970'lere kadar süren altın çağı küresel ekonomin sıkışmasıyla sona ermeye başlamıştır. Sanayileşmiş batılı ekonomilerin büyüme hızlarını ve verimliliklerini düşmesiyle beraber küresel ekonomik sistem sıkışan ve fasit bir döngüye giren bu açmazda kendi içsel çözümünü üretmiştir. Stagflasyon krizinden sonra bu kapsamda 1980'li yıllar dünyanın ekonomik ve politika olarak dönüşüm içine girdiği yıllar olmuştur. Devletin ekonomik müdahalesini içeren politikalar yerini serbest piyasa ekonomisine bırakmıştır. Bu çerçevede hem küresel ölçekte üretilen malların ve hem de sermayenin hiçbir sınırlamaya tabi tutulmadan küresel dolaşımının serbestleştirildiği yeni bir ekonomik düzen oluşmaya başlamıştır. Yenidünya düzeninin araçlarını oluşturan Neo-liberal ekonomi politikaları, deregülasyon ve liberalizasyon ile tüm ülkelerde ekonominin finansallaşmasına yol açarak finansal küreselleşmeyi karakterize etmiştir. Tüm bu süreçte IMF, Dünya Bankası ve DTÖ gibi küresel kuruluşların katkısı da yadsınamaz biçimde önemli olmuş ve amaçlanan hedefe ulaşmak için çoğu zaman yeni ekonomik düzenin uygulayıcısı ve denetleyicisi görevini görmüşlerdir.

Finansallaşma ile birlikte ekonomilerin finansal olarak bir birine sıkı sıkıya bağlanması, krizlerin ortaya çıkış nedenlerini ve etkilerini de

değiştirmiştir. Artık meydana gelen krizler para piyasası, bankacılık ve dış borç krizleri gibi finansal kökenlidir. Ayrıca yenidünya düzeninde meydana gelen bu krizlerin etkileri daha şiddetli, yayılma alanları daha geniş ve hızlıdır. Bir bölgede ortaya çıkan ekonomik kriz sermaye ve para piyasalarının küresel olarak bir birine bağlı olması sayesinde dünyanın diğer bölgelerini ve ülkelerini çok hızlı bir biçimde aynı derecede etkileyebilmektedir.

Küresel dünyanın yeni finansal krizleri nedenleri itibariyle de bir birinden farklılık göstermektedir. Piyasa başarısızlıkları, küresel ekonomideki dönüşümler, politika başarısızlıkları gibi farklı nedenler finansal krizlerin ortaya çıkmasında etkili olabilmektedir. Etki eden faktörlerdeki bu farklıklar krizleri açıklamaya yönelik farklı yaklaşımların ve teorilerin geliştirmesinde ve ayrıca farklı nitelikte krizlerin çözümüne ilişkin farklı politika uygulamalarının oluşmasında da etkili olmuştur.

Nitekim bu çerçevede izleyen bölümlerde finansal krizleri açıklamaya çalışan modeller ve kriz teorileri incelendikten sonra, krizlerin ortaya çıkışında etki eden küresel dönüşüm süreci kısaca ele alınacaktır. Daha sonra finansallaşma sonrası dünyada ve Türkiye ekonomisinde yaşanan krizler, kriz teorileri ve modelleri kapsamında tarihsel bir süreç içinde incelenecektir. Ayrıca bu krizlerin ortaya çıkaran içsel ve dışsal faktörler ele alınarak kriz dönemlerinde ve kriz sonrasında uygulanan ekonomi ve maliye politikaları ele alınarak ülke ve bölge ekonomileri üzerindeki etkileri itibariyle genel bir değerlendirmeye tabi tutulacaktır.

BÖLÜM 1

FİNANSAL SİSTEM VE FİNANSAL KRİZLER

Finansal krizlerin oluşum sürecini açıklamadan önce, bir finansal sitemin ne olduğu nasıl işlediği, işlevlerinin neler olduğu ve problemsiz işleyişinin neden önemli olduğunun ele alınması gerekir. Diğer taraftan bu sistemin hangi durmalar halinde krize girdiği ve kendisinden beklenen işlevleri yerine getiremeyecek durma geldiği sürecinin analizi de önem arz etmektedir.

1.1. Finansal Sistemin Tanımı

Basit bir biçimde açıklamak gerekirse finansal sistem; ekonomideki fon arzını ve talebini dengeleyen, fonların zaman, miktar, vade ve kişiler bakımından kullanılabilir hale gelmesini sağlayan ve böylece ekonomik gelişme için ihtiyaç duyulan yatırımların işlerlik kazanmasını sağlayan sistemdir. Finansal kriz ise finansal sistemin bozulması, istikrarsızlaşması ve finansal piyasalardaki denge durumunun bozulması olarak ifade edilebilir.

Tanımdan da anlaşılacağı üzere finansal sistemin varlığından bahsedebilmek için fon arz ve talebinin olması yani tasarruf sahiplerine ve bu tasarrufları talep eden bir kesime ihtiyaç vardır. Bir ekonomi de bu tasarrufların kaynağını hane halkı, firmalar ya da kamu kesimi olabilmektedir. Fon arzının yanı sıra arz edilen bu fonları talep edecek bir kesimin de olması gerekmektedir.

Fon arz ve talebinde bulunan bu kesimlerin birbiri ile doğrudan bir ilişkisi yoktur. Bu iki kesim arasındaki ilişkiyi sağlayan kurumsal düzenleme ise finansal aracılıktır. Finansal aracılar bu iki kesim arasındaki dolaylı ilişkiyi sağlayarak fon arz ve talebini bir araya getirme işlevi görürler. Bu kurumlar ekonomide etkinliği artırarak ülkede üretim ve ticari potansiyelin artmasını sağlarken, iyi işlemediği ya da efektif olarak çalışmadığı durumlarda fon transferinden yaşanan aksaklıklar; ticaretin ve ekonomik potansiyelin mevcut düzeyin altına inmesine sebep olacaktır (Dinç, 2016)

1.2. Finansal Sistemin İşlevleri

Finansal sistemin temel fonksiyonları geçmişte ve günümüzde tüm ekonomilerde aynıdır. Farklı eklemeler olmasına karşın bir finansal sistemden beklenen temel altı işlev söz konusudur (Merton ve Zvi, 1995; Kosters ve Meltzer 1991). Bu işlevler şu şekilde sıralanabilir.

1. Ticareti kolaylaştırmak için ödemelerin transferi ve ödeme yöntemlerini sağlamak. Türev enstrümanlarda alım satımın temeli, menkul kıymet alım satım işlemlerini çeşitli şekillerde yapılmasıdır. Böylece bu fonksiyon takas ve ödeme işlemlerinin çözülmesi için alternatif bir mekanizma sağlar.
2. Kaynakların bir araya getirilmesi ve çeşitli girişimler arasında fonların paylaşılması için bir mekanizma sağlamak. Bilindiği üzere menkul kıymetleştirme, yatırım fonları gibi kurumların gelişmesini ve böylece kaynakların bir araya getirilmesini ve fonların alt gruplara ayrılmasını ve dağıtımını kolaylaştırmaktadır.

3. Ekonomik kaynakları zaman, mekân ve endüstriler arasında aktarmanı sağlamak. Teminatlandırma, kredi geliştirme ve türev ürünlere finansal sözleşme için geliştirilmiş teknikler, bazı geleneksel teşvik sorunlarının çözümünü kolaylaştırmıştır. Böylece hem dünyadaki sermaye aktarımı artmış hem de riskin küresel paylaşımı sağlanmıştır.
4. Riski yönetmeni sağlayarak büyük ölçekli yatırımların finansmanını kolaylaştırarak ve böylece olası maliyetleri tabana yayılmasını sağlamak.
5. Ekonominin çeşitli sektörlerinde merkezi olmayan karar almayı koordine etmeye yardımcı olacak fiyat bilgisi sağlamak. Böylece hem koordinasyon hem de finansal piyasaların sayısının ve çeşitliliğinin genişlemesi, yatırımcıların farklı finansal araçların fiyatlarından bilgi sağlaması kolaylaşmaktadır.
6. Bir işlemin taraflarından birinde diğer tarafın sahip olmadığı veya bir tarafın diğeri için temsilci olarak hareket ettiği durumlarda ortaya çıkan teşvik sorunlarıyla başa çıkmanın yollarını sağlamak.

Bu işlevlerin sağlıklı işlemesi güçlü bir finansal sistem için gereklidir. Kurumsal yapıların zayıf olduğu ekonomilerde bu finansal işlevlerin operasyonunda bazı aksaklıkların ortaya çıkmasına kaçınılmazdır bu aksaklıklar da sistemi işlerliğini ortadan kaldırarak farklı nedenlerden kaynaklanan krizlerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

1.3. Finansal Krizler

Yunanca “krisis” kökenine dayanan kriz kelimesi “güç dönem, bunalım ya da buhran” olarak ifade edilebilir. Ekonomik anlamda ise kriz kelimesi makroekonomik dengenin bozulması sonrası hem reel piyasaların hem de finansal piyasaların olumsuz olarak etkileneceği, bu etkilerin ise ancak orta ya da uzun vadede telafi edilebileceği buhran veya bunalım dönemi olarak ifade edilebilir.

Daha özelde finansal krizler için çeşitli tanımlamalar da yapılmıştır. Mishkin (2000), finansal krizleri asimetrik bilgi teorisinden hareketle açıklamaya çalışmıştır; bu bağlamda Mishkin; ters seçim ve ahlaki riziko sorunlarının artmasıyla finansal piyasaların işleyişinin bozulacağını ve böylece fonların verimli yatırım alanlarına transferinde bazı etkinlik sorunlarını yaşanacağını, bunun sonucunda ise finansal piyasalarda doğrusal olmayan bir bozulma ortaya çıkacağını ifade etmektedir. Kindlerberger ve Aliber (2005) ise finansal krizleri iktisadi dalgalanmalar ile ilişkilendirerek, makroekonomik göstergelerdeki çevrimsel bozulma olarak tanımlamıştır. Krugman (1979), finansal krizin nedeni para, maliye ve döviz kuru politikaları arasındaki uyumsuzluktan kaynaklandığını ifade etmektedir. Marshall (1998) ise finansal sistemin varlık değerlemesi, kredi dağılımı ve ödemeler gibi temel mekanizmalarını sekteye uğratan ve bununla birlikte reel ekonomiyi olumsuz etkileyen bozukluklar olarak tanımlamaktadır.

1.3.1. Finansal Krizlerin Nedenleri

Leo Tolstoy'un Anna Kareninasın'da ifade ettiği gibi "Mutlu aileler birbirine benzerler, her mutsuz aileninse kendine özgü bir mutsuzluğu vardır". Finansal krizlerde birbirinden farklıdır ve nedenleri itibariyle kendine özgü unsurları içerirler. Bununla beraber dünya ekonomisinde yaşanan finansal krizlere tarihsel süreç içerisinde baktığımızda, krizlerin nedenlerine ilişkin bazı genel noktaları şu biçimde belirtmek de mümkündür:

Finansal piyasaların başarısızlığı: Piyasaları kendi haline bıraktığında etkinliğin sağlanamaması durumu olarak ifade edilebilir. Finansal piyasa başarısızlığının birçok nedeni olabilir.

- *Mishkin hipotezi*; asimetrik bilgi ya da piyasada bilgi akışının durduğu bir durumda fonların verimli yatırımlara kanalize edilememesi durumudur (Mishkin, 2000).
- *Ekonomik ajanların irrasyonel davranışları*; Robert J.Shiller'in (2015) Irrational Exuberance isimli kitabında, bu durumu, tüketicilerin bankaların ve firmaların, varlık fiyatlarındaki yükselişin ve ekonomik büyümenin devam edeceğine ilişkin beklentileri doğrultusunda kendilerine ve finans piyasalarına olan aşırı güven sonucu oluşan balonlar olarak ifade etmektedir.
- *Yüksek kaldıraçlar*; finansal aktörlerin geleceğe ilişkin iyimser beklentileri, yüksek getiri vadeden ve yüksek risk taşıyan projelere yatırım yapmak için borçlanmayı teşvik edecektir. Kaldıraç kullanımının artması, risk primlerinin aşağıya düşmesine ve sonuçta finansal kuruluşların portföylerindeki risk

getiri oranının risk lehine yükselmesine neden olacaktır (Aymanns ve Farmer 2015).

- *Finansal inovasyonlardan kaynaklanan karmaşıklığın artması*; Finansal inovasyonların likiditedeki artışlar ve bilgi transferinin hızlanması gibi önemli faydalarının olmasına karşın, güvenlik ve yönetişim sistemlerindeki etkileri nedeniyle finansal sistemin aksamasına neden olabilir. Ayrıca finansal yenilikler karmaşık finansal ürünler ve gevşek kurumsal yönetişim tarafından yaratılan asimetrik bilgilerin bir sonucu olan aşırı risk almaya ve finansal kırılganlığa da neden olabilirler (Kühnhausen, 2014; Llewellyn, 2008; Lerner, 2011; Kumar ve Singh, 2013).

Küresel Ekonomideki yapısal değişim; 20.yüzyıl küresel ekonomide önemli ve yapısal değişimlerin yaşandığı bir dönemdir. Savaş sonrası dönemde 1929 krizi ile birlikte kapitalizmin düzenleyici formu ağır basmıştır. Bu dönemde devlet sübvansiyonlar, düzenlemeler ve vergiler vb. ile çok çeşitli yollarla özel sektöre müdahale etmiş ve ayrıca finansal sektörü önemli ölçüde denetim altında tutmuştur. Kapitalizmin altın çağı olarak da ifade edilen (1948-73) bu dönemde bankalar ve diğer finansal kuruluşlar yakından denetlenmiş ve çok az sayıda finansal spekülasyon yaşanmıştır. Bununla birlikte bu dönemde Bankalar ve diğer finansal kuruluşlar temel olarak sanayiye borç verme, uzun vadeli sabit faizli ticari ve konut ipotek kredileri düzenleme, yeni hisse senedi ve tahvil ihraçları ve sigortacılık işlemleri gibi geleneksel faaliyetlerde bulunmuşlardır. Söz konusu bu dönemde banka başarısızlıkları, finansal panik gibi bir krizin yaşandığını da söylemek mümkün değildir (Wolfson ve Epstein

2013). Ancak 1970'li yılların başında ödemeler bilançosu açıkları, uluslararası özel sermaye hareketlerindeki artış ve ABD doları ile altın stokunun denkleşmeme sorunları, düzenleyici kapitalizmin başarısız olmasına ve Bretton Woods siteminin çökmesine neden olmuştur. 1970'li yıllar da ise Neo-liberalizm, kapitalizmin yeni ekonomik sistemi olmuştur. Bretton Woods'un yerini alan bu yeni sistem, malların, hizmetlerin ve sermayenin uluslararası serbest dolaşımına izin vermiştir. Bu yeni uluslararası ticaret ve yatırım sistemi, IMF, Dünya Ticaret Örgütü ve çeşitli bölgesel kuruluşlar da dahil olmak üzere çeşitli kurumlar tarafından bir dizi anlaşma ve sözleşmeyi küresel ölçekte yürürlüğe koymuştur. Bunun en önemli sonuçlarından biri de küresel ölçekte finansal entegrasyondur. Küresel ekonomideki bu yapısal değişim gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkeleri, farklı finansal gelişmişliğe, farklı kurumsal gelişmişliğe sahip ülkeleri aynı küresel finans sistemine entegre etmeye çalışmıştır (Lane, 2013).

Politika başarısızlıkları; finansal krizlerin oluşmasındaki diğer bir etken de, ekonomik karar alıcıların uyguladığı yanlış para ve maliye politikaları olabileceği gibi piyasa aktörlerinin yanlış politikaları da olabilir.

- *Finansal serbestleşme politikalarının olumsuz sonuçları*; Finansal serbestleşme uygulamaları, faiz oranların serbestisi, banka ve diğer finansal kuruların bağımsızlığının artması, kredi ve döviz işlemlerinde piyasa mekanizmasının ekonomi içindeki ağırlığının artması, uluslararası sermaye hareketlerinin hem miktarında hem de niteliğinde önemli artışların olması gibi bazı

temel değişimleri ve düzenlemeleri bünyesinde barındırır. Bununla birlikte finansal serbestleşme mevcut finansal kaynakların dağıtımında piyasa mekanizmasının ön planda olması anlamına gelmektedir. Böylece mevcut tasarrufların en iyi yatırım alanlarına aktarılması sağlanacaktır. Bu anlamda finansal serbestleşme teorisinin, tasarrufların dağılımını dünya genelinde düzenleyeceği ve faiz oranlarının ülkeler arasında eşitleyeceği varsayımında hareket eden temel önermesi, finansal baskının kalkması ve finansal derinleşmenin sağlanması, etkin kaynak dağılımını sağlar ve ekonomik gelişmeyi hızlandırmasıdır (Şiriner vd., 2010). Ancak özellikle gelişme sürecindeki ülkelerde, 1980-90'lı yıllarda gerekli kurumsal düzenlemeler yapılmadan gerçekleştirilen finansal serbestleşme politikaları, bu ülkelerdeki finansal yapıları kırılgan ve krizlere daha duyarlı hale getirmiştir.

- *Faiz oranlarının uzun süre düşük tutulması*; Uzun bir süre düşük faiz oranlarının korunması, aşırı likidite yaratarak, mal, stok ve diğer varlıklarının fiyatlarının yükselmesine neden olur. Bu durum sonuç olarak farklı piyasalarda spekülatif balonların oluşmasına neden olacaktır (Bernanke, 2007).
- *Likidite risk yönetimi ve likidite uyumsuzlukları*; Bankaların aktif pasif yönetiminde aşırı risk almaları olasıdır, bu bankanın pasiflerini likiditesinin çok yüksek ancak aktiflerinin likiditesini çok düşük olması durumunda kaynaklanan bir risktir. Böyle bir durumda mevduat sahiplerinin mevduatlarını çekmek istemeleri, bankaların bu likiditeyi karşılayacak kaynağı bulmada sıkıntı

çekmelerine ve böylece bankacılık krizlerine temel oluşturmaktadır (Allen ve Gale 1998).

- *Vergiler ve Finansal Sübvansiyonlar*; vergilerin doğrudan kriz yaratma özelliği olmasa da vergi ve finansal sübvansiyon politikalarının bazı yönleri, bankaların, hane halklarını veya şirketlerin risk almasına, borçlanmasına veya yanlış ekonomik kararlar almasına neden olabilir (Hemmelgarn ve Nicodeme 2010). Birçok ülkedeki vergi sistemi gayrimenkul piyasalarındaki yatırımcıları destekler niteliktedir. Özellikle 2008 krizinde görüldüğü üzere vergi teşvikleri birçok ülkede gevşek borç verme uygulamaları ile birlikte çok yüksek bir talebe yol açarak, spekülatif bir balonun oluşmasına yol açmıştır. Ayrıca birçok ülkede uygulanan vergi rejiminde, faizler genellikle vergilerden düşülebilmektedir. Bu uygulamalar büyük miktarlarda borçlanmalar için teşvik sağlamaktadır. Diğer taraftan birçok ülke, düşük mortgage kredileri tahsis ederek gayrimenkul sahipliğini teşvik etmek için ipotek borcunu sübvanse eden politikalar uygulamaktadır. Tüm bu vergi ve sübvansiyon uygulamaları gayrimenkul piyasalarında bir oynaklığa neden olabilirken, finansal piyasaların kırılganlığını da arttırmaktadır (Poterba,1984).
- *Derecelendirme kuruluşlarının fiyatlamadaki başarısızlıkları*; Finansal piyasalarda kredi fiyatını belirleyen iki temel unsur vardır. Bunlar fon maliyeti ve risk primidir. Kredinin riskini belirleyen unsur risk primidir. Dolayısıyla riski düşük olarak değerlendirilen bir kredinin risk primi düşük ve daha ucuz

satılırken, riskli krediler daha pahalıya satılmakta, böylece finansal kurum alınan riski doğru fiyatlama yaparak fiyata yansıtabilmektedir. Kredi Derecelendirmesi; bir borçlunun (şirket, sermaye piyasası aracı ihraç eden taraf) borcunu geri ödeme isteği ve kapasitesi hakkında verilen bağımsız bir görüşü yansıtmaktadır (Seval, 1994). Bu anlamda Standard & Poor's, Moody's, ve Fitch gibi kredi değerlendirme kuruluşlarının kredi riskinin ölçümü ile doğru fiyatlama yapması finansal piyasalar için hayati öneme sahiptir. Ancak menkul kıymetlerin risk değerlendirmeleri bazen gerçeği yansıtmamakta ve bu durum ekonomik birimlerinin yanlış karar almasına neden olabilmektedir. Nitekim 2008 küresel krizinin nedenleri arasında, varlıkların bankaların bilançolarından piyasalara transferi, karmaşık ve opak varlıkların yaratılması ve derecelendirme kuruluşlarının bu tür varlıkların risklerini uygun şekilde değerlendirememesi ve gerçeğe uygun bir değerleme yapamaması da yer almaktadır (Fratianni ve Marchionne, 2009; Pagano ve Volpin, 2010).

1.3.2. Finansal Kriz Türleri

Finansal krizler ele alınış açısından farklı sınıflandırmalara tabi tutulabilir. Ancak genel olarak finansal krizleri iki temel gruba ayırmak mümkündür (Reinhart ve Rogoff, 2009). Birinci grup temel olarak para ve ani duruş (Sudden Stop) krizlerini, ikinci grup borç ve bankacılık krizlerini içermektedir. Bu sınıflama krizleri açıklamaya çalışan teorileri de güçlü bir biçimde etkilemiştir.

1.3.2.1. Para Krizleri

Para krizi, ülke parasının spekülatif bir saldırı sonucu devalüasyona uğrayarak değer kaybetmesi veya para otoritesinin paranın değerini korumak için büyük miktarlarda uluslararası rezerv kullanması veya faiz oranını yükseltmesi sonucu ortaya çıkmaktadır (Claessens ve Kose, 2013).

Para krizlerine ortam hazırlayan bazı etkenler söz konusudur. Bunlardan en önemlisi para rezervlerin M2 para arzına oranında ve Cari işlemler dengesi/GSYH oranındaki artışlardır. Bunun dışında kamu ve özel kesim borçlarının finansmanı için yapılan borçlanmaların artarak fasit bir döngüye girmesi veya sabit kur rejimi uygulanan ülkelerde ulusal paranın değer kazanması sonucu cari işlem açıklarının yükselmesi, diğer etkenler olarak sıralanabilir (Danışoğlu, 2007). Diğer taraftan Kibritçioğlu (2001)'a göre para krizlerinin belirleyicilerini şu biçimde sırlanabilmektedir:

1. Zayıf makroekonomik göstergeler ve hatalı iktisat politikaları.
2. Finansal altyapının yetersizliği
3. Ahlaki risk ve asimetrik bilgi
4. Piyasadaki kreditörlerin ve uluslararası kuruluşların hatalı his ve önerileri
5. Siyasal suikast ve terörist saldırı gibi beklenmedik olaylar

Literatürde para krizleri ve diğer finansal kargaşaların tetiklenmesinde, finansal değişkenlerin özellikle de bilançolardaki değişiklikleri ve ayrıca çoklu denge kavramı gibi temel nedenleri vurgulayan farklı yaklaşımlar mevcuttur. Bu çerçevede son yirmi

yılda meydana gelen parasal krizleri açıklamak için genellikle üç tip model kullanılmaktadır.

1.3.2.1.1. Birincil Nesil Kriz Modelleri

1970'lerde döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılmasından önce önemli bir çapa olarak kullanılan altın standartı sisteminin çöküşüyle birlikte dayanak bulan birinci nesil modeller; Krugman (1979)'ın, Salant ve Henderson'un (1978) altın piyasasına ilişkin çalışmaları baz alınarak ortaya çıkartılmıştır. Daha sonra Flood ve Garber (1984) bu modeli bugünkü haline getirmiştir. Bu nedenle model KFG modeli olarak da isimlendirilmektedir. Krugman (1979)'a göre krizin nedeni; sabit kur sistemine yapılan spekülatif ataklardır. Burada spekülatif yatırımcıların, merkez bankasının büyük bütçe açıklarını kredi genişlemesiyle finanse edeceğine ilişkin rasyonel bekleyişleri, krizi tetikleyen en önemli unsurdur.

Sabit kur sisteminde bekleyişlerde meydana gelen değişim kısa vadede uluslararası rezervleri olumsuz olarak etkilemekte ve kriz bu noktada oluşmaktadır. Yatırımcıların bekleyişlerini etkileyen temel faktör ise kamu kesimi açıklarıdır (Danışoğlu, 2007).

Dolayısıyla birinci nesil kriz modellerin de temel dayanak sabit kur sistemi uygulayan ülkelerde bütçe açıklarının finansmanın da parasal genişlemenin aktif olarak kullanılması ve buna bağlı olarak döviz rezervlerindeki hızlı erime sonucunda gerçekleşen spekülatif ataklar sonucu gerçekleştiği biçimindedir. Söz konusu modeller parasal krizlerin ortaya çıkışının, yüksek enflasyon, para arzındaki artışlar, hızla artan bütçe açıkları, aşırı değerlenmiş döviz kurları, cari işlemler

ve dış ticaret dengesi açıkları, rezervlerdeki ani düşüşler ve faiz oranlarının yükselmesiyle beraber kriz öncesinde uygulanan bazı yanlış politikaları ve temel makro ekonomik göstergelerdeki bozulmalara bakılarak tahmin edilebileceğini ön görmektedir (Şiriner vd., 2010).

1.3.2.1.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri

Avrupa Para Krizinden sonra geliştirilen bu model, Obstfeld ve Rogoff (1986)'un çoklu denge modellerine dayanmaktadır. Bu modeller, hükümetin sabit kur sistemini koruyup korumayacağına ilişkin şüphelerinin çoklu denge ve para krizlerine yol açacağını öngörmektedir. Obstfeld ve Rogoff (1986) modellerinde spekülatörlerin para birimine saldırmasının nedeni, diğer yatırımcılarında ilgili para birimine yöneltecekleri spekülatif saldırıya ilişkin beklentileridir. Dolayısıyla Flood ve Marion (1997)'un çalışmalarında belirttiği üzere, ilk nesil modellerde spekülatif saldırılardan önce uygulanan politikalar bir krize dönüşebilirken, ikinci nesil modellerde olası bir spekülatif saldırıya yanıt olarak geliştirilen ya da değiştirilen makro ekonomi politikaları (ki bu politikalar makro ekonomik temellerle uyumlu olsa bile) bir para krizinin tetikleyicisi olabilmektedir.

Örneğin sabit kur rejiminin uygulandığı ve temel makroekonomik göstergelerin iyi olduğu bir ülkeye yatırım yapan yatırımcı bu göstergeler de negatif bir değişim yaşanmadığı sürece yatırımlarını bu ülkede tutmaya devam edecektir. Ancak diğer yatırımcıların mevcut fonlarını bu ülkeden çekmeye başlaması ile yatırımcı bunu sabit kur

uygulamasından vazgeçileceğinin bir işareti olarak algılar ve olası bir devalüasyondan zarar görmemek için kendisi de fonlarını çekmek zorunda kalır. Yatırımcının bu kararı o ülkenin sabit kurdan vazgeçmesini kolaylaştıracak bir katkı sağlamaktadır. Aynı beklenti doğrultusunda borç verenlerin zarar minimizasyonu için faiz oranlarını artırmaları, finansman maliyetini artıracağı için sabit kur rejimini sürdürmenin maliyeti de artacaktır. Bu durum kendini doğrulayan beklentilerin oluşumunu sağlayarak yabancı para talebinin artmasına ve sabit kur rejiminin devamının sağlanmasını imkânsız hale getirecek ve ülkeyi finansal bir krize sürükleyecektir. Dolayısıyla, bu sürecin gelişiminde yanlış ekonomi politikaları değil, hükümetin dalgalı döviz kuruna izin veren kararının arkasında özel kesimin kendi kendini besleyen beklentilerinin olduğu görülmektedir (Şiriner vd., 2010).

1.3.2.1.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri

Üçüncü nesil kriz modelleri, döviz kurları da dâhil olmak üzere varlık fiyatlarındaki dalgalanmalar ile ilgili olarak bilançolardaki hızlı bozulmanın bir para krizine nasıl yol açabileceğini araştırmaktadır. Bu kriz modelleri büyük ölçüde 1990'ların sonlarındaki Asya krizinden sonra geliştirilmiş ve krizi teorik bir zemine oturtmayı amaçlamıştır. Çünkü krizden önde Asya ülkeleri özelinde bakıldığında, makroekonomik veriler oldukça pozitiftir (mali pozisyon çoğunlukla fazla, cari işlemler açığı sürdürülebilir düzeyde ve büyüme rakamları olumludur) ancak finansal sektör ve şirketlere ilişkin kırılganlık oldukça yüksektir. Dolayısıyla model bu sektörlerdeki bilanço

uyumsuzluklarının parasal krizlerine nasıl yol açabileceğini göstermektedir (Claessens ve Kose 2013).

Bu model aynı zamanda bankaların oynadığı rolleri ve krizlerin kendini gerçekleştiren doğasını da göz önünde bulundurmaktadır. Örneğin devlet sübvansiyonları nedeniyle bankalar tarafından aşırı borçlanma sorunu ortaya çıkabilmektedir. Bu aşırı borçlanmadan kaynaklanan güvenlik açıkları parasal krizleri tetikleyebilmektedir (Krugman,1999). Nitekim Asya krizinden önce bankaların döviz cinsinden aşırı borçlanmaları devletin özel sektör borçlarına zımnen garanti sağlaması ahlaki risk faktörünü ön plana çıkarmıştır (Danışoğlu, 2007).

Modele göre finansal krize neden olan diğer bir etken ise dolaylı ve dolaysız teminatları olan şirketlerin yatırımları için sürekli sermaye malı satın almaları sonucu sermaye malı fiyatlarının yükselmesi ve bunun teminat kayıplarına neden olması ile gerçekleşmektedir. Çünkü teminat kayıplarının hızla yükselmesi bankaları yurt dışarıdan fon kaynak arayışına itecek ve aşırı fon kaybının yaratacağı kırılganlık ekonomiyi dış şoklara karşı savunmasız hale getirecektir (Şiriner vd., 2010).

Diğer taraftan iktisadi aktörlerin irrasyonel davranışlar veya finans sektöründeki karar vericilerin karşılaştıkları asimetrik bilgiler nedeniyle yatırımcılarda oluşan rasyonel olmayan beklentilerin de krizlerin yayılmasını etkilediği kabul edilmektedir. Bu şekilde finansal krizler bir ülkeden diğerine yayılma biçiminde de geçebilmektedir (Şiriner vd., 2010).

1.3.2.2. Ani Duruş Krizleri (Sudden Stops)

Ekonomilerde ani sermaye çıkışlarının yaşandığı durum olarak ifade edilen Ani Duruş modelleri dış finansman kaynaklarındaki kesilmelerle yakın bir ilişki kurmaktadır. Bu modeller finans sektörü ve şirketlerdeki bilanço uyumsuzluklarına (özellikle para birimi ve vade uyumsuzluğu) odaklanmaları nedeniyle para krizi modellerine benzetilmektedir (Calvo vd., 2006). Bununla birlikte sermaye akımlarındaki ani duruşlara neden olmada uluslararası faiz oranlarındaki değişmeler ve riskli varlıkların yaygınlaşması gibi uluslararası faktörlerin rolüne de ağırlık vermektedirler.

Bu modeller kriz dönemlerinde gelişmekte olan ülkelerdeki cari işlemler hesabında geri dönüşleri ve reel döviz kurunda dalgalanmaları açıklayabilirken, toplam çıktıda veya toplam faktör verimliliği gibi makroekonomik değişkenlerdeki düşüşleri daha az açıklayabilmektedir.

Gelişmekte olan ekonomilerde dış finansmanın ani çıkışı sırasında yaşanan spekülatif ataklar, söz konusu ülkede rezerv kayıplarına ve cari işlemler dengesinde geri dönüşlere neden olmakta bu sürece faiz oranlarındaki artış ve ulusal paranın hızla değer kaybetmesi eşlik etmektedir. Bu süreç vade ve para birimi uyumsuzluğunun olduğu bankacılık kesimini negatif etkileyebilmektedir (Varlık, 2006).

1.3.2.3. Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizlerini tanımlaması oldukça karmaşıktır çünkü nasıl ortaya çıktıkları ve geliştiklerine göre farklılık göstermektedir.

Bankacılık krizlerinin karakterize edilmesinde de bazı güçlükler bulunmaktadır. Bazı bankacılık krizleri yavaş yavaş evirilmektedir. Başlangıçta küçük bir şok dalgası biçiminde ortaya çıkan krizler zaman içinde sistemik bankacılık krizlerine dönüşebilmektedir. Bazen de bankacılık krizleri para krizleri ile birlikte gelişmekte ya da ani duruş krizlerinden sonra ortaya çıkabilmektedir (Laeven ve Valencia 2013).

Diğer taraftan bazı bankacılık krizleri, bankacılık sektörünün önemli bir bölümünün çöküşüyle karakterize edilirken, diğer taraftan bankacılık krizlerini toplam talepteki bir çöküşle, banka düzeyinde zayıf kredi verme kararları, yönetim başarısızlıkları ve kurumsal yapıdaki zayıflıklar ile ilişkilendiren yaklaşımlarda mevcuttur. Bununla beraber bankacılık sistemindeki finansal tehlike işaretleri ise kendini bankalara hücum, bankacılık sistemindeki ya da likidasyon-daki kayıplar biçiminde göstermektedir.

Bankacılık sektöründe ortaya çıkan krizlere neden olan faktörleri şu biçimde sıralamak mümkündür; iç ve dış makro iktisadi faktörlerdeki değişkenlikler, kur ve vade uyumsuzluğu ile ilişkili olarak bankacılık sisteminin yükümlülüklerinde ki artışlar, kredi ve sermaye girişlerindeki artışlar, varlık fiyatlarındaki ani değişimler, yanlış finansal liberalizasyon uygulamaları, kamu müdahaleleri ve kredi kontrollerinin zayıflaması, yanlış döviz kuru rejimleri, muhasebeleştirme, şeffaflık ve yasal yapıda eksiklikler (Altıntaş, 2004).

1.3.2.4. Dış Borç Krizleri

Dış borç krizleri, bir ülkenin (özel ya da kamu borçlarından kaynaklanan) dış borçlarını ödeyememesi durumunda ortaya çıkan ve özellikle gelişmekte olan ekonomilerde görülen krizler olarak ifade edilebilir (Sachs, 1984; Pescatori ve Amadou, 2004). Yabancı para yükümlülükleri gelişmekte olan piyasalarda genellikle finansal bir zayıflık olarak algılanmaktadır. Genellikle bu borçların, 1990'ların sonlarında Meksika krizinin (1994), Rus rublesi krizinin (1998) ve Doğu Asya krizinin şiddetini artırdığına inanılmaktadır (Bordo, Meissner ve Stuckler, 2010).

Borç krizlerinin genellikle az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkmasının bazı yapısal nedenleri bulunmaktadır. Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ekonomik büyüme ve kalkınmalarını gerçekleştirmek için finansmana ihtiyaç duyarlar. İhtiyaç duyulan finansmanın ilk kaynağı iç tasarruflardır. Ancak söz konusu bu ülkelerde iç tasarrufların eksikliği ihtiyaç duyulan kaynakların dış borçlar ile sağlanmasına neden olmaktadır. Diğer taraftan bu ülkelerde sanayileşme için ihtiyaç duyulan yatırımların (makine, sermaye malları ya da nitelikli beşeri sermaye) sağlanması gerekmektedir. Bu süreç ya doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile gerçekleştirilebilir ya da ihtiyaç duyulan sermaye mallarının ithal edilmesi ile gerçekleşebilmektedir. İkinci durumda dövize ihtiyaç duyulmakta bu da dış kredi ile sağlanmaktadır. Bu süreçte alınan kredilerin kurumsal zayıflıklar, siyasal ya da politika yanlışlıklar ve diğer ekonomik kırılganlıklar nedeniyle verimli alanlara yönlendirilememesi borcun

geri ödenmesinde güçlüklerin çıkmasına ve finansal krize evirilmesine neden olmaktadır.

1.4. Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Teoriler

1970'li yıllarda yaşanan stagflasyon krizi ile birlikte makro iktisat teorisindeki değişim iktisat okullarının krizleri açıklamaya yönelik farklı teoriler geliştirmesine ve krizlerin nedenlerini izah eden teorik temeller oluşturmasına neden olmuştur. Bu çerçevede yeni Keynesyen, Post Keynesyen ve Monetarist yaklaşımlar farklı argümanla ile krizleri izah etmeye çalışmışlardır.

1.4.1. Yeni Keynesyen Yaklaşım ve Piyasa Başarısızlığı

Yeni Keynesyen yaklaşım 1970'li yıllarda temel Keynesyen yaklaşıma bağlı kalarak ancak Keynesyen iktisada mikro temeller oluşturmak için ortaya çıkmış bir yaklaşımdır. Ekolun önemli temsilcileri; J. Stiglitz, G. Mankiw, A.Blinder, S. Fischer, D. Romer, M.Parkin, A.Okun , J.Yellen ve J. Taylor olarak sıralanabilir. Yeni Keynsyen yaklaşım teoride özellikle fiyat ve ücretlerin yapışkan olduğunu, fiyatlar esnek olsa bile Walrasyan bir genel dengenin mümkün olmayacağı, asimetrik enformasyon ve piyasa başarısızlıkları konuları üzerinde durmuşlardır.

Yeni Keynesyen yaklaşım finansal krizlerin kaynağını piyasa aksaklıkları ve başarısızlıklarına dayandırmaktadır. Piyasa başarısızlığının altında yatan temel sorun ise asimetrik enformasyon problemidir. Diğer bir ifadeyle yeni Keynesyen yaklaşım, kredi işlemlerinde borç alan ve borç veren taraflar arasındaki asimetrik

bilginin sonuçları üzerinde durmaktadır. Dolayısıyla sermaye piyasalarında ortaya çıkan başarısızlığın temel nedeni eksik bilgi sorunundan kaynaklanmaktadır (Greenwald ve Stiglitz, 1987). Bu yaklaşımda özellikle finansal piyasalarda iki taraf arasında yapılan anlaşmada ortaya çıkan eksik bilgi vurgulanmaktadır. Asimetrik enformasyon sorununda ortaya çıkan iki önemli problemden ilki ters seçim (adverse selection) olarak ifade edilen ve anlaşma sırasında taraflardan birinin anlaşma öncesi yeterli bilgiye sahip olmaması olarak ifade edilen durumdur. Diğer problem ise ahlaki risk (moral hazard) olarak ifade edilen ve finansal piyasalarda borçlanma işlemlerinde kredi alan tarafın krediyi amacının dışında, yüksek riskli işlemler için kullanması olarak tanımlanabilir (Mishkin, 1996). Ahlaki risk ve ters seçim süreci özellikle ekonominin kırılgan olduğu resesyon dönemlerinde firmaların üstlendiği finansal risklerin artmasına, ekonomik durgunluğun derinleşmesine ve finansal krizlere dönüşmesine neden olmaktadır.

1.4.2. Post- Keynesyen Okul ve Finansal Krizler

Post Keynesyen okula göre finansal krizlerin ilk temel dinamiğini belirsizlik altındaki iktisadi aktörlerin rasyonel karar verememesi oluşturmaktadır. Diğer bir ifade ile Post Keynesyen iktisatçılara göre piyasa başarısızlığı esası itibariyle iktisadi aktörlerin geleceği tahmin edememesinden kaynaklanmaktadır. Belirsizlik ve risk üzerine ilk çalışmayı F. Knight (1921) yapmıştır. Knight'a göre belirsizlik gerçekleşen ve beklenen değerlerin farklı çıkması durumunun öngörülememe olasılığını ifade etmektedir. İş dünyasında başarı ise

gerçekleşen ve beklenen değerlerin farklı çıkmamasına bağlıdır (Gürgün, 2020). Post Keynesyen yaklaşıma göre, finansal piyasalarda kredi alanlar ile kredi verenlerin gelecekteki beklentilerinin farklı olması ya da asimetrik beklentilerin olması bu belirsizliği ve piyasa başarısızlığını oluşturmaktadır. Diğer bir piyasa aksaklığı ise geleceğin belirsizliğinden dolayı kredi veren ve alanın riskleri yani belirsizlik altında kredi reytinglerinin ve bankanın kredi verme isteğinin belirlenmesi ancak gelecekteki öngörülerin muhtemelen gerçekleşmemesi sayılmaktadır (Doruk, 2019).

Post Keynesyen yaklaşıma göre finansal krizlerin ikinci temel nedeni ise aşırı borçluluk, finansa kırılganlık ve finansal istikrarsızlıktan kaynaklanmaktadır. H. Minsky finansal krizleri açıklamak için bu kavramlar üzerinde sıklıkla durmuştur. Minsky'e göre finansal kırılganlık ekonomilerin finansal krizlere olan duyarlılığını ifade etmektedir. Kapitalist bir sistemde iktisadi aktörlerin yükümlülüklerini yerine getirmede yaşanan bazı aksaklıklar ekonomide büyük değişimlere neden olarak iktisadi anlamda olumsuz sonuçlar ortaya çıkıyorsa bir kırılganlıktan söz edilebilmektedir. Ancak Minsky'e göre kırılganlık, kapitalizmin yapısına özgü bir unsurdur ve beraberinde finansal istikrasızlığı getirmektedir (Minsky, 1977; Minsky 1995).

Diğer taraftan Minsky, finansal istikrarsızlık hipotezini, konjonktürel dalgalanmalar ile birleştirmiştir. Buna göre kapitalist ekonomilerin genişleme ve daralma dönemlerinde finansal kırılganlığı da artmaktadır. Bu durumu izah etmek için Minsky, hedge, spekülatif ve ponzi olmak üzere üç farklı finansmanda bahsetmektedir. Hedge

finansmanda, girişimcinin elde nakit gelirlerinin ya da nakit birikiminin nakit yükümlülüklerini karşılayacağı bir durumu ifade etmektedir. Girişimcinin nakit akımı borçlarını karşılayabileceği için, borç çeviriminde finansal piyasalardan borçlanmasına gerek yoktur. Bu nedenle hedge finansmanı piyasalardaki olumsuzluklardan ani gelişmelerden etkilenmez (Tokucu, 2012). Spekülatif ve ponzi finansmanda ise durum daha farklıdır. Ekonomin genişleme dönemlerinde girişimcilerin geleceğe ilişkin kar beklentileri artacak ve bu da girişimcileri daha çok yatırım yapma eğilimini artıracaktır. Yeni yatırımlar finansman talebini ve dolayısıyla faiz oranlarını artıracaktır. Girişimciler önceki kârlarıyla borçların sürdürülebilmesini sağlamakta ancak yeni yatırımların finansmanı için tekrar borçlanmak zorunda oldukları spekülatif finansmana daha sonra hem yatırım hem de borç servisi için borçlanmaya başladıkları ponzi finansmana geçeceklerdir. Bu süreçte finansal kırılganlık artacak ve ekonomi krizlere daha duyarlı hale gelecektir (Bahçe, 2014).

1.4.3. Monetarist Yaklaşım ve Finansal Krizler

Monetarist yaklaşım temel olarak nominal milli hasıla ücret fiyatlar ve harcamalar gibi temel makro iktisadi değişkenlerin belirlenmesinde paranın önemini vurgulamaktadır bu nedenle parasalcı yaklaşım olarak da anılmaktadır. Okulun en önemli temsilcileri M.Friedman A.Schwartz ve P. Cagan'dır. Ancak monetarist okul esası itibari ile paranın miktar teorisi isimli kitabıyla 1976 Nobel Ekonomi Ödülü alan Friedman ile özdeşleşmiştir. Monetarist okulun üzerinde durduğu en önemli mesele enflasyon ve istikrarsızlık ile ilgilidir. Onlara göre

enflasyon hükümetlerin para arzını sürekli olarak gereksiz yere artırmasından kaynaklanmaktadır. Monetaristlere göre ekonomideki istikrarsızlığın temel nedeni de parasal kökenlidir. Bu nedenle de özellikle iktisadi sorunların çözümünde para politikasının önemi üzerinde durmuşlardır.

Monetarist yaklaşıma göre finansal krizlerin oluşmasındaki en önemli faktör bankacılık sektörünün finans sisteminde icra ettiği roldür. Özellikle konjonktürel dalgalanmalar süresince para arzındaki daralmaların banka paniklerine neden olarak iktisadi daralmalara, krizlere neden olacağını vurgulamaktadırlar. Bununla birlikte monetaristler her daralmanın kriz olarak nitelenemeyeceğini de vurgulamaktadırlar. Onlara göre para arzındaki daralmalara, finansal varlıkların fiyatların düşüşü ve iktisadi daralma eşlik etmiş olsa dahi eğer bankacılık sektöründe bir panik yok ise ve likidite sorunu yok ise, bu sahte (Pseudo) bir krizdir (Friedman ve Schwartz, 1963). Nitekim monetarist yaklaşıma göre finansal krizler özü itibariyle bankacılık krizleridir, likidite krizleridir yani parasaldır. Gerçek finansal krizlerde hem finansal sektörde hem de reel sektörde ciddi bir piyasa başarısızlığının olması gerekmektedir.

Friedman'a göre banka başarısızlıkları finansal krizlerde önemli bir unsurdur. Bunun temel nedeni para arzındaki daralmaların ekonominin genel işleyiş mekanizması içinde ilk etkisinin bankacılık sektörü vasıtasıyla ortaya çıkmasıdır. Monetaristlere göre para arzı önemlidir çünkü; ekonomik faaliyet, fiyatlar ve parasal gelirler ile para arzı arasında istikrarlı bir ilişki söz konusudur. Ekonomideki

istikrarsızlıkların nedeni olabilecek temel makroekonomik değişkenler para stokundaki daralma ile ilişkilidir (Bordo, 1990).

Monetaristlere göre finansal krizlerin derinleşmesinin temel nedeni ekonomideki istikrarsızlığın devam etmesine neden olan yanlış politikalardır. Onlara göre ekonomi doğası gereği istikrarlıdır. Ekonomideki istikrarı bozan faktörlerin çoğu hükümetin izlediği para ve maliye politikalarından ve para otoritelerinin firmalar ve kişiler arasında farklılık yaratacak politika uygulamalarından kaynaklanmaktadır.

1.5. Finansal Küreselleşme ve Krizler

İktisadi anlamda küreselleşmenin uluslararası ticaret, uluslararası üretim ve uluslararası finansal akımlarını içeren üç yönünden bahsetmek mümkündür. Uluslararası ticaretin küreselleşmesi ülkeler arası mal ve hizmet ticaretinin önündeki tüm engellerin kaldırılmasını içerir ve bu süreç Gümrük Tarife ve Ticaret Genel Anlaşmasıyla (GATT) başlayarak 1994'de Dünya Ticaret Örgütünün (DTÖ) kurulmasıyla zirveye ulaşmıştır. Üretimin küreselleşmesi ise ulusaşırı şirketlerin dünyanın hemen her yerinde gerçekleştirdikleri doğrudan yatırımlar vasıtasıyla yürüyen bir süreçtir. Küreselleşmenin mali ve finansal yönü ise 1980'lerden sonra başlayan daha yeni bir süreci ifade etmektedir. Bu küreselleşme süreci, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin tüm mali ve finansal piyasalar üzerindeki kısıtlamaları kaldırarak ulusal piyasalarını dış mali piyasalarla bütünleştirmeleri olarak tanımlanabilir. Bu çerçevede küresel fonlar yüksek getiri hedefi

ile tüm dünya piyasalarında serbestçe dolaşmaya başlamıştır (Seyidoğlu 2011).

1.5.1. Serbestleşme Politikaları

Finansal serbestleşme; özellikle gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerin kendi finansal piyasalarını geliştirmek, yatırım için ihtiyaç duyulan finansmanı sağlamak amacıyla finans sistemi üzerindeki sınırlamaların, denetim ve kontrollerin azaltılarak ya da kaldırılarak iç piyasaların uluslararası sermaye akımlarına açık hale gelmesi olarak ifade edilebilir.

Büyük dünya krizinden sonra tüm dünyada uygulama alanı bulan yeni ekonomi politikaları ile kapitalizm 1970'leri ortalarına kadar altın dönemini yaşamıştır. Özellikle gelişmiş batılı ülkeler bu süreçte yüksek büyüme hızları yakalamış ve iktisadi kalkınma süreçlerini tamamlamışlarıdır. Ancak 1970'li yıllardan sonra gelişmiş merkez ülkelerin bu yüksek büyüme hızları ve dış ticaret hacimleri durgun bir hal alıp fasit bir döngü içerisine girmiştir. Merkez kapitalist ülkelerin ekonomik üstünlüklerinin devam etmesi uluslararası pazarların genişlemesine ve sermaye hareketleri önündeki mevcut kısıtlayıcı engellerin kalkmasına bağlıdır. Az gelişmiş çevre ülkelerde ise durum tam tersidir. İktisadi kalkınmaları için yeterli tasarrufa ve kaynağa sahip olmayan, gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkeler ise ihtiyaç duydukları finansman kaynağı olarak, hareket alanını genişletmek isteyen uluslararası sermayeyi çözüm olarak görmüştür. Küresel konjonktürdeki bu durum finansal serbestleşme politikalarının 1980'li yıllarda hızla uygulama alanı bulmasını sağlamıştır.

1970'li yıllarda sanayileşmiş batılı ülkeleri olumsuz etkileyen stagflasyon krizi, devletin ekonomiye müdahale ettiği ve maliye araçlarının ön planda olduğu politikaların yerine para politikalarının yeniden önemsenmesine neden olmuştur. Bu çerçevede devletlerin ekonomi içindeki etkinliğinin azaltılmasını da öngören serbest piyasanın işleyişini sağlamaya dayalı para politikasının daha etkin olacağı görüşü önem kazanmıştır (Canbay, 2018). Nitekim ABD'de R. Reagan ve İngiltere'de M. Thatcher'ın uyguladığı iktisat politikası rejimleri de Neo-liberalizmin desteklediği finansal serbestleşme ve dünyanın geri kalanının küresel kapitalizme eklemlenmesini sağlayacak politikalar için uygulama alanı bulmasını sağlar niteliktedir. Bu çerçevede dünya nüfusunun çok büyük bir kısmını oluşturan azgelişmiş ülkeler söz konusu politikalar için ilk akla gelen ülkeler olmuştur.

1980'lerden sonra hızlanan bu süreçte petrol ihracatçısı ülkelerin ellerindeki petrodolarlar gelişmiş ülkelerdeki finansal kuruluşlar vasıtasıyla, ekseriyetle içe dönük sanayileşme politikaları uygulayan az gelişmiş ülkelerin finansman gereksinimini karşılamak amacıyla bu ülkelere yöneltirmişlerdir. Sermaye piyasalarının liberalize edilmesi ve giderek birbirleriyle entegre olması, başlangıçta azgelişmiş ülkelerin finansman ihtiyaçlarının karşılanması açısından olumlu bir gelişme izlenimi yaratsa da finansal akımların yön ve miktarı konusundaki belirsizlikler, özellikle bu sürece yeterli kurumsal denetim mekanizmalarını kurmadan başlamış ülkelerde makroekonomik istikrarsızlığa ve kısa dönem finansal krizlere yol açmıştır. Nitekim uygulanan bu politikalar izleyen yıllarda Meksika,

Arjantin, Doğu Asya, Rusya ve Türkiye gibi ülkelerde finansal krizlere ve beraberinde sosyo-ekonomik problemlere neden olmuştur (Şenses, 2004).

1.5.2. Uluslararası Kuruluşların Etkileri

Finansal küreselleşme, liberal politikalar ile 1980'li yıllar boyunca gelişmiş batılı ülkelerle aynı amaç doğrultusunda IMF, Dünya Ticaret Örgütü ve Dünya Bankası gibi kuruluşlar nezdinde az gelişmiş ülkeleri büyük bir kısmına yayılmıştır. Uluslararası kuruluşların denetiminde uygulanan bu politikalar; ticaret ve finans piyasalarının serbestleştirilmesi, faktör ve mal piyasalarındaki fiyat ve destekleme müdahalelerinin kaldırılması, doğrudan yabancı yatırımların ve finansal akımların serbestleştirilmesi, kamu varlıklarının özelleştirmelerin ve iş gücü piyasalarının esnekleştirilmesi ile azgelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri dışa açık serbest piyasa ekonomisi doğrultusunda küresel piyasalara eklemlemesinde etkili olmuştur (Şenses, 2004).

Finansal küreselleşmenin dünyanın geri kalanına hızla yayılmasında, gelişmiş batılı ülkeler, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası finans kuruluşları çok önemli bir rol oynamıştır. Bu kuruluşlar aynı zamanda en gelişmiş ülkeler ile yakın ilişki içinde olmuştur. Birlikte belirlenen ve uluslararası kuruluşlar tarafından uygulanan politikalar ise azgelişmiş ülkelere verilen borçların geri ödenmesini ve bu ülkelerin finansal çıkarlarını garanti altına almaya yöneliktir. Azgelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomiklerine müdahale de ilk akla gelen kurum IMF'dir. Azgelişmiş ülkelerin kısa dönemli istikrarsızlıklarında

uyguladıkları iktisat politikalarına müdahalesi oldukça eskilere dayanan IMF'ye 1980'li yıllarda Dünya Bankası da eklenmiş ve yapısal uyum politikaları aracılığıyla, özellikle dış ticaret serbestleştirmesi ve özelleştirme gibi alanlarda önemli ölçüde etkili olmuştur. Uruguay müzakere sürecinin ardından 1995 yılında kurulan Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ) de diğer iki kurum gibi küresel düzenin sağlanmasında rol oynayan yapının temel aktörlerinden birini oluşturdu. DTÖ, bazı önemli alanlarda azgelişmiş ülkelerin hareket alanını kısıtlayıcı yeni denetim mekanizmalarının gündeme gelmesinde önemli bir rol üstlenmiştir (Şenses, 2004).

Uluslararası finans kuruluşları serbestleşme ve finansal küreselleşme politikalarını tüm ülkelere yayarak özellikle gerekli kurumsal yapılanmalarını tamamlayamamış azgelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin bu süreçte sürekli bir ekonomik istikrarsızlık sarmalına girmesinin temel nedeni olmasına karşın, istikrarsızlığı gidermek için bu ülkeler önerdikleri şok politika reçeteleri de yeni krizlerin ortaya çıkmasına ya da mevcut krizlerin daha da derinleşmesine yol açmıştır. Nitekim Başta IMF olmak üzere uluslararası finans kuruluşlarının krizin gelişini öngöremeyen ve kriz sonrasında da ülke koşullarını dikkate almayan yanlış politikaları artık bu kurumların güvenilirliğinin sorgulanmasına yol açmaktadır.

1997 Asya ve 1998 Rusya krizleri IMF'nin krizlerin teşhis ve tedavisinde uyguladıkları yanlış politikalar açısından oldukça önemlidir. 1980-90'larda Asya ülkelerinin ekonomik performanslarını öven IMF ve diğer uluslararası kuruluşlar 1997'de yaşanan Asya

krizini ön görememiş ayrıca Asya'daki mali krizi ödemeler dengesi sorunu olarak yanlış tanımlamasından dolayı kriz sonrasında önerdiği mali ve parasal kemer sıkma politikası ile Asya ülkelerinin borç ve deflasyon sorunlarının daha da artmasına neden olmuştur (Kregel 1998). Uluslararası kuruluşların benzer politika başarısızlığı Rusya içinde söz konusudur. 1992 yılından itibaren IMF tarafından uygulatılan "Şok Terapi" reformları yeterli finansal kurumlaşmaya sahip olmayan Rusya ekonomisi için çok hızlı ve radikal olmuştur. Dayatılan politikalar sonucu Rusya ekonomisi 1990'ların sonlarına doğru hızlı bir daralma sürecine girmiş 1997 yılında Rusya GSYH'sı 1991 yılına göre %40 oranında azalmıştır. Bütçe açıklarının emisyonla finanse edilmeye çalışılması ise enflasyonun 1998 yılında %84 seviyesine yükselmesine neden olmuştur (Aslund, 1999).

Uluslararası kuruluşların uyguladığı yanlış ekonomi politikaları, kurumsal altyapılarını, bankacılık ve finans sistemlerinin henüz tamamlayamamış ülkeler için olmuşuz sonuçlara neden olduğu, üretimin azalmasına, işsizliğin ve enflasyonun artmasına yol açtığı ve çoğu zaman mevcut istikrarsızlıkların girdirilmesinden ziyade yeni krizlere yol açabilmektedir.

1.5.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Rolü

Bilindiği üzere az gelişmiş ülkelerde finansal serbestleşme politikalarının ilk uygulaması portföy yatırımlarının serbestleşmesine yöneliktir. Bu çerçevede özellikle 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelere yönelik sermaye hareketlerinde önemli bir artış olmuş ve 1980'de başlayan bu süreçte en yüksek noktasına ulaşmıştır.

Bu yıllarda gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerde portföy yatırımları büyük ölçüde serbestleştirilmiş para, kıymetli maden, tahvil ve hisse senedi fiyat farklılıklarından yararlanmak isteyen kısa vadeli sermaye hareketleri bu ülkelerin finansal sistemlerinin önemli bir bileşeni haline gelmiştir.

1990'lı yıllarda finansal piyasalarını serbestleştiren gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının yapısında da önemli değişimler olmuştur. Söz konusu sermaye yatırımlarının bir kısmı doğrudan sermaye yatırımı biçimindeyken, artık daha büyük bir kısmı finansal piyasalardaki fiyat oynaklıklarından faydalanmak isteyen kısa vadeli ve spekülatif kazanç güdüsüyle hareket eden portföy yatırımları biçimindedir (Canbay, 2018).

Kısa vadeli portföy hareketlerinin temel nedenlerini itici ve çekici faktörler olarak ele almak mümkündür. Çekici faktörler yükselen piyasa ekonomilerindeki büyüme oranları, enflasyon, cari denge ve borsa endeks verileri gibi içsel faktörler ile ilgiliyken, itici faktörler özellikle gelişmiş ekonomilerin uyguladığı gevşek para politikası ile piyasaya sürdükleri aşırı likidite ve uluslararası faiz oranlarındaki düşüşten kaynaklanan dışsal faktörler ile ilgilidir.

Hem itici hem de çekici faktörler özellikle gelişmekte olan piyasalara giden sermaye akımlarında önemli bir rol oynamıştır. 1990'lı yılların başlarında yükselen piyasa olarak adlandırılan bu piyasaların finansal liberalizm programlarının sonucunda sağladığı yüksek getiri kısa vadeli sermaye hareketleri için önemli bir fırsat sunmuştur. Finansal serbestleşme ile birlikte bu piyasalarda hızla yükselen faizler, yeni

oluşmuş ve derinliği olmayan bu sermaye piyasalarında, menkul değer fiyatlarında spekülatif artışlara neden olmuş, verimli yatırımlar için kullanılması gereken fonlar reel sektörden finansal sektöre kaymıştır (Esen, 1998).

Gelişen piyasalara yönelik bu sermaye yatırımları çeşitli biçimlerde gerçekleşmektedir. Bunlar özellikle ev sahibi ülke borsalarında alımlar, Amerikan ve Global Depo Sertifikaları (ADR/GDR) gibi yatırım mevduatları ile ülke fonlarına yapılan yatırımlar ya da yabancılara doğrudan arz biçimindedir. 1989-1993 yılları arasında gelişmekte olan ülke piyasalarına yönelik sermaye akımları çoğunlukla ADR ve GDR aracılığı ile gerçekleşmiş ve bu fonların hacmi 10,2 milyar dolara ulaşmıştır. Ayrıca aynı dönemde 10,3 milyar dolar yeni ülke fonu yaratılmış, doğrudan yabancılara arz da 0,8 milyar dolardan 3.2 milyar dolara yükselmiştir. Kaynakları açısından bakıldığında sermaye yatırımlarında kurumsal yatırımcılar uzun dönemli, yüksek verimli yatırımlara yönelmesi nedeniyle az riskli iken özel yabancı yatırımcıların kısa vadeli yatırımları ile ülke fonları daha risklidir. Bu nedenle 1990'larda gelişmekte olan ülkelere akan bu yabancı sermaye akımlarının kısa vadeli getiri beklentisi ile spekülatif kaynaklardan beslendiği ileri sürülebilmektedir (Esen, 1998).

Etkileri açısından bakıldığında sermaye yatırımlarının gelişmekte olan ülkelere hem olumlu ve hem de olumsuz etkileri olduğu önemli bir tartışma konusudur. Sermaye yatırımlarının iki açıdan gelişmekte olan ülkeler için önemli olduğu ileri sürülebilir. Bunlardan ilki bu türden sermaye girişleri ülkede uygulanan politikalara uluslararası

yatırımcıların duyduğu güvenin bir göstergesidir. Bu çerçevede hem siyasi hem de iktisadi politikalar sürdürülebilirlik kazanabilmektedir (Esen, 1998). İkincisi ise sermaye yatırımları kredi, tasarruf açıkları ve dış yardım gibi bir akım olmadığından gelişmekte olan ülkelerin ihtiyaç duyduğu finansman, borç biçiminde olmada sermayenin maliyeti düşürülerek sağlanabilme olanağı sunmaktadır. Ayrıca yabancı yatırımların artması ülkedeki menkul kıymetlere olan güvenin artırarak daha yüksek fiyat kazanç oranının oluşmasına, yeni finansman araçlarının oluşmasına, portföy çeşitlenmesine katkı sağlayabilir (Yildiz, 2012). Diğer taraftan portföy yatırımlarının gelişmekte olan ekonomilere olumsuz etkileri de söz konusudur. Bunlardan ilki iktisat politikalarının özerkliği üzerindeki kısıtlayıcı unsurlardır. Bunlardan en önemlisi para politikaları ile ilgilidir. Kısa vadeli sermaye girişlerine bağımlı olan ülkeler söz konusu yatımcıların güvenliğini sağlayacak politikalar uygulamak ve bu politikaları sürdürmek zorunda kalabilmektedirler. Diğer önemli olumsuz etki ise bu tim sermaye akımlarının yüksek likiditeye sahip olmasıdır. Ancak bu yüksek likidite paradoksal bir biçimde makroekonomik istikrarsızlığa ve dalgalanmalara neden olabilmektedir. Likiditesi yüksek sermaye akımlarının ev sahibi ülkeye girişi hızlı olduğu gibi ülkeden çıkışları da hızlı olacak, bu da finansal krizlere neden olabilecektir. Bu risk gelişmekte olan ülkelerde hem daha büyüktür hem de gerçekleşmesi durumunda ekonomi üzerindeki etkisi daha yıkıcıdır (Esen, 1998).

BÖLÜM 2

DÜNYADA YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER VE UYGULANAN EKONOMİ POLİTİKALARI

Tarihsel süreç içinde bakıldığında insanoğlunun çok sayıda ekonomik krizle karşı karşıya kaldığı görülmektedir. Bu krizlerden birçoğu üretimden kaynaklanan krizler iken azımsanmayacak sayıda finansal kaynaklı (Banka panikleri, kredi ve varlık balonları vb.) krizinde yaşandığını söyleyebiliriz. Bilinen ilk finansal kriz 1. yy'da Roma imparatorluğunda yaşanan teminatsız kredilerin toplu ihracı sonucu yaşanan bankacılık paniğidir. Bizans'da 692'de yaşana para krizi ve 14. yy. da Fransa'da yaşanan tüccar bankacılık krizi tarihteki diğer finansal krizlere örnek verilebilir (Caprio, 2012). Diğer taraftan belki de yaşanan ilk spekülatif balon ise lale çılgınlığı (Tulip mania) olarak da adlandırılan, laleye dayalı sözleşmeler üzerinden yapılan spekülasyondur. Benzer bir kriz ise 18.yy. da İngiliz şirketi olan Güney Denizi Şirketi (South Sea Bubble-1720) ve Fransız Mississippi Company-1720, şirket hisseleri üzerinden yapılan spekülatif atak olmuştur. Finansal krizler 19 yy. boyunca da sürmüştür. 1819 Amerikan bankalarının çöküşü, 1825'de İngiltere bankasının batmasıyla başlayan İngiliz borsasının çöküşü, 1937'de Amerika'da başlayan ve yedi yıl süren büyük finansal çöküş, 1857 Amerikan bankacılık krizi ve 1873'de Amerika'da finansal bir panikle başlayan 1897 yılına kadar süren kadar süren ve Fransa, İtalya, İngiltere ve Rusya gibi birçok ülkede kendini ekonomik durgunluk olarak

hissettiren, uzun depresyon olarak adlandırılan bir dizi finansal kriz bunlardan bazılarıdır.

Elbette yaşanan bu krizlerin bazıları ulus devletlerin ve modern ekonomilerin doğuşundan öncedir. Uluslararası ticaretin sınırlı oluşu, ülkeler arası ekonomik etkileşimin kısıtlı oluşu, yaşanan bu ekonomik krizlerin etkilediği nüfusun, ekonomilerin ve bölgelerin daha sınırlı kalmasını sağlamıştır. Uluslararası ticaretin gelişmesiyle birlikte özellikle de 18. Yüzyıldan sonra ülke ekonomileri de hızla birbirine bağlanmış, yaşanan krizlerin etki alanları da giderek genişlemiş ve derinleşmiştir. Yirminci yüz ise dünya ekonomileri için bir dönüm noktası olmuştur. Uluslararası ticaretin artık küresel bir noktaya gelmesinin yanında ülke ekonomileri ve finans sistemleri birbirlerine sıkı sıkıya bağlanmıştır. Bu dönemden sonra yaşanan krizlerin sıklığı artmış, daha kronik hale gelmiştir. Etki alanları ise artık bölgesel değil küreseldir.

Büyük Buhran ve Bretton Woods sisteminin çöküşünden, daha yakın zamandaki Asya mali krizine ve Amerika Birleşik Devletleri konut piyasasının tetiklediği 2008'deki ekonomik kargaşaya kadarki tarihi olaylar, küreselleşmiş dünyanın ekonomik krizlerinin dramatik örneklerinden sadece birkaçıdır. Bu krizleri önlemek için yapılan büyük ekonomik ve politik çabalara rağmen ekonomik krizlerin ısrarla yinelenmesi, bunların küresel ekonomik dinamiklerin tekil bir parçası olmaktan çok genel bir parçası olabileceklerini düşündürmektedir. Bu düşüncenin arkasında yatan temel neden ise; küresel ekonomik sistemin, karmaşık bağımlılıklara sahip heterojen ekonomilerden

(ülkeler) oluşan ve aynı zamanda birbiriyle oldukça bağlantılı, etkileşimli çok gövdeli karmaşık bir sistem olduğu fikridir. Bu çerçevede izleyen bölümde finansal anlamda küreselleşmiş dünyanın yaşadığı son finansal krizlerin değerlendirmesi ve bu krizlerden çıkış için ülkelerin uyguladığı ekonomi politikaları ele alınmaya çalışılacaktır.

2.1. 1987 Kara Pazartesi (Dünya Borsalarının Çöküşü)

Ekim 1987 yılında ABD borsası büyük bunalımdan buyana en büyük düşüşü yaşamıştır. New York borsası yaklaşık 1 trilyon dolar değer kaybetmiş Dow Jones Borsası Endüstri Endeksi (DJIA-Dow Jones Industrial Average) 508 puan (%22,6) düşerek rekor kırmıştır. Wall Street'teki düşüş, tüm finansal sistemde bir paniğe neden olmuş, kriz genişleyerek Avrupa ve Asya borsalarının çökmesine de yol açmıştır. Takip eden günlerden Malezya, Meksika, Yeni Zelanda, Hong Kong, Avustralya, İngiltere, Japonya ve Singapur gibi birçok önemli borsada %20 ila %46'lık düşüşler yaşanmış ve o günün finans çevrelerinde kara pazartesi olarak anılmasına neden olmuştur (Markham ve Stephanz, 1987).

1987 yılında dünya borsalarının çöküşüne neden olan bu gelişmelerin arkasında, aşırı değerlenme, likidite darlığı, bilgisayar tabanlı borsa işlemleri, portföy sigortası, asimetrik bilgi gibi birçok faktör yatmaktadır. Öncellikle dünya ekonomisine bakıldığında 1970'lerde yaşanan daralma ile birlikte 1980'lere kadar dünya borsalarında çok büyük bir artışın ve değerlemenin olmadığı görülmektedir. 1980'den itibaren para politikalarındaki gevşetilme ile birlikte dünya

borsalarında önemli ölçüde bir artış yaşanmaya başlamıştır (Chossudovsky 1997; Amihud, 1990). Sadece 1987 yılı başına kadar ABD borsasında yaşana artış %44 civarındadır. Dünyanın en büyük on dokuz borsası için endekslerindeki artış bu dönemde ortalama yaklaşık %296 olmuştur. Likidite artışının da desteklediği bu şişkinlik dünya borsalarındaki riskin artmasının nedenlerinden biri olmuştur (US General Accounting Office, 1988). Borsa çöküşlerinin daha da hızlı gerçekleşmesine neden olan bir diğer faktör ise teknoloji olmuştur. 1980'lerden sonra başta ABD olmak üzere dünya borsalarının teknolojik altyapısı ciddi bir gelişme göstermiştir. Program tabanlı bu yeni teknoloji, yüksek hacimli emirler gönderebilmelerine ve endeks arbitrajı ve portföy sigortası gibi stratejileri kolaylıkla uygulamalarına olanak sağlamıştır (Coşkun, Çetin, 2018). Diğer bir finansal inovasyon ise özellikle ABD yatırım şirketlerinde çok popüler hale gelmiş olan Portföy Sigortası'dır. Portföy sigortası, piyasa temellerindeki değişikliklerden ziyade piyasa fiyatındaki değişikliklere tepki olarak finansal enstrümanlar (örneğin, hisse senetleri veya vadeli işlemler) alıp satarak riski yönetmeye ve zararları sınırlamaya çalışan bir riskten korunma tekniğidir. Özellikle, yatırımcılar tarafından pazar yükselirken satın alınır ve pazar düştüğünde satılır, pazarın neden yükseldiğine veya düştüğüne dair herhangi bir temel bilgiye bakılmaz. Ancak bu yeni enstrüman hisse senetlerinin fiyatlarındaki değişimi kaydeden portföy sigortacılar üzerinde aşağı yönlü bir baskı kaynağı oluşturmuştur. Program temelli işlemler ve portföy sigortası gibi bu yeni gelişmeler birlikte 1987'de piyasaları hızla çöküşe götüren bir etki yaratmıştır. ABD borsasındaki

değer kaybıyla beraber Çağlayan Etkisi (cascade effect) olarak ifade edilen bir domino etkisi ortaya çıkmıştır. İlk fiyat düşüşü, portföy sigortacılarının satış yapmasına, bu daha fazla fiyat düşüşüne neden olarak, portföy sigortacılarının tekrar satış yapmasına neden olarak bir kısır döngü başlatır. Kara Pazartesi günü, bilgisayarlı ticaret sistemleri böyle bir domino etkisi yaratmış ve piyasa düştükçe satış hızını sürekli olarak hızlandırmış ve böylece daha da düşmesine neden olmuştur. İlk kayıpların tetiklediği satış paniği, hisse senedi fiyatlarının daha da düşmesine neden olmuştur bu süreç yayılma etkisiyle dünya borsalarına sıçramıştır (Shiller, 1988).

1987 yılında yaşanan finansal kargaşadan sonra bazı önlem mekanizmaları geliştirilmiştir. Bu çerçevede Kara Pazartesi krizinin önemli bir sonucu, "devre kırıcı/devre kesici" (circuit breaker) olarak ifade edilen ve menkul kıymetler borsasının belirli bir sürede belirlenen bir düzeyde düşüş göstermesi durumunda hisse senedi ve vadeli endeks piyasalarında alım satım emirlerindeki dengesizliklerin sonucunda oluşabilecek derin düşüşlerin engellenebilmesi amacıyla, bir mekanizmanın geliştirilmesi ve uygulanması olmuştur. Bu çerçevede örneğin 2019 itibariyle S&P 500 Endeksi, önceki günün kapanış fiyatından % 7'den fazla düşerse, ilk devre kesici tetiklenir ve tüm borsa işlemleri on beş dakikalığına durdurulur. Eğer önceli endeksin kapanış değerinden itibaren %13'lük bir düşüş var ise bu sefer ikinci devre kesi tetiklenir ve son endeksten itibaren %20'lik bir düşüş daha söz konusu ise o zaman tüm borsa işlemleri günün geri kalanında durdurulmaktadır. Devre kesici sistemin amacı,

yatırımcıların tüm varlıklarını satmaya başladıkları bir piyasa paniğinden kaçınmaya çalışmaktır (Bernhardt ve Eckblad 2013).

2.2. 1992/93 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) Krizi

1990'lı yıllara kadar para krizlerini açıklamak için geliştirilen teorik yapı, Krugma'nın birinci nesil kriz yaklaşımına dayanmaktadır. Buna göre krizin ana nedeni; rasyonel hareket eden piyasa aktörlerinin spekülatif atakları ile sonrasında uygulanan, bütçe açıklarının parasal genişlemeyle kapatılması gibi tutarsız makro ekonomi politikaları ve sabit döviz kurunun sürdürülemezliğidir. Teoride kastedilen spekülatif atak ise, piyasa aktörlerinin panik ya da rasyonel olmayan davranışlarının aksine rasyonel bekleyişlerinin ürünü olduğu varsayılmaktadır (Çakmak, 2007a).

Ancak birinci nesil kriz modelleri 1992/93 yıllarında yaşanan Avrupa ERM krizini açıklamada yetersiz kalmış ve bu durum ikinci nesil kriz teorilerinin geliştirilmesine neden olmuştur. İkinci nesil kriz modellerinin teorik dayanaklarından biri politika uygulayıcılarının aldıkları kararlarda açık, net ve şeffaf davranarak karar almalarıdır. Bu çerçevede politika uygulayıcıları, dış ekonomik konjonktürü de dikkate alarak sabit ya da yarı sabit döviz kuru sisteminin fayda maliyet analizini belirlemelidir. Örneğin sabit ya da yarı sabit kur rejiminde dövize olan talep artışı, yurtiçi nominal faiz oranlarının yükselmesine ve bu da işsizliğin, ekonomik durgunluğun ve kamu borç stokunun artması gibi bazı maliyetlere yol açacaktır. Bu maliyet artışı politika uygulayıcılarının devalüasyonu optimal bir karar olarak görmesine kadar devam edecektir. Nitekim Avrupa para sisteminde

ortaya çıkan spekülatif saldırı ve kriz bu çerçevede değerlendirilebilir. Ancak krizin nedenlerini daha iyi anlaşılması için Avrupa Para Sistemi ve Döviz Kuru Mekanizmasının ele alınması gerekmektedir (Çakmak, 2007a).

1970'lerde yaşanan petrol şokları ve takip eden istikrarsızlık Avrupa Ekonomik topluluğunun çıkarlarına önemli zararlar vermiştir. Bu çerçevede Avrupa ekonomik alanında istikrarın sağlanması için yeni arayışlar söz konusu olmuştur. Entegrasyonun başarısı üye ülkelerin ve dolayısıyla tüm topluluğun bazı koşulları tamamlamasına bağlıdır. Bu koşullar paranın konvertibilitesinin tam olarak sağlanması, stabil bir fiyat istikrarının sağlanması, üye ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, döviz kuru dalgalanmalarının minimize edilmesi ve ekonomilerin iktisadi anlamda birbirine yakınlaştırarak konjonktürel dalgalanmaların etkilerinin hafifletilmesidir. Bu koşulların sağlanabilmesi ise üye ülkelerin mali ve parasal anlamda tam entegrasyonunun sağlanması gerekmektedir (Tunçsiper ve Yakut 1998).

Bu amaç doğrultusunda 1979 yılında Avrupa Topluluğunun sekiz üyesi (Almanya, Fransa, İtalya, Hollanda Belçika, Lüksemburg, Danimarka ve İrlanda) Bretton-Woods siteminin daha esnetilmiş bir versiyonu olan, döviz kurlarının birbirine bağlandığı ve ABD doları karşısında dalgalanmaya bırakılan Avrupa Para Sistemini hayata geçirmişlerdir. Daha sonra 1989'da İspanya, 1990'da İngiltere ve 1992'de Portekiz para sistemine dâhil olmuştur (Mishkin, 2011). Avrupa Para Sisteminin iki önemli ayağı vardır bunlardan ilki Avrupa

Para Birimidir (European Currency Unit, ECU). ECU; topluluk üyelerinin paralarından oluşan ve bir sepete bağlanmış hem ödeme aracı hem de rezerv para birimidir. Topluluk üyelerinin arasında değişim ise ECU'ya bağlanmış merkezi bir oran dâhilinde yapılmaktadır. Bu oran belirli marjlar dâhilinde topluluk üyelerince belirlenmiştir (Karluk, 1996).

Avrupa Para Sisteminin ikinci önemli ayağını ise Döviz Kuru Mekanizması (Exchange Rate Mechanism-ERM) oluşturmaktadır. Sait döviz kuru olarak nitelenebilecek olan ERM'nin, Bratton Woods sisteminden farkı ekonomik istikrarsızlıklar karşısında kurun değişimi sisteme üye ülkelerin ortak kararı ile olmasıdır. Döviz kuru mekanizmasının işleyişi ise şu biçimde gerçekleşmektedir; sisteme üye ülkelerin her birinin para birimi belli bir dalgalanma marjına sahip olduğu sabit bir orana sahiptir. Bu dalgalanma marjı ±% 2,25 olarak belirlenmiş bu oran daha zayıf ekonomilerdeki para birimleri için ±%6 gibi daha geniş bantta uygulanmıştır. Ancak bu oran Ağustos 1993'de ±%15'e yükseltilmiştir. Kurdaki değişim belirlenen bu oranların üst ya da alt sınırına geldiğinde ülkelerin döviz piyasasına karşılıklı olarak müdahale etmesi planlanmaktadır (Sevilla, 1995; Ranki, 1996). Bu çerçevede örneğin Fransız Frangı, Alman Markı karşısında belirlenen limitin altına düşecek kadar değer kaybettiğinde, Fransa merkez bankasının frank alıp mark satması dolayısıyla döviz rezervlerini azaltması, karşılık olarak da Almanya merkez bankasının Mark satıp Frank alarak simetrik olarak piyasaya müdahale etmesi ve döviz rezervlerini artırması gerekmektedir. Böylece merkez bankaları

zayıf paranın uluslararası rezervinden vaz geçerek yerine güçlü parayı rezerv olarak almaktadır. Ancak Avrupa Para Sistemi gibi sabit kura dayalı döviz sistemlerinin önemli bir problemi spekülatif atak içeren döviz krizlerine açık olma potansiyelin yüksek olmasıdır. Spekülatif atak zayıf paranın büyük miktarlarda satışı veya güçlü paranın büyük miktarlarda satın alınması ile döviz kurlarında büyük değişimlere neden olmaktadır (Mishkin, 2011).

Avrupa'da ERM sisteminin sürdürülebilmesi, 1973'den 1993'e kadar iki yönlü merkez kurlarda on yedi ayarlama yapılmıştır. Ancak ikili kurlardaki bu değişimde Alman Markı dominant bir unsur olmuş, ERM para birimine karşı hiç devalüe edilmemiştir (Zurlinden, 1993). 1989'a kadar ERM göreli olarak oldukça başarılı işlemiştir. Bu çerçevede döviz kurlarındaki dalgalanmaların minimize edilmesi, katılımcı ülkelerin birbirine yakınsaması ve sistemin disiplinli işleyişi sayesinde, ülkelerin enflasyon oranları önemli ölçüde azalmıştır. Ortalama olarak enflasyon 1980'lerin başında %12 iken 1985 %5'e gerilemiştir. Ülkeler arasındaki enflasyon farkı ise %6,2 puandan %2,8 puana düşmüştür (Bayar, 2014).

Alman Markının dominant durumu, Avrupa Para Sistemini diğer ülkelerin para birimlerinin Mark'a göre bantlarını korunduğu bir yapıya dönüştürmüştür. Bunun önemli bir dezavantajı Almanya'nın para politikasını belirlerken serbest hareket etmesine karşın diğer ülkelerin kendi politikaları üzerindeki kontrollerinin azalma eğimine girmesidir. Bu durum Almanya'daki konjonktürel dalgalanmaların diğer ülkelerin ekonomik performansını etkilemişinin yanı sıra,

Almanya'nın uyguladığı para politikalarının diğer ülke merkez bankaları içinde belirleyici olmasına neden olmuştur (Bayar, 2014).

1990'da Batı ve Doğu Almanya'nın birleşmesi ile Alman ekonomisi enflasyonist baskıyla karşı karşıya kalmıştır. Birleşmeyle beraber kamu borçlarında, ücretlerde ve enflasyondaki hızlı artış nedeniyle Alman merkez bankası sıkılaştırıcı para politikasına yönelmiştir. 1990'da %3 düzeyinde olan enflasyon oranı 1992'de %5 civarında gerçekleşmiştir. Parasal büyümeyi kontrol altına alabilmek ve enflasyonu durdurabilmek için Alman merkez bankası faiz oranlarını artırmak zorunda kalmıştır. Bu durum diğer üye ülkeleri de sıkı para politikası uygulamaya zorlamış, sermaye kontrollerinin de ortadan kalkmış olması sonucu spekülatif ataklar başlamış ve Avrupa Para Sistemi Eylül 1992'de önemli bir krizin eşiğine gelmiştir (Mishkin, 2011).

Eylül 1992'de para birimlerine yönelik spekülatif ataklar sonucu ilk olarak İspanya Pesetası %5 İtalyan Lirası ise %15 devalüasyona uğramıştır. Kendi para birimini savunmak için İsveç, günlük borç verme oranını %500 gibi astronomik bir seviyeye çıkarmıştır. Ayrıca İngiliz, Fransız, İtalyan, İspanyol ve İsveç merkez bankaları yaklaşık 100 milyar dolarlık bir müdahalede bulunurken Almanya döviz müdahalesi için 50 milyar dolar kullanmıştır (Mishkin, 2011). 1992 krizi önce hem de kriz sırasında başta Almanya olmak üzere İtalya, İsveç, Finlandiya, Portekiz'in uyguladığı sıkı maliye politikaları, yanlış bir politika seçimi olmuştur. Diğer taraftan para birimleri aşağı yönlü baskı altına giren tüm merkez bankalarının değer kaybını

sınırlamak için sıkı para politikaları uygulanması içinde aynı şeyler söylenebilir. 1992/1993 ERM krizi takip eden dönemde üye ülkelerin ekonomik performanslarında olumsuz değişimlere neden olmuştur. Örneğin İngiltere reel GSYİH'sı 1994 yılı için %0,5 puanlık bir gerileme yaşarken tüm Avrupa için reel GSYİH 1992'de %1.1 seviyesinden takip eden yılda %0,4 oranında gerilemiş, reel toplam iç talepteki gerileme ise %1,6 civarında gerçekleşmiştir. Henüz AB üyesi olmayan Finlandiya ve İsveç ise 1993 yılından sonra art arda üç yıl negatif büyüme yaşamıştır (Truman, 2002; Gordon, 2000).

2.3. 1994/1995 Meksika (Tekila) Krizi

Finansal entegrasyon ve finansal serbestleşme özellikle 1980'lerden sonra küreselleşmenin getirdiği önemli unsurlardan biridir. Ancak daha önce de değinildiği gibi küreselleşme ile birlikte ekonomik gelişme sürecinde ilerleyen ülkeler için sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, ihtiyaç duyulan fonların sağlanmasında önemli olmasına karşın, istikrarsızlığında kaynağı olabilmektedir. Nitekim 1990'lardan sonra finansal serbestleşme sürecini takip eden ve sermaye piyasalarını yabancı portföy yatırımlarına açan Türkiye, Meksika, Arjantin, Tayland, Endonezya, Şili vd. gibi ülkeler ciddi mali ve finansal krizler ile karşı karşıya kalmıştır. Yabancı sermayenin spekülatif amaçlar ile bu yükselen ekonomilere gelmesi ve daha sonrasında hızlı çıkışları söz konusu ekonomilerdeki temel iktisadi dengelerin bozulmasına ve finansal krizlere sebebiyet vermektedir.

1990'lı yıllar gelişmekte olan ülkelere özellikle de Latin Amerika ülkelerine yönelik yabancı sermaye akımlarındaki artışın oldukça belirgin bir hale geldiği yıllardır. Diğer taraftan artan bu yatırımların niteliğinin de değiştiği görülmektedir. Toplam yabancı yatırımlar içinde banka kredilerinin ve hisse senedi, ticari kağıtlar ve mevduat sertifikaları gibi portföy yatırımları ağırlık kazanmıştır. Bu yatırımlar Latin Amerika ülkelerindeki borsa alımları, ADR ve GDR gibi yatırım mevduatları aracılığıyla yapılan yabancılara doğrudan arz biçimindedir. 1989-1993 yılları arasında toplam portföy yatırımları (tahvil ticari kâğıt, mevduat sertifikaları, hisse senetleri, dorudan arzlar, yeni ülke fonları, ADR/GDR dahil) 7,5 milyar dolardan muazzam bir artış ile 129,6 milyar dolara ulaşmıştır. Küresel anlamda bu yeni sermaye akımı; ABD, Japonya ve Avrupa olmak üzere üç bölgeden kaynaklanmaktadır. ABD çıkışlı fonlar genellikle Latin Amerikan ülkelerine yönelirken, Japonya kaynaklı fonlar güney doğu Asya ülkelerine, Avrupa kaynaklı fonlar ise pasifik ülkelerine yönelmiştir. 1989 yılından itibaren 1993 yılına kadar toplam portföy yatırımları içinde sermaye piyasalarına (Hisse senedi gibi) giden pay 3,5 milyar dolardan 13,2 milyar dolara çıkmıştır. Sermaye piyasalarına giden portföy yatırımlarının toplam içindeki ağırlığı %7 gibi küçük bir kısım olsa da bazı ülkeler için bu miktar önemli değişimlere neden olabilmektedir. Örneğin Meksika'da 1991 ve 1992 yılları için toplam net dış finansmanın yaklaşık %25'i bu tür sermaye akılarından oluşmaktadır (Esen, 1998; Claessens 1995). Nitekim 1994 Meksika krizinin temel nedenlerinden biri de tüm Latin ülkelerinde olduğu gibi finansal piyasaların liberalizasyonu ile beraber sermaye

akımlarının bu kontrolsüz girişidir. Ancak Meksika krizinin tek nedenini finansal liberalizasyon olarak göstermek eksik bir analiz olacaktır. Liberalizasyonun kırılgan hale getirdiği Meksika ekonomisinin 1994'de bir krizle karşı karşıya kalmasının diğer nedenleri arasında dış şoklar, siyasi çalkantılar ve uygulanan yanlış ekonomi politikalarının da etkisinin olduğu bir gerçektir.

Meksika 1950'lerin ortalarında 1970'lere kadar finansal istikrar ve ekonomik büyüme açısından yükselen ekonomilerden biri olmuştur. Kur ABD dolarına sabitlenmiş ve konvertibilitede herhangi bir kısıtlama yoktur ayrıca Tablo 1'de görüldüğü üzere ılımlı bir enflasyon ve istikrarlı bir kişi başına gelir artışı yakalanmıştır. Ancak petrol ihracatından elde edilen gelirdeki çarpıcı artışlardan kaynaklanan mali savurganlık ve mali disiplindeki bozulma ile beraber, bu istikrarlı dönem 1970'lerdeki petrol kriziyle son bulmuştur. Buna ek olarak bütçe açıkları artmış, ekonomi politikaları genişlemeci hale gelmiş, kamu borçlanması artmış ve sermaye kaçışı başlamıştır. Gelişmelerin sonunda 1982'de Meksika Moratoryum ilan ederek, borç yeniden yapılandırma rejimine geçmiştir. Tüm bu süreç ilerleyen yıllarda ABD hazine bakanı Nicholas Brady'nin öncülük ettiği Brady Planı[2] olarak bilinen anlaşmayla sonuçlanmıştır.

[2] Borç ödeme sorunuyla karşılaşan üçüncü dünya ülkelerine yönelik, kredi yapılandırması, yeni krediler, borçlarda indirim vb. yapısal uyum programlarını içermektedir. Meksika'da bu süreç 1982 yılında borç krizinin hemen ardından Brady Tahvillerinin çıkarılmasıyla başlamıştır. 1989'da ise bu plan çerçevesinde borç ödemelerin yeniden düzenlenmesi ve ticari bankaların ikincil piyasa tahvillerinden kar elde etme olanağı sağlanmıştır. 1990'da ise Meksika hükümeti Brady Planı çerçevesinde ABD desteğiyle ticari bankalar ile borç anlaşması imzalamıştır. Bu

Tablo 1: Meksika Ekonomisi Uzun Dönem Ekonomik Performans (Büyüme ve Enflasyon, % Değişim, 1955-1993)

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

Kaynak: Dornbusch vd., 1994: s.256

1982 borç krizinin ardından Meksika hükümeti geleneksel makroekonomi politikaları ve devlet kontrolleri ile istikrarı sağlamaya çalışmıştır. Bu çerçeve de bankalar devletleştirilmiş, ithalat kısıtlamaları artırılmış ve bütçe açığı azaltılmaya çalışılmıştır. Ancak 1980'lerin ortalarında Meksika hükümetinin müdahale ve kontrol içeren politikalarının başarısız olduğu ve sürdürülebilir ekonomik büyüme beklentisinin gerçekleştirilebilmesi için geniş kapsamlı bir ekonomik reformun gerekli olduğu görülmektedir (Krueger ve Tornell, 1999).

Nitekim ekonomik kötü gidişin durdurulması amacıyla 1986-1988 dönemi için Meksika hükümeti IMF ile bir Stand-by anlaşması imzalayarak Pacto (The Pact for Economic Solidarity) olarak bilinen bir dizi yeni ekonomik reform paketini uygulamaya başlamıştır. Bu kapsamda; sıkı para ve maliye politikaları uygulamaya konulmuş, Peso devalüe edilmiş, dış borçlar yeniden yapılandırılmıştır. Ayrıca yapılan anlaşma gereği 1982'de başlayan özelleştirme sürecine de hız verilmiştir. Uygulanan politikaları sonucu Meksika diğer Latin Amerika ülkelerinin altında olmasına rağmen ortalama bir büyüme

borçlar 1994'de Tesebonos'a (dolar endeksli hazine kağıtları) dönüştürülen çok kısa vadeli borçlardır (Grabel, 1996; Felix, 2003; Griffith-Jones, 1999).

hızı yakalamış, cari açık sorununu gidermiştir. Ancak bu ekonomik iyileşmeye rağmen yüksek nominal faiz oranları ve yıllık %150'nin üzerinde seyrede yüksek enflasyon sorunu önemli bir problem olarak kalmıştır. Bununla birlikte Ekim 1987 Kara Pazartesi krizi ile ABD piyasasının çöküşü, takip eden ayda Meksika borsasının da %75 değer kaybetmesine, pesonun %18 oranında devalüe edilmesine ve hızlı sermaye çıkışına neden olmuştur (Copelovitch 2010: 186: Boughton, 2001).

Tüm bu olumsuzluklara rağmen Meksika hükümeti 1988-1994 yılları arasında ekonomik istikrarın sağlanması program dâhilinde çeşitli politikalar uygulamaya devam etmiştir. Bu dönemde hükümetin temel hedefi enflasyon oranını düşürmek olmuştur. Bu amaçla, devalüasyonun ardından döviz kurunun nominal çapa olarak belirlendiği kur politikasına geçilmiştir. Buradaki temel hedef ise ticareti yapılan malların yurt içi fiyatlarını sabitleyerek enflasyon artışının kontrolünü sağlamaktır. 1994'e kadar bu politika sürdürülmüş ve enflasyon oranında ilk etapta 1989'da %23, 1991'de ise %9 gibi bir oranla keskin bir düşüş sağlanmıştır (Krueger ve Tornell, 1999).

1988 yılı itibariyle Meksika hükümeti özelleştirme çabalarını da hızlandırmıştır. Özelleştirme Meksika'daki yatırım fırsatlarına yabancıların dikkatini çekmede ve Meksika reformunun dış finansmanını beslemede önemli bir rol oynamıştır (Dornbusch vd., 1994). Bu kapsamda Meksika, ticaretin, faiz oranlarının, kredilerin serbestleştirilmesi ve bankaların yeniden özelleştirilmesini

gerçekleştirmiştir. Ayrıca yabancı alacaklılarla yapılan swap ve diğer sözleşmeleri hızla devreye sokarak hem finansal hem de kurumsal anlamda serbestleşmeleri sağlamaya yönelmiştir (Boughton, 2001).

Diğer taraftan bütçe konsolidasyonu, Meksika'da istikrar ve reformun merkezi bir parçasıdır. Bu amaçla Meksika hükümeti üç hedefi sağlamaya çalışmıştır. Bunlar; hükümet harcamalarında büyük bir kesinti, vergi tabanını, etkinliğini ve uyumu artırmak için vergi reformu ve devlete ait havayolları, demir yolları ve elektrik-gaz vd. gibi işletmelerin özelleştirilmesidir. Bu kapsamda Harcama tarafında, yatırım harcamaları GSYH'nin % 5'i oranında azaltılmış, gelir tarafında, 1982-92 döneminde, marjinal vergi oranları düşürülürken bile vergi getirisi GSYİH'nın % 4'ü kadar artırılmıştır. 1990'da ABD ile imzalanan Brady Planı ise uygulanan bu ekonomik reformları desteklemiştir. Böylece yabancı sermaye için güvenli ve kazançlı yatırım alanı olan Meksika ekonomisi yeniden yabancı yatırımlar için cazip hale gelmiştir (Dornbusch vd., 1994).

Tüm bu iyimser gelişmelere karşın Meksika ekonomisinde büyüme oranları (%3-4) oldukça yavaştır. Bu yavaş büyüme oranlarına nispeten yavaş bir ihracat büyümesi, hızlı bir ithalat artışı ve kısmen bozulan cari hesap dengesi eşlik etmiştir. Nitekim 1987-1994 yılları arasında ihracatta tedrici bir artış söz konusu iken ithalat da keskin bir artış görülmektedir. Cari açık ise 1994'te 30 milyar dolar civarında gerçekleşmiştir. Bu sürecin arkasındaki yapısal problem ise aşırı değerli kur politikasıdır. Sermaye girişleri aşırı değerli döviz kurunu desteklemiş ve bu nedenle ticarete konu olmayan sektörlerin hızla

genişlediği gerçeğini gizlemiştir. Dolayısıyla reel kurdaki artış ticaretten sağlanan karlığı azaltırken ticarete konu olmayan sektörlerin karlığını artırmıştır. Ticarete konu olan sektör giderek artan ithalata ve bu da büyük bir cari açığa doğru evirilmiştir. Diğer taraftan aşırı değerli kur politikası enflasyonu baskılarken yüksek nominal faizden faydalanmak isteyen portföy yatırımlarını da ülkeye çekmiştir (Krueger ve Tornell, 1999). Nitekim Tablo 2'de 1989-1992 yılları için net sermaye girişlerinden önemi bir artış olduğu görülmektedir.

Tablo 2:Meksika'ya Net Sermaye Girişleri, 1989-92 (Milyar Dolar)

Yatırımın Türü	*1989*	*1990*	*1991*	*1992*
Portföy Yatırımları	-1,7	5,9	19,6	21,1
Doğrudan Yatırımlar	2,6	2,5	4,7	5,4

Kaynak: Dornbusch vd., 1994: s.258

Meksika'ya akan portföy yatırımları için bu yüksek getiri fırsatı yeni değildir. Meksika'da, dolara endekslenmiş devlet tahvili Tesobono ve kısa vadeli devlet tahvili olan Çete gibi yatırım araçların sağlamış olduğu getiriler aslında 1982 yılından beri hem yurt içim hem de yabancı portföy yatırımcıları için cezbedici niteliktedir. Çete tahvilleri 1982-1989 yılları arasında %44,9 ile %95,9 oranında getiri sağlarken, 1990-1993 yılları arasında %14,9 ile %34,8 arasında getiri sağlamaktadır. Tesobono'ların getirileri de aynı şekilde yüksektir. Bu yüksek getiri oranlarının da etkisiyle Meksika'da yabancı portföy yatımlarında büyük bir artış yaşanmıştır. 1989'da Meksika'dan çıkan net portföy yatırımı 1,7 milyar dolar düzeyinde iken bir yıl sonra 1990'da süreç tersine dönmüştür. Tablo 2'de görüldüğü üzere 1990'da net portföy girişi 5,9 milyar dolar iken, 1991'de 19,6 milyar dolara 1992'de ise 21,1 milyar dolara yükselmiştir. Bu portföy akımının bir

sonucu olarak da Meksika borsası 1990'da %50, 1991'de %124,7 ve 1992'de %48,3 değer kazanmıştır (Esen, 1998).

Meksika ekonomisini krize götüren süreç ise 1994 yılında başlamıştır. Bu süreçte içsel ekonomik nedenler[3] ve politik şokların[4] yanı sıra dışsal şokların etkisi de önemlidir. Örneğin gelişmiş ülkelerin ekonomik performanslarındaki iyileşme ve istikrar ile birlikte bu ülkelerde yatırım fonlarına talebin artmasına neden olmuştur. Bu durum başta ABD olmak üzere ülkelerin sıkı para politikası uygulamalarına, faiz oranlarında artışa ve Meksika gibi gelişen ülkeler giden portföy yatırımları için borç yükünün ve ihraç maliyetlerinin artmasına neden olmuştur (Mishkin, 1996). Nitekim bu süreç sonunda Şubat ayı itibariyle ABD kaynaklı sermaye girişi azalmış Aralık ayı itibariyle de tamamen durmuştur. Aynı ay itibariyle Meksika borsası %30 değer kaybederken Peso'ya yönelik spekülatif ataklar başlamıştır (Esen, 1998).

Ulusal paranın değerini korumak için ulusal hükümetin ilk müdahalesi 25 milyar dolar rezerv artı 30 milyar dolar bağlantılı Tesobono ihracı şeklinde olmuştur (Gil-Díaz ve Carstens, 1996). Aralık 1994'de ise Peso %40 oranında devalüe edilmiştir ancak bu Meksika finans piyasalarında istikrar sağlanamamıştır. 1995'in başında Meksika merkez bankasının rezervleri %50 oranında azalmış Ocak 1995

[3] 1994 yılında kısa vadeli döviz yükümlülükleri ile dövize çevrilebilir ulusal para yükümlülüklerinin Merkez Bankası döviz varlıklarını aşmış olması nedeniyle sermaye çıkışları sonucunda devletin ödeme güçlüğüne düşmesi gibi finansal kırılganlıklar.

[4] NAFTA anlaşmasını protesto etmek amacıyla başlayan ve daha sonra çatışmaya dönen Ocak 1994 Chiapas ayaklanması, Mart ayında Başkan adayı Colosio'ya yapılan suikastın neden olduğu politika kargaşa ve güven kaybı.

sonuna kadar hükümet Tesobono yükümlülüklerini karşılamak amacıyla 13 miyar dolar harcamıştır. Meksika'da yaşanan bu sürecin diğer Latin ülkelerini etkileyerek sistematik bir krize dönüşmemesi için ABD'nin öncülüğünde uluslararası yardım programı başlatılmıştır. Bu çerçevede ABD hükümeti ve diğer uluslararası kuruluşlar toplamda 52 milyar dolarlık kredi sağlanmıştır (Esen, 1998).

1994'te başlayan ve Tekila Krizi olarak isimlendirilen bu krize Meksika hükümeti Ocak 1995'den itibaren müdahale etmeye başlamış ve bu çerçevede bir istikrar programı oluşturmuştur. Mart ayında ise aldığı önlemeleri genişletmiştir. Ayrıca Meksika hükümetinin krize karşı 1995 yılında uygulamaya koyduğu politika tepkisi ile 1982 borç krizinde uygulanan politikalar arasında da önemli farklılıklar olmuştur. 1982'de döviz piyasasının çöküşünün hemen ardından gelen politika önlemleri, yabancı borç ödemelerini askıya almak, döviz kontrolleri uygulamak, bankaları kamulaştırmak ve ithalat lisansı şartlarını dayatması biçiminde iken Tekila Krizinde hükümet, yapısal reformların ertelenemeyeceğini, ticaret ve sermaye akımlarının serbestleştirilmesinin sürdürüleceğini ve döviz riskini karşılayacak vadeli işlem piyasası oluşturulacağını duyurmuştur.

Bu çerçevede Meksika hükümeti tarafından uygulamaya konulan istikrar programı; enflasyon ve işsizliği kontrol altına almak, acil kurtarma paketi, borç yönetimi, yapısal reformlar, bankacılık sistemini kurtarmaya yönelik önlemler biçiminde beş temel ayak üzerine oturmuştur.

Enflasyonu kontrol altına almak için hükümet, Ocak 1999'da işçi sendikaları ve özel sektörle bir anlaşma imzalamıştır. Bu kapsamında, yönetilen fiyatlar %10 artırılacak, asgari ücretler ise sadece %7 artırılacaktır. Diğer taraftan girişimciler ise ithal girdilerdeki maliyet artışından kaynaklanan fiyat artışlarını sınırlamayı kabul etmişleridir. Ancak enflasyonun %19'a ulaşacağı öngörüldüğünden, bu anlaşma reel ücretlerde önemli bir düşüşü de beraberinde getirecektir. Bunun yaratacağı etkiyi iyileştirmek için, asgari ücretin iki katından daha az kazanan işçilere %3'lük bir gelir vergisi iadesi verilmiştir. Diğer taraftan yeni çerçevede, yasayla Merkez Bankası'nın fiyat istikrarını tek hedefi haline getirmesi gerekmektedir. Dolayısıyla, nominal döviz kurunu sabitleme veya onu bir bant içinde tutma taahhüdü artık kalmamıştır.

Başlangıçta belirtildiği gibi, kısa vadeli önlemlerin temel bileşenlerinden biri, 1995'in ilk iki ayında çok taraflı kuruluşlar, ABD ve Kanada hükümetleri tarafından bir araya getirilen mali kurtarma paketidir. Paketin ana bileşenleri ise şunlardı: 1) ABD hükümetinden kısa veya orta vadeli takas imkânları ve Hazine'nin Döviz İstikrar Fonu'ndan uzun vadeli garantiler şeklinde 20 milyar ABD doları. 2) IMF'nin 18 aylık Stand-By Düzenlemesi aracılığıyla, 7,74 milyarlık kısmı hemen, geri kalanı ekonomik uyum programının uygulanmasına bağlı olmak üzere toplamda 17,8 milyar ABD doları ek ödeme. Acil kurtarma paketinin geri kalanı ise Kanada hükümeti, Dünya Bankası ve Inter American Development Bank tarafından sağlanmıştır (Krueger ve Tornell, 1999).

Krizin hemen ardından Meksika hükümeti maliye politikaları ve borç yönetiminde de revizyona girmiştir. Bu kapsamda krizin arkasında yatan temel faktörlerden biri olan ve 1994 yılı sonu itibariyle 29 milyar dolara ulaşan Tesobono stokunu azaltmak olmuştur. Bu miktar Temmuz 1995'e kadar 8,9 milyar dolara düşürülmüş, Şubat 1996'da ise tamamen kaldırılmıştır. Diğer taraftan Meksika'da borçlanmanın maliyeti yüksek ve vadesi de kısadır. Bu nedenle hükümet ikinci adım olarak borçlanmanın finansman maliyetlerini düşürmeye ve kamu borcunun ortalama vadesini uzatmaya odaklanmıştır. Bu kapsamda ilk olarak ABD hükümeti kredisinin geri ödemesini hızlandırmış, Ağustos 1996'da 7 milyar ABD dolarını, 1997 başlarında ise kredinin tamamını geri ödemiştir. 1996 ve 1997 yıllarında ise hükümet tahvil (1-2 yıllık Hazine bonosu) ve Udibonos (5 yıl endeksli tahvil) ihraç ederek borcunun vadesini uzatmıştır. Sonuç olarak, kamu borcunun ortalama vadesi 1995 sonunda 283 günden Eylül 1997'de 342 güne yükseltmiştir (Krueger ve Tornell, 1999).

Krizden sonra kredi veren ülkelerin beklentisi Meksika hükümetinin istikrar programı çerçevesinde özelleştirme ve deregülasyon politikalarına devam etmesiydi. Hükümet bu kapsamda yapısal reform uygulamalarına devam etti nitekim 1994 NAFTA anlaşması yapılmış ve piyasa yanlısı açıklamalar bunu takip etmiştir. Uygulamada ilk olarak telekomünikasyon hizmetleri rekabete açılmış ve finans kuruluşlarının yabancı mülkiyeti üzerindeki bazı sınırlamalar hafifletilmiştir. Özelleştirme programları da devam etmiştir. Bunlardan en önemlileri hava yolları, demir yolları ve limanların özelleştirilmesidir. Diğer önemli reformlar ise para politikasında

şeffaflığın getirilmesi ve emeklilik sisteminin değiştirilmesi olmuştur. Meksika hükümeti benzer bir dönüşümü bankacılık sistemi için de uygulamaya koymuştur. Bankacılık sisteminin sistematik bir krize karşı daha dayanaklı olması için bir kurtarma ve yapılanma programı uygulamıştır. Bu doğrultuda; bankalara hızlı bir şekilde döviz likiditesi sağlayacak bir mekanizmanın oluşturulması, tahsili gecikmiş kredilerin bir kısmının hükümet tarafından karşılanması, bankaları sermaye yapılarının güçlendirilmesi ve borçlular için yardım programının uygulamaya konması gibi bazı politikalar uygulanmıştır (Salinas-Leon, 1996).

1998 yılına gelindiğinde Meksika hükümeti tarafından uygulanan istikrar programı ve bu çerçevede gerçekleştirilen önlemler ile yapısal reformlar, sonuç vermiştir. Mali disiplin sağlanmış kamu kesimi borcunun milli gelire oranı 1995'de %39 iken 1998 de %27 seviyesine inmiştir, cari açık seviyesi ise 1992-1994 yılları arasında yaklaşık olarak milli gelirin % 6,7 iken 1997'de %1'e kadar gerilemiştir. Enflasyon oranı ise %59 sevisinden %15,7 düşmüş ve ilerleyen yıllarda düşmeye devam etmiştir. Uluslararası rezervler ize Ocak 1995'den Ocak 1998'e kadar 25 milyar dolar artış göstermiştir (Martinez, 1998).

2.4. 1997 Doğu Asya Krizi

Kriz teorileri açısından bakıldığında 1997 yılında doğu Asya'da patlak veren krizin açıklanmasında, önceki yaklaşımların yetersiz kaldığı görülmektedir. Nitekim para krizlerinin birinci ve ikinci nesil modelleri finansal krizlerin piyasadaki negatif beklentiler nedeniyle

oluşabileceği ve ayrıca bu olumsuz beklentiler ile hükümetlerin politikaları arasındaki uyumsuzluğu sonucunda ortaya çıkacak süreçte tüm rezerv oranları ve diğer makroekonomik göstergeler pozitif olsa bile bir krizin ortaya çıkabileceğini savunmaktadır. İkinci nesil kriz modelinin ilkinden farkı ise tercihler beklentiler ve krizin yayılmasına ilişkin dinamikleri de kullanmış olmasıdır (Obsfeld, 1994). Bu para krizi modellerinin Doğu Asya krizini açıklayamamış olmaları para krizi teorilerini krizleri açıklamada farklı perspektifler geliştirmesine neden olmuştur. Nitekim kriz öncesinde Doğu Asya ülkelerini ekonomik performansları oldukça başarılıdır. Dolaysıyla yaşanan bu krizde başka saiklerin etkili olabileceği konusu üzerinden durulmaya başlanmış ve böylece üçüncü nesil para krizi modelleri ortaya çıkmıştır (Krugman vd., 1999; Krugman, 1999).

Krugman tarafından geliştirilen bu yaklaşımda, yükselen piyasalarda, özellikle 1997-98 Doğu Asya krizi ile ilgili olarak, döviz kurları dâhil varlık fiyatlarındaki dalgalanmalarla ilişkili bilançoların hızlı bozulmasının nasıl para krizlerine yol açabileceğini ve bu tip krizlerin yayılma süreçlerini[5] ele almaktadır (Krugman, 1999). Asya Krizini

[5] Krizler ile ilgili olarak Yayılma (Contagion) etkisine ilişkin literatür oldukça geniştir. Bir ülke ya da ülke grubunda ortaya çıkan ekonomik şokun diğer ülke veya ülke gruplarına yayılması olarak ifade edilebilir. Masson, (l998) yayılmayı; uluslararası sermayenin finansal krize girmiş olan bir ülkedeki ekonomik kayıpların telafisi için diğer ülkelerden satış yapmasını ve böylelikle ekonomide bekleyişlerin değişmesi sonucunda diğer ülkenin de krize doğru sürüklenmesi olarak nitelendirmiştir. Diğer taraftan; emtia ihracatçısı ülkelere eşzamanlı olarak zarar veren ortak şoklar (birincil emtia fiyatı şokları gibi) ya da ülkeler arasındaki ticaret bağlantıları göreli fiyat ve gelir (talep) şoklarını bir ülkeden diğerine aktararak yayılma etkisine neden olabilmektedir. Ayrıca başka yaklaşımlara göre, Finansal bağlantılar, varlık piyasası korelasyonlarına yol açar buna göre bir ülke diğerine

açıklamaya yönelik başka görüşlerde vardır. Radelet ve Sachs (1998), Marshall (1998), Chang ve Velasco (1999) gibi iktisatçılar; Doğu Asya'da yaşanan krizi, başlangıçtaki mali çalkantıyı ve bunun diğer bölge ülkelere sıçramasını, piyasa beklentilerindeki ani değişim ve güven kaybına, ardından da bölge ülkelerine bulaşmasına bağlamaktadır. Bu süreçte bölge ülkelerinin olumlu ekonomik performansına rağmen, uluslararası yatırımcıların kendi kendini besleyen olumsuz beklentilerinin neden olduğu çalkantı, finansal piyasalara banka panikleri ve finansal kırılganlık olarak yansımıştır. Diğer bir görüş ise; krizin öncelikle yapısal ve politik çarpıklıkların bir sonucu olarak ortaya çıktığını savunmaktadır (Corsetti, Pesenti, ve Roubini 1998; Dooley, 1999). Bu görüşe göre; temel dengesizlikler ve piyasadaki kurumsal çarpıklıklar 1997 yılında Asya ülkelerinde finansal krizi tetiklemiştir. Ayrıca krizi sürecinde piyasanın tepkisi ve sürü psikolojisi, döviz kurları, varlık fiyatları ve ekonomik faaliyetlerdeki düşüş, krizin daha şiddetli gerçekleşmesine neden olmuştur.

Asya ülkelerini krize sürükleyen gelişmelere geçmenden önce krizin nasıl tetiklendiğini anlamak için Asya ülkelerinin ekonomik performanslarını kısaca değerlendirmek doğru olacaktır. Bu çerçevede şunu belirtmek gerekir ki; Doğu Asya ülkelerinin ekonomik performansları, son çeyrek yüzyılda kalkınma tartışmalarında önemli bir yer tutmuştur. Bu ülkelerin sanayileşme ve ihracat artışıyla gerçekleştirdikleri büyüme ve istihdam artışı, yoksulluğun azaltılması

---

yatırım yapar ve kredi verirse, ikincisindeki zayıf ekonomik haberler, birincisindeki varlık piyasalarını da etkileyecektir (Dornbusch vd., 2000; Pritsker, 20009.

ve gelir dağılımında sağladıkları iyileşmeler, bölge ülkelerinin performansının "Asya Mucizesi" olarak nitelendirilmesine neden olmuştur. Bazı iktisatçılara göre, Asya ülkelerinin bu başarısının arkasında seçili stratejik sektörlere yönelik korumacı önlemler ile bazı alanlarda sanayileşmeye yönelik doğrudan devlet müdahalesinin içeren politikalar bulunmaktadır[6](Şenses, 2004). Asya ülkelerinin bu başarı hikâyesinin 1990'lı yılların ortalarına kadar devam ettiği görülmektedir. Diğer taraftan hem IMF hem de diğer uluslararası kuruluşlara göre de bölge ülkelerinin ekonomik görünümü pozitif ve her şeyin yolunda oluğu yönündedir. Dolayısıyla bir kriz beklentisi söz konusu değildir.

Tablo 3: Asya Ekonomileri Makroekonomik Göstergeler, 1990-1997 (%)

Ülkeler	***Büyüme Oranı***			***Enflasyon***			***Maliye denge/GSYH***		
	1990-95	1996	1997	1990-95	1996	1997	1990-95	1996	1997
Kore	7,8	7,1	5,5	6,6	5,0	4,5	0,2	0,5	-1,4
Endonezya	8,0	7,8	4,9	8,7	7,9	6,6	0,2	0,2	0,0
Malezya	8,9	8,6	7,7	3,7	3,5	4,0	-0,4	0,7	1,8
Filipinler	2,3	5,8	5,2	10,6	9,1	6,0	-1,1	0,3	0,1
Singapur	8,6	6,9	7,8	2,7	1,4	2,0	9,4	6,8	3,3
Tayland	9,0	5,5	-0,4	5,0	5,9	5,6	3,2	2,4	-0,9
Hong-Kong Çin	5,0	4,5	5,3	9,3	6,3	5,9	1,6	2,2	6,5
Çin	10,7	9,6	8,8	11,3	8,3	2,8	-1,0	-0,8	-0,7
Taipei, Çin	6,4	5,7	6,8	3,8	3,1	0,9	-5,0	-6,6	-6,3
Ülkeler	**Tasarruflar/GSYİH**			**Yatırımlar/GSYİH**			**Cari Denge/GSYH**		
	1990-95	1996	1997	1990-95	1996	1997	1990-95	1996	1997
Kore	35,6	33,7	33,1	36,6	38,4	35,0	-1,2	-4,7	-1,8
Endonezya	31,0	27,3	29,9	31,3	30,7	31,3	-2,5	-3,4	-1,4
Malezya	36,6	42,6	43,8	37,5	41,5	42,0	-5,8	-5,0	-5,3
Filipinler	16,6	18,5	20,3	22,4	23,1	23,8	-3,7	-4,7	-5,3
Singapur	47,0	51,2	51,8	34,9	35,3	37,4	0,6	15,4	15,4
Tayland	34,4	33,7	32,9	41,0	41,7	35,0	-3,9	-7,9	-2,0
Hong-Kong Çin	33,6	30,7	31,8	29,6	32,1	35,4	-	-	-
Çin	40,8	40,5	41,5	38,8	39,6	38,2	1,2	0,9	3,2
Taipei, Çin	26,9	25,1	24,8	24,0	21,2	22,0	4,2	4,0	2,7

Kaynak: Asian Development Outlook 1999

[6] Asya ülkeleri kendi endüstrilerini uluslararası rekabetten korumak amacıyla tarife, teşvik vd. önlemleri uygulamıştır. Bu sayede uluslararası piyasalarda büyük şirketlerin ortaya çıkmasını özendirmiştir. Örneğin; bu politikalar sayesinde Güney Kore'de otuz büyük şirket (chaebol) özel sektöre hâkim duruma gelmiştir. Ayrıca devlet bankalara bu şirketlere düşük faizli kredi vermesi için baskı kurmakta ve mali bir sıkıntıda kurtarma operasyonları düzenlemektedir (Toprak 2001).

Nitekim Tablo 3'de Tayland, Kore, Malezya başta olmak üzere Doğu Asya ülkelerinin tamamının 1990'dan itibaren yüksek büyüme trendleri yakaladığı görülmektedir. Bunun önemli bir nedeni bölge ekonomilerini hızlı büyüyen ihracat yapısına, dinamik bir tarım sektörüne, yüksek tasarruf ve yatırım oranlarına sahip olmalarıdır (Toprak 2001). Benzer şekilde nispeten düşük ve istikrarlı enflasyon oranları da bu büyümeye eşlik etmektedir. Bütçe açığının, finansman ihtiyaçlarını karşılama kabiliyetinin bir göstergesi olan mali dengenin GSYİH'ya oranı ise bir iki ülke dışında pozitif bir görüntü sergilemektedir. Tasarrufların ve yatırımların GSYİH'ya oranı da bu ülkeler için oldukça yüksek seviyelerdedir. Gelişmiş ülkelerde bu oran %25'ler civarında seyrederken Asya ülkelerinde ise %40'a ulaşmaktadır. Doğu Asya ülkeleri için tablodaki tek olumsuz gösterge cari açığın ve ülkelerin uluslararası rekabet edebilirliğinin bir göstergesi olan cari dengenin GSYH'ya oranıdır. Bu oranın negatif olmasının önemli nedenlerinden birisi ise spekülatif portföy akımlarını 1990'lar boyunca hızlandıran yüksek faiz ve aşırı değerlenmiş ulusal para biriminin varlığıdır.

Buradaki temel soru ise şudur; 1980'ler ve 1990'lar boyunca bu kadar iyi bir ekonomik performansa sahip olan Doğu Asya ülkelerinde bir kriz nasıl ortaya çıkmıştır. Bu noktada iki genel görüş bulunmaktadır. Bu görüşlerden ilki krizin temel nedeninin zayıf ekonomik temeller ve politik tutarsızlıklardan kaynaklandığını öne sürmektedir. Diğer bakış açısı ise Asya ekonomilerinin kendi kendini besleyen mali bir paniğin kurbanı olduğunu ileri sürmektedir.

İlk görüşün savunucuları; Asya ülkelerinin Tablo 3'de de görüldüğü üzere sağlıklı makroekonomik göstergelerinin -düşük enflasyon, mali denge, düşük devlet borcu stoku, yüksek yurtiçi tasarruf ve yatırım oranları- yanıltıcı bir tablo çizdiğini iddia etmektedir. Gerçekte ise Asya ülkelerinde ciddi yapısal problemlerin yanı sıra politik tutarsızlıklarda oldukça belirgindir. Nitekim bu görüş, kriz öncesinde krize ilişkin bazı uyarı sinyallerinin var olduğunu ileri sürmektedir. Örneğin; Tayland ekonomisinde cari açık tehlikeli derecede büyüktür ve hızla atmaktadır. Ayrıca, bütçe dengesi gibi makroekonomik göstergeler de gerçeği yansıtmamaktadır. Birçok Asya hükümeti, genellikle mali açıdan uygun olmayan şirketlere borç veren bankacılık sistemine örtük garantiler ile destek vermektedir. Devlet tarafından teşvik edilen bu garantiler bankaların uzun süre geri dönüşü olmayacak kredileri vermeye devam etmesine neden olmuştur. Bu süreç, Asya ekonomilerinin birçoğundaki zayıf kurumsal yönetişim ile bağlantılı olarak, büyük ve sorunlu kredi stoku yaratarak bankaların çöküşü riskini artırmıştır. Bu örtük garantiler diğer yandan hükümetlerin şarta bağlı mali yükümlülükler yarattığı anlamına gelmektedir. Bununla birlikte, Asya ülkelerine daha yakından bakıldığında, bu ülkelerin ekonomik başarısının arkasında ihracata odaklı, üretim faaliyetlerinin merkezi koordinasyonunu içeren ve özel yatırım projelerinin örtük veya açık bir biçimde devlet garantileri ile desteklendiği bir ekonomik strateji yatmaktadır. Bu süreçte firmalar ve bankalar arasında yakın bir operasyonel ve mülkiyet ilişkisinin varlığından da söz edilebilir.

Diğer bakış açısı ise ilkinin aksine krizin temel nedeninin uluslararası kuruluşların ve kreditörlerin kendi kendini besleyen kötümser beklentilerden kaynaklandığını ileri sürmektedir. Bu görüşün en temel argümanı krizin, klasik banka hücumlarından kaynaklandığıdır. Gerçekte de olası bir banka hücumunda, çok sayıda yatırımcı aniden paniğe kapılıp, ödeme talep ederler ise finansal aracılar ellerindeki uzun vadeli varlıkları zararla tasfiye etmek zorunda kalabilmektedir. Klasik bir panik modelinde, merkez bankaları son çare borç veren olarak hareket edip piyasaya ihtiyaç duyduğu likiditeyi sağlayıp böylesi bir banka hücumunu engelleme yeteneğine sahiptir. Ancak böylesi bir paniğin uluslararası versiyonunda, 1997 Asya krizinde bazı ülkelerde olduğu gibi, ülkenin döviz kuru sabit ve döviz rezervleri kısa vadeli borçlardan dolayı sınırlıysa, yaşanacak piyasa paniğini önleyici bir mekanizma mevcut değildir. Nitekim Tablo 4'e bakıldığında krizden hemen önce, Endonezya, Kore ve Tayland'ın kısa vadeli dış borçlarının, uluslararası rezervleri aştığı görülmektedir.

Tablo 4: Kriz Öncesi, Seçilmiş Asya Ekonomileri Kısa Vadeli Dış Borçlar ve Uluslararası Rezervler (1997'nin İkinci Çeyreği)

Ülkeler	*Kısa Vadeli Dış Borçlar (Milyar $)*	*Uluslararası Rezervler (Milyar$)*	*Borç rezerv oranı*
Kore	70,18	34,07	2,06
Endonezya	34,66	20,34	1,70
Malezya	16,27	26,59	0,61
Filipinler	8,29	9,78	0,85
Singapur	196,60	80,66	2,44
Tayland	45,57	31,36	1,45
Taipei, Çin	21,97	90,02	0,24

Kaynak: Asian Development Outlook 1999

Buradan önemli olan, dış ve iç borçların vade yapısı ve para biriminin değeridir. Eğer bir ülkenin borcunun büyük bir bölümü yabancı para cinsinden ise ve Asya ülkelerini büyük bir bölümünde olduğu gibi bu

borçlar kısa vadeli ise kriz riskinin ortaya çıkması kaçınılmaz olacaktır. Dolayısıyla piyasalarda yaşanacak bir panik dalgasına merkez bankalarının müdahale etme ve krizi önleme şansı oldukça düşük olacaktır.

Her iki bakış açısının argümanlarının Asya'da 1997'de bir krizin ortaya çıkmasında etkisinin olduğu söylenebilir. Ancak diğer yandan Asya ekonomilerini krize sürükleyen başka sorunlar da mevcuttur.

Bunlardan ilki Asya finans sektörünün yaşadığı sorunlardır. Zayıf ihtiyati düzenlemeler, gevşek ve deneyimsiz denetim mekanizması, düşük sermaye yeterlilik oranları, yeterli mevduat sigortası programlarının olmayışı, proje seçimi için çarpık teşvikler ve bazen de doğrudan yolsuzluklar, bölge ekonomilerinin finansal yapılarının zayıflamasına etki eden başlıca sorunlardır. 1990 öncesinde Asya ekonomileri finansal sistemlerini nispeten kapalı tutulmuştur. Bu çerçevede dış borçlanma sınırlı ve sermaye girişleri kontrol altındadır. Bu kontroller ve sınırlamalar sayesinde bölge ekonomilerinin finansal sektörleri iç kırılganlıklara sahip olmalarına rağmen dış şoklardan çok fazla etkilenmemiştir. Ancak bu durum 1990'lardan itibaren değişmeye başlamıştır. Uluslararası sermaye piyasalarının kademeli olarak dışa açılmış ve iç piyasalar deregüle edilmiş ancak denetim ve düzenleme mekanizmaları aynı doğrultuda gelişmemiştir. 1990'lı yıllar boyunca bu denetim eksikliğinde birçok yerli ve yabancı finansal şirket piyasada önemli bir paya sahip olmuştur (Brownbridge ve Kirkpatrick, 1999).

Diğer önemli problem ise 1990'lı yıllar boyunca Asya ekonomilerinde dış borların dramatik bir biçimde artmasıdır. Krugman (1999) ve Aghion, Bachetta ve Banerjee (2001)'a göre krizi öncesinde Asya şirketlerinin bu kadar hızlı ve pervanızca borçlanması, firmaların döviz kurundaki değer kaybı sırasında ve sonrasındaki kötü performanslarının temel nedenini oluşturmaktadır. Nitekim Tablo 5'de görüldüğü üzere kriz öncesinde Asyalı şirketlerin borç ile finansman lehine güçlü eğimler sergilediği, özellikle dış borçların önemli seviyelere ulaştığı görülmektedir.

Tablo 5: Seçili Asya Ekonomilerinde Şirket Borç Kompozisyonu (1996, %)

Ülkeler	***Dış Borç***		***İç Borç***	
	Kısa vadeli	Uzun vadeli	Kısa vadeli	Uzun vadeli
Kore	29,4	17,0	27,7	25,8
Endonezya	20,5	19,6	31,4	28,5
Malezya	32,1	11,0	35,7	21,2
Filipinler	19,7	21,3	25,5	33,5
Tayland	29,6	12,3	32,0	26,1
Taipei, Çin	22,3	19,2	23,9	34,6

Kaynak: Asian Development Outlook 1999

Elbette, Asya ekonomilerindeki sabit kur rejimi, döviz cinsinden borçlanmada kur riskini ortadan kaldırmaktadır. Diğer taraftan, sanayileşmiş ülkelerdeki faiz oranlarının düşüklüğünün getirdiği başka yerlerde kar arayışı ve Asya ekonomilerine ilişkin olumlu beklentiler uluslararası yatırımcıları borç vermede istekli hale getirmiştir. Ancak kısa vadeli dış borçlardaki artış, bölge ekonomilerini bazı nedenlerden dolayı daha kırılgan hale getirmiştir. Bunlardan ilki; uzun vadeli projelerin finansmanı için kısa vadeli borçlanmadır. Bu durum özellikle Kore, Malezya ve Tayland'da giderek ağırlık kazanmıştır. Ancak süreç, yerli finans kuruluşlarının bilançolarında oldukça büyük bir vade uyuşmazlığı yaratmıştır. İkincisi, yerli bankalar yerli

firmalara yerel para cinsinden kredi verirken, kısa vadeli yabancı para ile riskten korunmadan borçlanma yoluna gitmişlerdir. Bu ise para birimi değer uyuşmazlığı yaratmıştır. Üçüncüsü ise kredilerin kolay kullanılabilirliği, riskli varlıklara yatırımları tetiklemiş bunun sonucunda da bazı ülkelerde konut balonları oluşmuştur.

Asya'da yaşanan krize bakıldığında genel olarak finansal ve kurumsal sektörlerin zayıf yönlerinin birkaç unsuru içerdiği görülmektedir. Bu noktada, Asya ekonomileri özelinde finansal sektörün sahip olduğu yapısal zayıflıklara; ulusal paranın değer kaybetmesi durumunda ulusal şirketleri önemli zararlara uğratacak yabancı para cinsinden kısa vadeli borçlanmalar ve bu borçlara aşırı bağımlılık, hisse senedi ve emlak piyasalarında oluşan balonlar ve riskli yatırımların artması da eklenmiştir. Kırılganlığı artıran bu unsurlar, özel sermaye girişlerinin ve serbestleştirilmiş finansal sistemlerde hızlı yurtiçi kredi genişlemesinin olduğu, devlet garantilerinin yaygın, düzenleme ve denetimin olmadığı bir ortamda hızla birikmektedir. Bu koşullarda, piyasa duyarlılığındaki bir değişiklik, durdurulması zor bir biçimde ulusal paranın değer kaybetmesine, şirket iflasları ve sermaye çıkışına neden olacak kısır bir döngüye neden olabilmektedir (IMF, 2000a).

Nitekim 1997'de Asya ülkelerinin krize sürükleyen temel saikler de bunlardır. Tayland'da Baht'a yönelik bir dizi spekülatif saldırı ve sonrasında devalüasyona uğramasıyla başlayan kriz diğer bölge ülkelerine de bulaşarak hızla yayılmıştır. Krize etki ettiği ülkelerde birçok finansal kurum ve şirket iflas etmiştir. 1997 sonbaharında kriz Kore, Endonezya, Malezya ve Filipinler'e sıçramıştır. Singapur, Hong

Kong ve Tayvan çökmese de derinden etkilenmişlerdir. Daha iyi düzenlenmiş finansal ve ekonomik sistemlerle sahip olan Çin ve Hindistan'ın krizden daha az etkilendiği söylenebilir. 1998 yazında, kriz tam bir mali, ekonomik ve politik çöküş yaşayan Rusya'ya sıçramış ve oradan Latin Amerika'yı ve özellikle Brezilya'yı etkilemiştir. Brezilya'nın ekonomik anlamda çöküşü, muhtemelen sadece Brezilya'ya verilen büyük IMF kredisinin bir sonucu olarak 1998 sonbaharında önlenebilmiştir. Krizin etkileri 1999'da zayıflarken ülkelerin krizden çıkışı 2000 yılını bulmuştur. Tablo 6'ya bakıldığında bölge ekonomilerinin krizden nasıl etkilendiği görülmektedir (Salvatore ve Campano, 2010).

Tablo 6: Asya Ekonomilerinde Kriz Sonrası Büyüme, Borsa ve Paranın Değerindeki Değişim, (1997-1998, %)

	Büyüme Oranı (1998)	*Borsadaki değişim Mayıs 1997-Mayıs1998 (%)*	*Ulusal paraların değer kaybı Nisan 1997-Nisan 1998 (%)*
Kore	-5,8	-54.9	54.3
Endonezya	-13,7	-76.7	229.1
Malezya	-6,7	-62.5	51.4
Filipinler	-0,5	-44.3	45.2
Singapur	0,3	-30.0	10.3
Tayland	-9,4	-55.6	51.1
Hong-Kong Çin	-5,1	-26.2	0.4
Tayvan	4.9	-16.7	20.3
Çin	7,8		11.2
Hindistan	5,8		0.4

Kaynak: IMF,World Economic Outlook, 1999a

Tablo 6'da Tayland, Kore, Endonezya, Malezya ve Filipinler'de krizin etkilerinin daha derin ve ciddi olduğu da görülmektedir. Hong Kong, Singapur ve Tayvan'da ise bu etkinin nispeten daha az olduğu, Çin ve Hindistan'ın ise krizden en az etkilenen ülkeler olduğu söylenebilir. Diğer taraftan, Kriz sonrasında tüm ülkelerin paralarında önemli değer kayıplarının yaşanmıştır. Bu kaybın en çok oluğu ülke ise Singapur

olmuştur. Ayrıca ülkelerin menkul kıymetler borsalarında ve büyüme oranlarında 1997'den 1998'e kadar ciddi bir düşüşün yaşandığı görülmektedir.

Kriz den hemen sonra başta IMF olmak üzere uluslararası kuruluşlar Asya ülkelerindeki krizin etkilerini silmek ve ekonomileri stabil hale getirmek için bir dizi kurtarma operasyonu ve istikrar programı uygulamaya girişmiştir. Bu çerçevede IMF ilk olarak krizden en çok etkilenen Endonezya, Kore ve Tayland için finansman, makroekonomi politikaları ve yapısal reform olmak üzere üç ana bileşenden oluşan bir strateji ortaya koymuştur (IMF, 2000a).

Bu kapsamda ilk olarak IMF, Endonezya, Kore ve Tayland'daki uyum ve reform programlarını desteklemek amacıyla 35 milyar dolar mali destek sağlamıştır. Endonezya'ya sağlanan destek 1998-1999'da daha da arttırılmıştır. Buna ek olarak diğer uluslararası kaynaklardan da 85 milyar dolar ek kaynak sağlanmış ancak bunun tamamı gerçekleşmemiştir. Bu mali desteklere ek olarak özel sermaye çıkışlarını engellemek için faklı ülkelerde farklı uyum adımları atılmıştır.

İkinci strateji ise makroekonomi politikaları ile ilgilidir. Bu kapsamda para politikası, ülkelerin döviz kurlarındaki çöküşü durdurmak, para birimindeki değer kaybının bir enflasyon sarmalı ile daha fazla ilerlemesini önlemek amacıyla, sıkılaştırılmıştır. Parasal sıkılaştırma politikası geçici olarak uygulanmıştır. Piyasa istikrarı sağlandığında ve piyasa koşulları sabitlendiğinde, faiz oranları düşürülmüştür. Buna

ek olarak, özellikle Tayland, Endonezya ve Kore'de sıkı maliye politikası uygulanmaya başlanmıştır.

Son olarak yapısal reformları içeren bir dizi önlem uygulanmaya başlanmıştır. Bu kapsamda, finansal ve kurumsal sektörlerdeki zayıflıkları gidermek için adımlar atılmıştır. Uygulamaya konulan diğer reformlar ise krizin sosyal sonuçlarını hafifletmeyi ve büyümenin yeniden başlamasına zemin hazırlamayı amaçlamaktadır.

Uygulamaya konulan program ile IMF'nin makroekonomik tahminleri, büyük finansman paketiyle birlikte ikna edici bir politika çerçevesinin sunulması yoluyla güvenin yeniden tahsis edileceği varsayımına dayanmaktadır. Bu varsayım altında IMF bölge ekonomilerinde büyümenin yavaşlayacağı ancak pozitif kalacağını tahmin etmiştir. Ancak IMF bölge ekonomilerindeki derin resesyonun etkilerini iyi analiz edememiştir. Nitekim Kore %5,8, Endonezya %13,7, Tayland %9,4 ve Malezya %6,7 oranında küçülmüştür. Bu nedenle IMF'nin Krizden çıkış için bölge ülkelerine önerdiği program önemli eleştiriler almıştır.

IMF'nin Asya ülkelerine önermiş olduğu politikaların etkileri ile önerilen politikaların uygulanması sırasında yaşanan sorunları gidermek için ayrıca müdahalelerde bulunması çelişkili bir durumu yansıtmaktadır. Diğer taraftan önerilen politikaların farklı nitelikteki krizler için de önerilmiş olması gene diğer bir çelişkiyi oluşturmaktadır. Bunula beraber Asya ülkelerine önerilen politikalar ülkelerin ağır bir resesyona sürüklenmesine de neden olmuştur. Başka bir eleştiri noktası ise IMF'nin kriz öncesinde Asya ekonomilerinin

görünümünün olukça pozitif seyrettiğine ilişkin raporudur. Bu durum özellikle uluslararası yatırımcıları yanıltıcı niteliktedir. IMF kurtarma operasyonu ve önerdiği ekonomik programlar Asya ülkelerinin gelecekte başka krizlere evirilecek yeni makro sorunlar ile uğraşmasının önünü açmıştır (Turgut, 2006).

2.5. 1998 Rusya Krizi

Dünya ekonomisinde 1980'lerden sonra gözlenen Neo-liberal küreselleşme süreci ile birlikte; uluslararası ticaretin serbestleşmesi, devletin ekonomik etkinliğinin azaltılması, para ve sermaye piyasalarının liberalizasyonuna yönelik politika uygulamaları, geçiş ekonomileri için kırılgan bir ortam yaratmıştır. Ayrıca bu ülkelerin serbest piyasa ekonomisine ilişkin bilgilerinin ve tecrübelerinin sınırlı olması, çoğu zaman uluslararası kuruluşlar ile iş birliği yapma zorunluluğunu da beraberinde getirmiştir. Dünya bankası ve IMF gibi uluslararası kuruluşlarca önerilen politikalar bu ülkeleri kısa vade de önemli maliyetlerle karşı karşıya bırakmıştır. Bu ülkelerin ekonomilerinin gelişmiş ülkelerin uygulama alanına açılması başlangıçta küresel ekonomide bir ivme kazandırsa da gelişmekte olan ve dağılma sonrasında eski Sovyet bloğu ülkeleri gibi "geçiş ekonomilerinde"[7] uygulanan piyasa odaklı politikalar, sermaye birikimi sürecinde meydana getirdiği etkiler ile birlikte borç krizlerine ve kısa vadeli sermaye giriş çıkışlarına neden olduğu için 1990

[7] Geçiş ekonomileri kavramı merkezi planlamacı ekonomik sistemden, serbest piyasa ekonomisine geçiş yapmaya çalışan ekonomileri ifade etmektedir. Bu kapsamda IMF'ye göre geçiş ekonomileri; Dağılan Sovyetler Birliği ülkeleri ve Doğu Bloku ülkeleri ile Asya ülkeleri olmak üzere iki ana gruba ayrılmaktadır (IMF 2000b).

sonrasında finansal krizlere neden olmuştur (İşcan ve Hatipoğlu, 2011).

Sovyetler birliğinin dağılmasıyla birlikte kapitalist piyasa ekonomisine hızlı bir geçiş yapan Rusya ekonomisi, 1995 yılının ortalarında başlattığı istikrar programı ile 1998'in Şubat ayına kadar düşük enflasyon ve istikrarlı döviz kuru hedefine ulaşmada önemli kazanımlar sağlamıştır. Ancak altı ay sonra Ağustos 1998 de döviz krizi, bankacılık krizi ve borç krizini birleştiren klasik bir mali kriz yaşamıştır. Ruble, 1 ABD doları 6 Rus Rublesi eşitliğinden 20-25 Ruble seviyelerine kadar çıkarak büyük bir çöküş yaşamış, bankacılık sistemini toplam sermayesi sıfıra çok yakın bir seviyeye inmiştir. Ödeme sistemi neredeyse tamamen durma noktasına gelmiş ve ülke özel dış borçların çoğunda, tüm ruble cinsinden kamu borçlarını ödemeyeceğini belirtmiş yani moratoryum ilan etmiştir (Sutela, 2000; Pinto, vd. 2005).

Rusya ekonomisinin 1998'de böyle bir mali krize sürükleyen temel dinamikleri anlayabilmek için Rusya'nın Sovyetler birliğinin dağılması sürecinden itibaren kapitalist dünya sistemine eklemlenme ve piyasa ekonomisine uyum çabalarının ve bu süreçte gerçekleştirdiği dönüşümün analizinin yapılması ve sürecin Rus ekonomisine etkilerinin iyi değerlendirilmesi gerekmektedir.

Sovyetler birliğinin dağılması ve Rusya'nın kapitalist piyasa ekonomisine geçişi bir anda gerçekleşmiş değildir. Dağılmaya giden süreçte var olan toplumsal ve ekonomik sıkıntıların son on yılında iyice artması diğer yanda da kamu mülkiyetlerini tüm karar

mekanizmalarını ellerinde tutan bürokratik oligarklar'ın (nomenklatura) küresel yönetici sınıf içinde yer almak için kendi çıkarları için hareket etmesi, çözülüş sürecini hızlandırmıştır[8]. Bu süreçte Gorbaçov yönetimi, reform programları uygulasa da Sovyetler Birliğinin var olan borçları ve bu borçları karşılayacak gelir kaynakları yoktur. Diğer yandan döviz kıtlığı, arz krizi ve ihracat gelirlerindeki azalma, dışarıdan yeni borçlanmalara neden olarak kısır bir döngü yaratmıştır ve sistem 1991 yılında iflas etmiştir. Tüm bu süreçte Gorbaçov ve Yeltsin arasındaki iktidar mücadelesi Ağustos 1991 darbe girişiminden sonra ibrenin Yeltsin tarafına dönmesi ile birlikte Sovyetler Birliği sona yaklaşmıştır (Yıldırım, 2018).

1991 yılında Sovyetler Birliğinin dağılmasıyla birlikte Rusya merkezi planlamalı ekonomiden serbest piyasa ekonomisine hızlı bir geçiş sürecine de başlamıştır. Bu çerçevedeki ilk adım Rus parlamentosundan geçirilen ekonomi politikalarına ilişkin bir dizi düzenlemedir. Harvard profesörlerinden Jeffrey Sachs tarafından

---

[8] Sovyetler birliğinin çözülüş sürecinde ve sonrasında değişen konjonktürden faydalanan bürokratlar kontrolleri altındaki ekonomik ve siyasal güçleri piyasa ekonomisine geçiş sürecinde kendi çıkarlarına kullanmışlardır. Bu çerçevede yönetimi ele geçiren Yeltsin güçleri ile ittifak halinde hareket eden yabancı yatırımcılar, tüccarlar ve bürokratik elitler bu reform sürecini desteklemişlerdir. Çöküş sonrasında kapitalizmin inşası sürecinde IMF tarafından önerilen "şok terapi" programı ile devlet mülkiyeti bürokratlar ve uluslararası sermaye tarafından paylaşılmış, diğer yanda ise kamu yararı güden tüm yatırımlar ve hizmetlere son verilmiştir. Bu süreçte kısıtlı koşullar altında yaşayan Sovyet halkı ise yoksulluğa itilmiştir. Sovyetler Birliği'nde devletin dönüşümü ve piyasa ekonomisine geçiş sürecine ilişkin daha detaylı bilgi için **Bknz**. **Yıldırım, E. (2018),** "1990'lardan 2000'lere Rusya'da Devletin Dönüşümünün Ekonomi-Politiği: Bir Neo-Otoriter Düzenleyici Devlet Modeline Doğru", Fiscaoeconomia, Special Issue (1), 103-140 ve **Bedirhanoğlu, P., (2004)**. "Gorbaçov'dan Yeltsin'e Rusya'da Farklı Reform Pratikleri ve Neoliberalizm". (ed:Dedeoğlu ve T.Subaşat). Kalkınma ve Küreselleşme. Bağlam Yayıncılık, İstanbul, 275-313.

ortaya konan ve IMF'ye verilen niyet mektubu ile de bağlayıcılık kazanan, Rusya ekonomisi ile ilgili bu yeni ekonomik düzenlemeler, "Şok Terapi" olarak nitelenmekte ve temelde hızlı bir özelleştirme sürecini, devletin tüm ekonomideki denetim ve müdahalelerinin kaldırılmasını içermektedir. Bu çerçevede Rusya'da serbest piyasa ekonomisinin tesis edilebilmesi için ilk etapta fiyatların liberalizasyonu, kamu iktisadi teşekküllerinin özelleştirmesin ve finansal sistemin liberalizasyonu hedeflenirken ikinci aşamada ise emek piyasasının liberalizasyonu amaçlanmıştır. Uygulamaya konulan bu reform programı ile mali finansal düzenlemeler, bütçe açıkları ve devlete ait sanayilerin özelleştirilmesi birincil öneme sahipken diğer tüm meseleler ikinci plana itilmiştir. Serbest piyasanın dinamikleri ile piyasaların sorunsuzca işleyeceği düşüncesiyle uygulamaya konulan bu politikaların sonucunda Rusya ekonomisi 1990'ların sonuna kadar kendini toparlayamamış ve 1998 de ciddi bir ekonomik krizle mücadele etmek zorunda kalmıştır (Bedirhanoğlu, 2004).

1991 yılından itibaren geçiş sürecinin neden olduğu ekonomik bunalım ile beraber fiyatların liberalizasyonu, Rusya ekonomisinde beklenildiği gibi yüksek bir enflasyona neden olmuştur. Tablo 7'de görüldüğü üzere 1991 yılı tüketici fiyatları enflasyonu %2500 seviyelerine kadar çıkmış, dış ticaretin serbestleşmesi süreciyle birlikte 1996-1997 yıllarında iki haneli rakamlara kadar inebilmiştir. Geçiş süreciyle birlikte Rusya ekonomisinin ekonomik büyümesinde canlılık beklenmesine karşın 1992-1997'ye kadar her sene Rusya ekonomisi önemli ölçüce küçüldüğü görülmektedir. 1997'de %0,9'luk pozitif bir büyüme oranı yakalansa da 1998 mali kriz yılında ekonomi

tekrar küçülme sürecine girmiştir. Diğer taraftan ekonomik durgunluk ile birlikte beklenenin altında olsa da işsizlik oranlarında da artış yaşandığı görülmektedir.

Tablo 7: Rusya Federasyonu Temel Ekonomik Göstergeler, 1991-1998 (yıllık % değişim)

	1991	*1992*	*1993*	*1994*	*1995*	*1996*	*1997*	*1998*
Enflasyon Oranı (%)		2508,8	839,9	215,1	131,3	21,8	11,0	84,4
Ekonomik Büyüme (%)	-5,0	-14,5	-8,7	-12,6	-4,1	-3,6	0,9	-4,6
*İşsizlik Oranı (%) **		4,8	5,9	7,3	8,4	9,4	11,1	13,3

Kaynak: IMF, 1999b *ILO tanımlamasına göre

Şok terapi programının diğer bir ayağı ise özelleştirmeler ile ilgilidir. Bu çerçevede 1992-1995 yılları arasında tarım ve sanayi sektöründeki devlete ait küçük ve orta ölçekli işletmeler küçük girişimcilere satılarak özelleştirilirken 1996 yılından itibaren devlete ait büyük kamu işletmeleri bütçe açıklarını finanse etmek için verilecek krediler karşılığı büyük şirketlere ve bankalara devredilmiştir. 1997 yılı itibariyle Rusya'daki devlet işletmelerin yaklaşık %80'inin özelleştirildiği görülmektedir (Burhan ve Mustafaoğlu, 1998).

Serbest piyasaya geçişle beraber Rusya ekonomisinde diğer önemli bir adım da dış ticaretin serbestleştirilmesi sürecidir. Serbestleşme ile birlikte tüketici fiyatları enflasyonunda 1997 yılı itibariyle bir gerileme sağlanabilmiştir. Tablo 8'de görüldüğü üzere serbestleşme sürecinin dış ticaret dengesinde yıllar itibariyle bir gerilmeye neden olmakla birlikte cari denge üzerinde 1997 yılı hariç önemli bir etki yaratmadığı, kriz öncesinde önemli bir cari açık sorununa neden olmadığı da görülmektedir.

Tablo 8: Rusya Federasyonu Ödemeler Dengesi 1995-1999 (Milyar Dolar)

	1995	*1996*	*1997*	*1998*	*1999*
Cari Denge	4,8	3,9	-3,0	2,3	3,3
Dış ticaret Dengesi	18,7	17,8	11,6	17,9	6,5
İhracat	82,7	90,6	89,0	74,8	15,3
İthalat	-64,0	-72,8	-77,4	-56,8	-8,8

Kaynak: IMF, 1999b

Rus ekonomisinin krize giden süreçte karşılaştığı önemli sorunlardan biri de bütçe dengesi ile ilgili olmuştur. Bütçe harcama kalemlerinde yapılan kısıtlamalara rağmen Tablo 9'da görüldüğü üzere 1992'den 1998'a kadar hem genel bütçede hem de federal bütçe bazında ciddi bütçe açıkları verdiği görülmektedir.

Tablo 9: Rusya Federasyonu Bütçe Dengesi 1992-1998 (Milyar Ruble)

	1992	*1993*	*1994*	*1995*	*1996*	*1997*	*1998*
Genişletilmiş Bütçe Dengesi	-3,5	-12,6	-63,6	-94,4	-190,4	-198,8	-215,2
Geliler	7,5	62,1	211,5	515,8	708,2	917,8	850,2
Harcamalar	11,1	74,7	275,2	610,3	898,5	1116,7	1065,5
Federal Bütçe Dengesi	-2,0	-11,2	-69,7	-88,5	-179,6	-179,8	-158,5
Gelirler	3,2	23,5	72,1	198,1	268,1	310,4	287,9
Harcamalar	5,2	34,7	141,8	286,7	447,7	490,2	446,3

Kaynak: IMF, 1999b

Rusya'da bütçe açığının yüksek oluşu bazı yapısal nedenlere kaynaklanmaktadır. Bunlardan ilki birçok reform gerçekleşmiş olmasına rağmen vergilemede zayıf bir idare yapınsa sahip olunması, vergi yükümlülüğünün zayıf olması ve vergi otoriterlerinin vergi denetiminde zayıf olması yer almaktadır (IMF, 1999b). Vergileme ile ilgili diğer önemli bir problem ise dağılan Sovyetler Birliği ile birlikte kayıt dışı ekonominin de hızla gelişmiş olmasının vergi gelirleri üzerindeki olumsuz etkisidir. Diğer taraftan askeri harcamaların bütçe üzerinde yaratmış olduğu yük ve sosyal güvenlik sisteminin bütçe

üzerine getirmiş olduğu yük diğer nedenler arasında sıralanabilir (Burhan ve Mustafaoğlu, 1998).

Bu süreçte Rus ekonomisinin vergi gelirlerinde oluşan kayıp hem genel hem de federal bütçe dengesindeki büyük miktarlı açık yaratmıştır ayrıca ekonomik daralma ve parasal göstergelerdeki bazı sıkıntılar hükümetin mali bir krizle karşı karşıya kalmasına ve artan faiz oranlarından tekrar tekrar borçlanmasına neden olmuştur.

Tablo 10: Rusya Federasyonu Uluslararası Rezervler ve Döviz Kuru (Aralık 1995-1999)

	1995	*1996*	*1997*	*1998*	*1999*
Net Uluslararası Rezervler (Ruble)	35,7	9,6	22,3	-148	-188
Net Uluslararası Rezervler (Dolar)	7,7	1,7	3,7	-7,2	-7,8
Döviz Kuru (Ruble/Dolar)	4,64	5,56	5,96	20,65	24,18

Kaynak: IMF, 1999b

Rusya ekonomisi 1998 yılı itibariyle Tablo 11'de görüldüğü üzere, Sovyet öncesi ve sonrası olmak üzere toplam 158 milyar dolar ve 30 milyar dolar da özel sektör dış borcunu çeviremeyecek duruma gelmiştir. Rusya devlet borçlarının GSYİH'ya oranı 1998 yılı itibarı ile %50 civarına ulaşmıştır. Dolayısıyla aynı yıl Ruble koridoru uygulamasını kaldırarak Rubleyi devalüe etmiştir. Ardından Rusya hükümeti, 90 günlük dış borç ödeyemeyeceğini ilan etmiş ve yabancıların kısa vadeli finansal araçlara yatırım yapmalarını yasaklamıştır.

Tablo 11: Rusya Federasyonu Dış Borçlar (1994-1998, Milyar Dolar)

	1994	*1995*	*1996*	*1997*	*1998*
Rusya 1992 Sonrası Dış Borçlar Toplamı	11,3	17,4	27,7	35,6	55,4
Çok Taraflı Kreditörler (IMF, Dünya Bankası Vd.)	5,4	11,4	15,3	18,7	26,0
Resmi Kreditörler	5,9	6,0	7,9	7,6	9,7
Euro Tahviller			1,0	4,5	16,0
Minfin Tahviller			3,5	3,5	3,5
Ticari krediler				1,3	0,2
Sovyetler Döneminden Kalan Dış Borçlar	116,2	110,6	108,4	99,0	102,8
Toplam Devlet Borcu	**127,5**	**128,0**	**136,1**	**134,6**	**158,2**
Dış Borç / GSYİH (%)	45,8	36,8	31,6	30,2	48,1
Özel Sektör Dış Borcu (Bankalar dahil)	**2,6**	**5,2**	**9,2**	**31,8**	**31,7**
Toplam	**130,1**	**133,2**	**145,3**	**166,4**	**189,9**

Kaynak: IMF, 1999b

Ekonomik çöküş sürecindeki Rusya ekonomisi, dar boğazdan kurtulmak için 1998 yılında IMF ile istikrar anlaşması yapmıştır. Bu anlaşma doğrultusunda Rusya 1998 de 14,8 milyar dolar 1999'da ise 7,8 milyar dolar olmak üzere toplamda 22,6 milyar dolar mali destek sağlamıştır. Diğer taraftan Dünya Bankasından 12,5 milyar dolar Japonya'dan 1,5 milyar dolar mali destek taahhüdü almıştır. Ancak Asya ülkelerinde patlak veren krizin yayılması ve daha uzun süreceğine ilişkin beklentiler Rusya'da durumun kötüleşmesine katkıda bulunmuş ve devalüasyon beklentisini arttırmıştır. Rus hükümeti, piyasada oluşan olumsuz beklentileri değiştirmek için Rublenin dalgalanma bandının 5,27-7,13 bandından yıl sonuna kadar 6,0-9,5 aralığında olacağını ilan etmiş ancak Ruble üzerindeki spekülatif atakları önleyemediği için bir süre sonra Rubleyi dalgalanmaya bırakmıştır. Nitekim Tablo 10'da görüldüğü üzere döviz kuru Aralık 1998'de 20,65 seviyesine 1999 Aralıkta ise 24,18 seviyesine yükselmiştir. Dolayısıyla Rusya'nın 1998 yılında karşı

karşıya kaldığı krizi tetikleyen dört temel unsur, sabit döviz kuru, mali açık ve yüksek borç, para politikası ve piyasalarda oluşan negatif beklentileridir (İşcan ve Hatipoğlu, 2011).

Rusya'da gerçekleşen kriz uluslararası sermayenin gelişmekte olan ülkelere olan beklentilerini de olumsuza çevirmiştir. Bu süreçte küresel piyasalarda sermaye hareketlerinin yönü yükselen ve geçiş ekonomilerinden çıkış biçiminde olmuştur. Tablo 12'ye bakıldığında 1990'dan itibaren küresel sermaye hareketlerinin Rusya'da hızla artığı ancak 1997'den sonra bu sermayenin hızla Rusya ekonomisinden çıktığı görülmektedir.

Tablo 12: Rusya'ya Sermaye Akışı (Net Milyar $)

	1990-1994 Ortalama	*1995*	*1996*	*1997*	*1998*
Özel	-1,1	7,5	18,8	36,6	7,2
Sabit Sermaye	0,4	1,8	2,2	2,6	1,4
Portföy yatırımları	0,0	0,3	0,9	1,0	0,6
Banka Krediler	-3,3	4,3	7,1	9,9	-2,2
Diğer krediler	1,8	1,1	8,7	23,2	7,3
Resmi (IMF vd.)	8,7	6,3	9,5	5,1	8,1
Toplam	7,6	14,8	26,1	41,7	15,3

Kaynak: Özel, 2005

Nitekim Rusya krizinin nedenleri arasında Rusya'nın kronik problemlerinin yanı sıra küresel sermaye hareketlerinin etkisinin olduğu da söylenebilir. Finansal piyasaların liberalizasyonu ile küresel sermaye üzerindeki tüm denetimlerin kaldırılması batılı merkez ülkelerden gelişmekte olan ve geçiş ekonomilerine sermaye transferinin büyüklüğünü ve yönünü belirleyen temel unsur olmuştur. Bu ülkelerin uluslararası sermayeye bağımlı hale gelmesi ekonomik daralma dönemlerinde ekonomi politikalarının etkinliğini kısıtlayan ve finansal piyasalarını uluslararası sermayeye karşı daha kırılgan hale

getirmektedir. Dolayısıyla serbest piyasa ekonomisine geçiş aşamasında Rusya'nın bir krizle karşı karşıya kalmasının sebebi olarak şu unsurları göstermek mümkündür. Ekonomik büyümenin sürdürülebilir bir noktaya getirilememesi, iyi bir hukuksal ve kurumsal yapının oluşturulamaması, bankacılık sektörü ve finansal piyasaların uluslararası finansal hareketlere karşı ve serbest piyasa ekonomisine geçiş için gerekli yapısal dirence sahip olamaması (İşcan ve Hatipoğlu, 2011).

Kriz sonrasında Rus ekonomisinin toparlanması 2000 yılı itibariyle başlamıştır. Yeltsin iktidarının devrilmesi ile iktidara gelen V. Putin, Serbest piyasa ekonomisine geçiş sürecinin devamı için reform politikalarını devam ettirmiştir. Bu çerçevede; vergi reformları, özel sermayenin önündeki bürokratik engellerin azaltılması, finansal piyasaların geliştirilmesi ve bütçe reformu gibi çeşitli düzenlemeleri hayata geçirmiştir. Makroekonomik anlamda ise 1998 de %4,6 küçülen Rusya ekonomisi 2000 yılında Enflasyon oranının %84 civarından %20'ler seviyesine düşmesi ile birlikte tekrar toparlama sürecine girmiştir. Ayrıca 1998'de 10 dolar seviyesine kadar gerileyen petrol fiyatlarının tekrar artış trendine girmesi ve petrol ihracatı gelirlerinin artması Rus ekonomik büyümesinin de kaynağını oluşturmaktadır. 2003 yılında sağlana %7,2'lik büyümenin dolaylı olarak %4,2'lik kısmı sağlanan petrol gelirlerinden kaynaklanırken 2004 yılındaki %7,3'lük büyümenin %5'i petrol gelirlerinden kaynaklanmaktadır. 1998 Krizi sonrasında çabuk toparlanan Rusya ekonomisinde, enflasyonla mücadelede iyi bir yol kat edilmiş, artan

petrol gelirleriyle rezerv artışı ve kamu bütçe disiplini sağlanabilmiştir (İşcan ve Hatipoğlu, 2010).

2.6. 2001/2002 Arjantin Krizi

2001 yılının sonu 2002 yılının başında Arjantin tüm dünyayı şaşırtan önemli siyasal ve finansal bir krizle karşı karşıya kalmıştır. Hızla kötüleşen ekonomik durum, devlet başkanı Fernando de la Rúa ve hükümetinin geri dönülmez bir noktaya taşıyarak zayıflatmıştır. Protestolar başlangıçta fakir mahalleler ve banliyölerde patlak vermiş, marketler yağmalanmış, ardından başkent Buenos Aires'in orta sınıf vatandaşları da büyüyen protestolara katılmıştır. Arjantin'de uzun zamandır süre gelen ekonomik sıkıntılar 2001 yılının Aralık ayında sosyal bir patlamaya dönüşmüş ve Arjantin hükümeti çökmüştür. Arjantin'in 2001 yılında karşı karşıya kaldığı bu kriz, Neo-liberal ekonomi politikalarının felakete yol açtığının, sabit döviz kurlarının işe yaramadığının ve ekonomi politikasıyla ilgili diğer bu tür genel önermelerin kanıtı olarak gösterilmiştir. IMF tarafından 1980'li yıllara kadar Arjantin'e uygulatılan heteredoks programların başarısızlığı, 1980'leden sonra programların ortodoks programlar ile uygulanmasını gündeme getirmiş ve bu süreçte 1990'lara kadar finansal sisteme işlerlik kazandırmak ve yatırımların artmasını sağlamak için çok sayıda reform programı uygulanmıştır. Ancak 1970'ler den itibaren bu eksende yürütülen sekiz istikrar programının tümünde, Arjantin ekonomisi çok sayıda kriz yaşamış ve önemli kayıplara uğramıştır. Benzer şekilde Arjantin'in 2001/2002 yılında yaşadığı son finansal krizin arkasında yatan en önemli etkenlerden biri de özelliklede

Arjantin ekonomisinin yapısal bir değişime uğramasına neden olan, IMF destekli ve serbest piyasa odaklı istikrar programı, 1991 Konvertibilite planı çerçevesinde uygulanan politikalardır.

Arjantin ekonomisinin kötüye gidiş süreci 1970'lerdeki petrol krizi ile başlamıştır. Petrol krizinden sonra yükselen enflasyona 1980'lerde kamu hesap dengesindeki bozulmayla borç krizinin de eklenmesi, ekonomik çöküşün hızlanmasına neden olmuştur. İngiltere ile yaşanan askeri gerilim ve çatışma sonucu uluslararası arenada Arjantin'in ihtiyaç duyduğu finansman için dış borç bulamaması, mali bozulmayı da beraberinde getirmiştir. Artan borç stoku ve kamu açıklarının finansmanında Arjantin hükümetinin ekseriyetle monetizasyona başvurması, enflasyonun daha hızlı bir artış trendine girmesine neden olmuştur (Dornbusch ve Reynoso, 1989).

Tüm bu süreçte 1980'li yılların Arjantin'in ekonomik görünümü; kısmen dışa kapalı yüksek gümrük duvarları ile korunan bir ekonomi, yüksek tüketim eğilimi, yurt içi fiyatların uluslararası fiyatların oldukça üstünde seyrettiği, yüksek kamu borcu ve büyük miktarda dış borcu olan bir ülke biçimindedir. Bu ekonomik gidişatı değiştirmek ve özellikle de %500'ün üzerinde seyreden enflasyonu kontrol altına almak için Arjantin hükümeti 1984 yılının sonunda IMF'ye verilen bir niyet mektubu sonucu oluşturulan Austral Planı adıyla hem ortodoks hem de heteredoks içerikli bir istikrar programını devreye sokmuştur (Yentürk, 2002). Program; enflasyonu düşürmek için ortodoks para ve maliye politikalarının yanı sıra, ücretler, fiyatlar ve döviz kurunun dondurulmasını, ayrıca bütçe açıklarının kapatılması ve para piyasası reformları gibi bir dizi politikayı içermektedir. Bu kapsamda ilk olarak

yeni para birimi Austral tedavüle sokulmuş ve ABD dolarına sabitlenmiştir. Ayrıca kamu açıklarının merkez bankasınca finanse edilmemesi, prensibe bağlanmıştır. Program 1985'in sonlarına kadar başarıyla yürütülmüş enflasyonda önemli bir düşüş sağlanmıştır. Ancak Nisan 1986'dan itibaren hükümet fiyatları dondurma politikasına son vermiş ve güdümlü fiyat politikasına geçmiştir. Bu politika değişikliği ile birlikte enflasyon tekrar artma eğilimine girerek %132 seviyesine kadar yükselmiştir. Yükselen enflasyonu ve bütçe açıklarını kontrol altına alabilmek için Arjantin hükümeti 1987 başında Şubat Planı, 1987'nin ortalarında İkinci Austral Planı ve 1988'de ise Primavera Plan'ını uygulamaya koymuştur. Ancak arka arkaya uygulanan bu programlardan hiçbiri enflasyonu ve kötüleşen mali yapıyı düzeltmek için kalıcı bir başarı sağlayamamıştır (Şen ve Demirhan, 2004). Nitekim Tablo 13'de görüldüğü üzere 1989 yılı itibariyle sanayi üretimi %7,5 oranında daralmış, ekonomi %8,8 oranında küçülmüş, yoksulluk oranı zirve yaparak %47'ler seviyesine yükselmiş, tüketici fiyatlarındaki artış %4923'e ve üretici enflasyonu ise %5386 seviyesine kadar çıkmıştır. Bu hiperenflasyon olgusu ve kötüleşen diğer ekonomik göstergeler, ülke parasının hızla değer kaybetmesine, güven kaybına, ulusal paradan kaçışa ve dolarizasyona neden olmuştur.

Şekil 13: Arjantin İçin Ekonomik Göstergeler, 1989-2002

	1989	*1990*	*1991*	*1992*	*1993*	*1994*	*1995*
Büyüme Oranı %	-8,8	-3,7	11,2	10,5	4,5	4,4	-4,1
Tüketici Fiyatları Enflasyonu %	4923,5	1343,9	84,0	17,5	7,4	3,9	1,6
Üretici Fiyatları Enflasyonu %	5386,4	798,4	56,7	3,2	0,1	5,8	6,0
İşsizlik Oranı %	7,1	6,3	6,0	7,0	9,3	12,1	16,6
Yoksulluk Oranı %	47,3	33,7	21,5	17,8	16,8	19,0	24,8
Sanayi Üretimi Artış %	-7,5	-2,1	8,5	1,2	8,9	-0,3	-5,1
Cari Hesap (Milyar $)	-1,3	4,5	-0,7	-5,7	-8,2	-11,2	-5,2
Sermaye Hesabı (Milyar $)	-8,1	-5,9	0,2	7,6	20,4	11,4	5,0
Bütçe Dengesi (Milyar Pezo)	-0,20	-1,9	-1,2	1,0	2,7	2,7	1,3
Uluslararası Rezervler (Milyar $)	-0,3	-0,6	8,4	11,8	11,8	9,9	13,5
Toplam Dış Borç (Milyar $)	65,3	62,2	65,4	68,3	64,7	75,1	98,8
	1996	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**
Büyüme Oranı %	4,2	6,7	2,5	-4,6	-1,7	-7,0	-10,8
Tüketici Fiyatları Enflasyonu %	0,1	0,3	0,7	-1,8	-0,7	-1,5	41,0
Üretici Fiyatları Enflasyonu %	1,1	-0,8	-6,5	1,1	2,3	-5,6	125,2
İşsizlik Oranı %	17,3	13,7	12,4	13,8	14,7	18,3	23,6i
Yoksulluk Oranı %	27,9	26,0	25,9	26,7	28,9	38,3	57,5
Sanayi Üretimi Artış %	4,9	9,1	2,2	-6,5	-0,3	-7,6	-10,6
Cari Hesap (Milyar $)	-8,2	-12,2	-14,5	-11,9	-8,9	-4,6	9,0
Sermaye Hesabı (Milyar $)	11,8	16,8	19,1	15,0	8,6	-13,5	-11,4
Bütçe Dengesi (Milyar Pezo)	-5,3	-4,0	-3,8	7,1	-6,6	-8,5	-4,5
Uluslararası Rezervler (Milyar $)	16,9	20,8	20,8	22,8	21,9	14,5	10,5
Toplam Dış Borç (Milyar $)	111,4	128,4	141,4	145,3	146,2	165,2	134,3

Kaynak: Saxton, 2003, s.5

1980'li yıllar boyunca kötü giden Arjantin ekonomisi 1989-1990'da yaşanan hiperenflasyon ile artık içinden çıkılmaz bir kısır döngüye dönüşmüştür. 1989'da iktidara gelen Carlos Menem hükümeti, ABD

ve IMF'nin de desteğini arkasına alarak radikal uygulamalar içeren Konvertibilite Planını devreye sokmuştur. Programın ilk amacı parasal istikrarı sağlayarak 10 yıl boyunca devam eden hiperenflasyonu kontrol altına almaktır. Bu çerçevede Konvertibilite Planının ana çatısını oluşturan politika; döviz kurunun nominal çapa olarak uygulaması olmuştur. 1 Nisan 1991'de yürürlüğe giren Konvertibilite Yasası ile 1 Peso = 10000 Austral = 1 ABD Doları biçiminde sabitlenmiştir. Böylece peso bire bir dolara sabitlenmiş, merkez bankasının ise para kurulu olarak görev yapması hedeflenmiştir (Saxton, 2003). Bu uygulama sayesinde Arjantin, ekonomisi enflasyon devalüasyon sarmalından çıkarak yabancı sermaye için ılımlı bir ekonomik ortam sağlamayı hedeflemektedir. Nitekim Enflasyon, 1990 yılında yıllık %1344 iken, Konvertibilite Yasası'nın yürürlüğe konulduğu 1991 yılında % 84 gibi görece oldukça düşük bir orana gerilemiş ve 1994'e kadar %4'ün altına düşmüştür.

Konvertibilite Planı, hiperenflasyonu kontrol altına almış, kaybolan güveni yeniden tesis ederek yabancı sermaye akımlarını tersine çevirmiş olmasına karşın, uygulanan istikrar planının tek amacı parasal reformu sağlamak değildir. Program, aynı zamanda Arjantin ekonomisinde yapısal dönüşümü de hedeflemektedir. Bu çerçevede uygulamaya konan plan; özelleştirmeleri, mali düzenlemeleri, ticaret reformları, vergi düzenlemeleri ve sosyal güvenlik sisteminin düzenlenmesi gibi tüm ekonomide yeni bir yapılanmayı amaçlamaktadır (De La Torre, vd. 2002).

Nitekim planın yürürlüğe girmesiyle beraber, Arjantin hükümetinin ticaret ve sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların çoğunu kaldırılması Arjantin ekonomisini önemli ölçüde dışa açmıştır. Bu kapsamda, ihracat üzerindeki vergiler ve çoğu niceliksel ithalat kısıtlamaları kaldırılmış, ithalat vergileri düşürülmüştür. Ayrıca doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarına giriş çıkış serbesitesi getirilmiştir. Kamu sektörünün kapsamını önemli ölçüde daraltan kamu sektörü reformu ise çoğu büyük kamu işletmelerinin özelleştirilmesini içermektedir ve bunun üç ana sonucu olmuştur. Bu çerçevede işletmelere verilen kamu sübvansiyonları azaltılmış veya kaldırılmış, işletmelerin verimliliği ve hizmet sunumu önemli ölçüde artmış ve vergi sistemi dâhil olmak üzere diğer reformlar devam ederken, hükümet açığının önemli bir bölümünü karşılayacak fonlar hazır hale getirilmiştir. Vergi sisteminin düzenlenemesi ile gelir ve tüketim vergilerinin artırılmasının yanı sıra ihracat sektörünü ilişkin bazı vergiler de kaldırılmıştır. Diğer taraftan yeni ve daha güçlü yasalar, hükümetin vergi kaçakçılığını kontrol etme kabiliyetini artırmış bu sayede ekonomik büyüme ve kamu gelirlerinde artış sağlanmıştır. Sosyal güvenlik sisteminin reformu ile kamu transferlerini ve özel sermayeyi birleştiren yeni bir sistem uygulamaya alınmış ve mevut çalışanların bu sisteme geçişi teşvik edilmiştir. Hükümet ayrıca endüstriyel sübvansiyonların çoğunu azaltmış ve uluslararası firmaların yerel pazara girmesini teşvik etmiştir. Bu sayede iç pazarda mal bileşimlerinde ve fiyatlarda önemli değişimler sağlanmıştır. Ayrıca finansal sistemin güçlendirilmesi amacıyla bazı finansal reformlarda uygulanmıştır. Bu kapsamda bazı

önemli kamu bankaları özelleştirilmiş, sermaye yeterlilik rasyoları yeniden düzenlenmiş ve yeni karşılık oranları belirlenmiştir (Pou, 2000; De La Torre, vd. 2002; Daseking, vd. 2005).

Konvertibilite Planının uygulamaya başlamasıyla beraber gerçekleştirilen reformlar sayesinde 1991-1995 yılları arasında Arjantin ekonomisinden önemli bir toparlanma yaşanmıştır. Tablo 13'de görüldüğü üzere ilk olarak enflasyon tek haneli rakamlara indirilebilmiştir. Diğer taraftan negatif seyreden büyüme rakamları pozitife çevrilmiş, ekonomide sağlanan özelleştirme reformları, yabancı sermayeye tanınan giriş çıkış serbesitesi ve sabit döviz kuru garantisi sayesinde yabancı sermaye yatırımlarında artış sağlanmıştır. Uluslararası rezervler ise toparlanma sürecini girmiştir. Ancak uygulanan para kurulu politikası ya da diğer bir ifade ile döviz kurunun çapa olarak kullanılması politikası, yerel para birimini aşırı değerlenmesine ve cari işlemler dengesinin bozulmasına neden olmaktadır. Nitekim döviz kuru çapası uygulamasının başlamasıyla birlikte Arjantin'in cari işlemler açığının hızla arttığı görülmektedir. Arjantin'de bu açık çoğunlukla kısa vadeli sermaye hareketleri ile kapatılmaya çalışılmıştır. Dolayısıyla sabit kur politikası, ülkeye yabancı sermaye girişi sağlandığı sürece ayakta kalabilmektedir. Ancak bu durum ülkenin yabancı sermaye girişine bağımlı hale gelmesine ve ekonominin sermaye çıkışına karşın kırılgan olmasına neden olmuştur. Diğer taraftan sabit kurun sağladığı güven dış fon bulunmasında da kolaylık sağlamaktadır. Dolayısıyla bu durum Arjantin'in dış borcunun 1993'den itibaren hızla yükselmesinde de kendinin göstermektedir (Uysal, 2016; Şen ve Demirhan, 2004).

Arjantin ekonomisinde yaşanan bu olumlu gelişmelerin, Arjantin mucizesi olarak değerlendirilmesine neden olmuştur. Ancak 1995 yılındaki ekonomik daralma ile birlikte Arjantin ekonomisi için tehlike çanları yeniden çalmaya başlamıştır. Ekonomik büyüme ve sanayi üretimi artışının yavaşlaması, işsizlik ve yoksulluk oranı tekrar yükselmesine neden olmuştur. Diğer taraftan cari açığın artması ve kamu bütçe dengesinin hızla bozulması sürecine dış borçlardaki artışta eşlik etmeye başlamıştır.

Arjantin'in 1991-1994 yılları arasında kamu bütçe dengesinde önemli bir olumsuzluk olmamasına karşın reformların uygulanmamış olması nedeniyle olumlu bir gelişmede yaşanmamıştır. Benzer eğilim vergi politikaları içinde geçerlidir. Sadece diğer harcama kemlerinde bazı düzelemezler yapılmış, kısa vadede açıkların azaltılması politikası güdülmüştür. Nitekim 1995'den itibaren kamu bütçe dengesinin negatife dönemsinin en önemli nedenlerinden biri de bu olmuştur. Diğer taraftan 1995'de Meksika'da devalüasyon ile sonuçlanan krizin neden olduğu dışsal şok Arjantin ekonomisini de etkilemiştir. Arjantin hükümeti bu kırılgan durumda sabit kur uygulamasından vazgeçmeyerek cari açıkla yoluna devam etme çabasının sonucu, ekonomide %4,1'lik bir küçülme ve %16'lık işsizlik olmuştur. Ekonomik daralma süreci izleyen yıllarda da devam etmiştir. 1998'den itibaren ekonomik daralma ve buna eşlik eden işsizlik ekonomi üzerindeki baskısını artırdığı görülmektedir. Bu süreçte tasarruf oranlarının da azalması nedeniyle, yatırım ve büyüme için ihtiyaç duyulan yegâne kaynak yabancı yatırımlardır. Ancak bu süreçte Arjantin ekonomisinde var olan yabancı sermaye kaynakların

ekseriyetle portföy yatırımları biçimindedir ve bu yatırımlarından 1995'den itibaren hızla ekonomiyi terk etmeye başladığı görülmektedir. Ekonomik daralama, yabancı yatırımların yurt dışına çıkış eğilimi göstermeleri, yatırım ve tasarrufların azalması, kamu açıklarının ve dış borç yükünün artmasıyla birlikte Arjantin ekonomisi hızla çıkmaza sürüklenmeye başlamıştır[9] (Yentürk, 2002).

De la Rúa yönetimi Aralık 1999'da iktidara geldiğinde kur-büyüme-borç tuzağıyla karşı karşıya kalmıştır. Para birimi aşırı değerlidir, büyüme durmuş ve dış borç ödemeleri yapılamaz noktaya gelmiştir. Arjantin ekonomisinin karşı karşıya kaldığı bu açmaz, krizin patlak vermesinde (Meksika krizi, Asya ve Rusya krizleri gibi) dışsal şoklar kadar etkili olmuştur. 2000 yılına geldiğinde Borç/GSYİH oranı reel döviz kuru ile ölçüldüğünde oldukça yüksek bir noktaya geldiği görülmektedir. Ekonomik durgunluk ve artan işsizlik, gelecekteki büyüme ve mali gelirlerle ilgili kötümser beklentiler, piyasada borçların temerrüdüne ilişkin beklentilerin artmasına neden olmuştur. Bu noktada sermaye akımları keskin bir biçimde durma noktasına gelmiş ve mali uygulanabilirlikle ilgili şüphelerle artmıştır. Bu durum Arjantin'in marjinal sermaye maliyetindeki keskin artışlara yansımış böylelikle büyümeye ilişkin beklentiler daha da zayıflamıştır. Tüm bu

[9] Arjantin krizinin en önemli iki nedeni olarak kur çıpası rejimini neden olduğu aşırı değerli yerli kur ve yüksek dış borç miktarı gösterilmektedir. Aşırı değerli kur cari denge üzerinde bozucu bir etki yaratmaktadır. Bu bozulma Arjantin'inin dış borç faiz ödemeleri için bile borçlanmasına neden olmaktadır. Nitekim 2001-2002 yıllarında Arjantin dış borcu GSYİH'nın yaklaşık yarısını oluşturmaktadır. Dış borç ödeme sıkıntısı Arjantin'in öncelikle temerrüde gitmesine ve ardından ulusal parasını devalüe etmesine neden olmuştur. (Feldstein, 2002).

gelişmeler 1 Dolar=1 Peso politikasının sürdürülebilirliğine ilişkin şüphelerin de arıtmasına neden olmuştur (Perry ve Servén, 2002).

Arjantin hükümetinin kur-büyüme-borç tuzağından kurtulmak için ekonomik büyümeyi yeniden canlandırmanın yollarını aramıştır. Bu çerçevede Arjantin hükümeti "impuestazo"[10] gibi çeşitli mali ayarlamalarla yatırımcının güvenini kazanma ve bu yolla daha fazla sermaye girişi sağlama, büyümeyi canlandırma, borç ve cari hesabı sürdürülebilir hale getirmeyi amaçlamıştır. Buna ek olarak hükümet işgücü piyasalarının bir miktar esnekleştirilmesi yoluyla, paranın aşırı değerlenmesi sorununu doğrudan çözmeye çalışmıştır. Ancak tüm bu çabalara rağmen piyasa güveni sağlanamamış ve büyüme yeniden canlanmamıştır. Bunun üzerine hükümet dikkatleri olası bir borç temerrüdü korkusunu yatıştırmaya kaydırmış ve bu kapsamda Aralık 2000 IMF ile kredi paketi (40 milyar ABD $'lık bir paket olarak ilan edildi) bu amaç göz önünde bulundurularak müzakere edilmiştir (De La Torre, vd. 2002).

Başarısız büyüme girişimlerinin ardından hükümet, borcun yeniden yapılandırmasının bir zorunluluk haline geldiğini kabul etmek yerine, borç servisini çevirebilmek için bankaların likiditesini kurutmaya başlamıştır. Bu kapsamda Nisan 2001'de hükümet Arjantin bankalarının 2 milyar dolar tahvil tutması için ahlaki razı etme (moral suasion) yoluna gitmiş ve bankaların bu tahvilleri likidite ihtiyacının ancak %18'ine kadar karşılamak için kullanmalarına izin verilmiştir.

[10] Tüketim malları üzerindeki vergilendirmede artış, sağlık sigortası ve taşımacılık da KDV'nin genişletilmesi ve gelir vergisi matrahının genişletilmesini içeren yeni vergi programı.

Böylelikle bankacılık sistemi daha az likit hale gelmiş ve kırılganlığı artmıştır. Bankacılık sisteminin devlet nezdindeki kullanılabilir varlıkları 1994'de %10'dan daha az iken 2000'de %15'e 2001'de ise %30'a yükselmiştir. Bu da para kurulunun potansiyel olarak terk edilmesi konusundaki endişeleri artırmıştır (De La Torre, vd. 2002).

Arjantin ekonomisi tüm bu olumsuzluklarla birlikte bir dizi dışsal şoktan da etkilenmiştir. 1994/95 Tekila Krizi'nden yayılma etkisinden sonra 1997'de Doğu Asya'da, 1998'de Rusya'da ve 1999'da Brezilya'da yaşanan finansal krizler de Arjantin ekonomisini etkilemiştir. Yaşanan krizler ve devalüasyonlar ulusal parası aşırı değerlenmiş olan Arjantin'de devalüasyon beklentilerinin güçlenmesine yol açmıştır. Sonuç olarak piyasada oluşan devalüasyon beklentileri ve diğer ekonomik göstergelerdeki bozulmalarında etkisiyle ABD dolarına olan talep artmış ve bu konjonktür altında Arjantin sabit kuru daha fazla sürdürememiş, hükümet başkanı borç moratoryumunu onaylamış ve konvertibilite rejiminin sona erdiğini duyurarak Pezoyu Ocak 2002'de serbest dalgalanmaya bırakmıştır. Bununla birlikte Pezo bir yıl içinde yaklaşık olarak %58'lik bir değer kaybına uğramıştır (Uysal, 2016).

Arjantin krizin de dışsal şokların etkisinin bu kadar derin hissedilmesinin temel nedenleri ise; dışsal şoklar karşısından kur çıpası sisteminde yapılan deflasyonist ayarlamalar ev bunun neden olduğu finansal kırılganlık, kamu borç yükünün yüksekliğinin sebep olduğu mali zayıflık ve bankacılık sisteminin zayıf yapısı olarak sıralanabilir. Krize giden süreçte sermaye akımlarındaki hızlı çıkış ise

mali ve finansal kırılganlığa sahip bu ekonomide krizin ateşleyicisi olmuştur (Perry ve Servén; 2002).

Krizden sonra Arjantin ekonomisi önemli güçlükler ile karşı karşıya kalmıştır. Alınan bazı önlemler krizin çözümünü daha da güçleştirmiştir. Bunlardan bir de hükümetin Şubat'ta bankaların varlık ve yükümlülüklerinin asimetrik "pezoizasyona" tabi olacağını açıklamasıdır. Bu kapsamda, bankaların dolar cinsinden varlık ve yükümlülükleri, özel sektöre verilen krediler için 1 peso ABD dolarına ve kamu sektörüne verilen krediler için 1,4 peso ABD dolarına dönüştürülecektir. Alınan bu önlem, yabancı para cinsinden borçlanan firmalar ve hane halklarını korumayı amaçlamaktadır, ancak devalüasyon yükünü bankacılık sektörüne ve nihayetinde vergi mükelleflerine kaydırmıştır. Çünkü bankaların bu süreçte telafi tahvilleri ihraç etmesi gerekmektedir (Daseking, vd. 2005).

Krizin makroekonomik etkileri ise daha şiddetli olmuştur. Reel GSYİH 2002'de yaklaşık %11 düşerek 1998'den bu yana kümülatif düşüşü neredeyse %20'ye ulaşmış ve işsizlik oranı ise %20'nin üzerine çıkmıştır. Enflasyon ise bankaların merkez bankasından mevduat çekme ve bankalara likidite sağlanması nedeniyle Nisan ayında yaklaşık %10'luk bir oranla zirveye ulaşmış ancak daha sonra düşerek yıl boyunca ortalama %40 civarında seyretmiştir. Nakit bazında konsolide faiz dışı kamu dengesi GSYİH’nın %50 sine yükselmiş, ancak genel açık bunun oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, asimetrik pesoizasyon nedeniyle bankaların telafi etmek için borç verilmesi, borçların birikmesini ve döviz kurundaki değer

kaybının yabancı para cinsinden borçlar üzerindeki etkilerini yansıtan kamu borcu oranı, 2001 sonunda GSYİH'nin %63 iken 2002'nin sonunda iki katından fazla artarak GSYİH'nın yaklaşık %135'ine ulaşmıştır.

2.7. 2007/2008 Küresel Krizi

Uluslararası Para Fonu (IMF), Nisan 2008'de yayınladığı Küresel Finansal İstikrar Raporunda, ABD konut fiyatlarındaki düşüşün ve konut ipoteği piyasasında artan temerrütlerin 565 milyar dolarlık zarara yol açabileceğini ifade etmiştir. Ayrıca, ticari gayrimenkullerle ilgili olarak ABD de ihraç edilen menkul kıymetler ve kredilerin neden olduğu diğer kategorilerinden kaynaklanan zararlarla birleştiğinde, IMF potansiyel zararın yaklaşık 945 milyar dolara ulaşabileceğini ortaya koymaktadır. Bu analiz IMF'nin 2007'nin ortalarından itibaren başlayan yüksek faizli ev kredilerinden dolayı artan temerrütlerin tetikleyeceği olası ABD kökenli kredi krizinin, neden olacağı küresel kayıplara ilişiklin banka ve diğer finansal kuruluşlara, resmi ve belki de doğru zamanda yaptığı ilk uyarı olmuştur. Mart ayında yapılan 945 milyar dolarlık zarar tahmini, 23 trilyon dolarlık kredi pazarının yaklaşık %4'üne karşılık gelmektedir. Ayrıca raporda IMF olası bu zararların sadece tahmin oluğunu gerçek zararların daha yüksek olabileceğini ifade etmiştir (IMF, 2008).

2008 Küresel krizi; 2007 yılında ABD konut piyasasında durgunluk olarak başlayan ve çok kısa sürede başta ABD ve daha sonra özellikle diğer gelişmiş ülkelerin finans sistemlerini olumsuz etkileyen, 1980'leden itibaren hızla gelişen finansallaşmanın son krizidir. Kriz

konut piyasası kredilerinin geri ödemelerinde sıkıntıların ortaya çıkması ile birlikte son iki yıldır politika faizlerindeki artışın ardından kredi balonunun patlamasıyla başlamıştır. Bunun en önemli nedeni yasal düzenlemelerdeki önemli değişiklikler, gevşek gözetim, kredilerin norm standartlarının gevşetilmesi ve konut piyasasının uzun süre anormal düşük faizler ile sübvanse edilmesidir. İpotek temerrütleri ayrıntılı bir türev ağı aracılığıyla ABD ve dünyadaki yatırım ve ticari bankalara yayılmıştır. Gelişmiş finansal sistemlerin varlığına rağmen büyük ve uluslararası nitelikteki bankaların iflas etmesi krize küresel bir nitelik kazandırmıştır. Son dönemlere doğru ise şiddetli bir kredi sıkışıklığı ve çökmekte olan hisse senedi piyasası vasıtasıyla reel ekonomiye sıçramış ve bu da küresel çapta bir duruğunla neden olmuştur (Bordo, 2008). ABD de patlak veren kriz Çin, Hindistan ve birkaç uzak doğu ülkesi dışında özellikle tüm gelişmiş ülkeleri etkisi altına almıştır. Etkilediği ülkelerin GSYİH'sı düşmüş ve işsizlik oranların da önemli artışlar söz konusu olmuştur (Kazgan, 2012).

ABD'de başlayan ve hızla diğer ülkelere yayılan bu küresel krizin kökeni ise aslında 2000'li yıllardaki bazı finansal gelişmelere ve yapısal problemlere dayanmaktadır. Bu problemlerden bazılarını şu şekilde sıralamak mümkündür; ABD'de tarihsel olarak faiz oranlarının çok düşük seviyelere gelmesi, konut piyasasına ilişkin yeni düzenlemeler, ipotek piyasalarındaki finansal inovasyonlar, menkul kıymetleştirme, ahlaki tehlike ve gevşek standartlar, kredi derecelendirme sürecinde asimetrik bilginin etkisi ve Asya krizinde de olduğu gibi derecelendirme kuruluşlarının yanlış değerlendirmeleri.

İlk olarak, küresel ekonomi 2000'li yılların başında bir durgunluk süreci içindedir. ABD S&P 500 indeksi, 1999'da %19,53 artış göstermiş ancak bu artışın ardından üç yıl boyunca 2000'de %10,14, 2001'de %13,04 ve 2002'de %23,37 olmak üzere istikrarlı bir biçimde gerilemiştir. Dolayısıyla ABD ekonomisi de Mart 2001'den itibaren bir durgunluk sürecine girmiştir. 11 Eylül 2001 saldırılarının verdiği panik dalgası ve ABD ekonomisinde yaşanan durgunluk sebebiyle ABD Merkez Bankası (FED) ekonomiyi canlandırmak için faiz oranlarını düşürmüş ve Faiz oranları 2003 yazına kadar %1 gibi rekor bir seviyeye kadar gerilemiştir. Kısa vadeli faiz oranlarındaki düşüşle birlikte, Mortgage faizleri[11] de (ipotekli konut kredileri faiz oranları) 2001'de %7 iken 2003'de %5,23'e kadar gerilemiştir (Waggoner, 2008). Faiz oranlarındaki düşüşle birlikte 2002'de enflasyon oranının %1,14 gibi oldukça düşük bir seviyede gerçekleşmesi, konut alma maliyetlerini düşürmüştür (Kutlu ve Demirci, 2011). Bu arada 2003 yılının sonunda, ev fiyatları ülke çapında ortalama %8 artarak, 1953'ten beri en yüksek düzeye çıkmıştır. Artan konut fiyatları ile birlikte gayrimenkul sektörü iyi bir yatırım alanı haline gelmiştir. Bu süreçte Mortgage şirketleri, kredi geçmişi kötü ve geliri düşük olanlara bile kredi vermeye başlamıştır (Nguyen ve Enomoto, 2009).

2000'li yıllardan önce ancak kredilendirilebilir kişilere ipotekli konut kredisi verilirken, 2000'li yıllarda bu durumun değiştiği görülmektedir. Bu hususta iki faktörün etkili olduğu söylenebilir.

[11] Mortgage ipotek anlamına gelmektedir. Mortgage kredileri ipotek karşılığı verilen kredileri ifade ederken bu süreçte uygulanan faiz oranları ise Mortgage faizleri olarak adlandırılmaktadır.

Bunlardan ilki finans sektöründeki yeniliklerin piyasa için esneklik sağlamasından kaynaklanmaktadır. Finans sektöründeki inovatif gelişmeler, bilgisayar teknolojilerini finans sektöründe aktif olarak kullanılması, istatistiksel teknikler, konut ipotekleri ile ilgili olarak kredilerin risk hesaplamasının gelişmesine katkı sağlamıştır. Bu sayede kredi kaydı olan hanelere FICO (Fair Isaac Corporation)[12] skoru olarak bilinen sayısal bir puan atanabilmiş ve borçluların temerrüde düşme olasılığı hesaplanabilir hale gelmiştir. Buna ek olarak, bilgisayar teknolojisi işlem maliyetlerini düşürerek, mortgage gibi daha küçük kredileri, menkul kıymetleştirme olarak ifade edilen, diğer borç senetleri ile birlikte bir araya getirerek ihraç edilebilmesine olanak sağlamıştır. Elbette bu faktörler, yukarıda bahsedildiği gibi daha düşük kredi notuna sahip borçlulara yüksek faizli ipotekli kredi sunmayı mümkün kılmıştır (Mishkin, 2013). Burada etkili olan diğer bir faktör ise ahlaki tehlike ve ters seçim sorunudur. 2000'li yıllarda ABD ipotekli kredi piyasasındaki hızlı genişleme ve kredi standartlarının kolaylaştırılması konut piyasasında gayrimenkul fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. Elbette bu süreçteki menkul kıymetleştirme, kreditörlerin konut piyasasındaki bu balonu sürdürmelerinde daha cüretkâr davranmalarına, kredi standartlarının gevşemesine ve riskli krediler vermelerine neden olmuştur. Nitekim 1999'da ipotekli kredi reddi oranı %29 iken, bu oran 2002 ve 2003'de %14 seviyesine kadar gerilemiştir (Bianco, 2008).

[12] Tüketici kredi riskinin bir ölçüsü olan FICO puanı, ABD'de tüketici kredilerinin risk göstergesi olarak kullanılmaktadır.

Diğer taraftan yüksek riskli ipoteklerin temerrüt riskini ucuz bir şekilde ölçebilme ve bunları ipoteğe dayalı menkul kıymetler adı verilen standart bir borç menkul kıymetinde bir araya getirme yeteneği, bu ipotekler için yeni bir finansman kaynağı sağlamıştır. Bu süreçte farklı tercihlere sahip yatırımcılara hitap eden belirli risk özelliklerine sahip olacak şekilde tasarlanmış, farklı ve yeni kredi ürünleri çıkmıştır. Bu ürünlerden en önemlisi (Collateralized debt obligation-CDO)[13] teminatlı borç yükümlülükleridir (Mishkin, 2013). Tüm bu süreçte piyasa faiz oranlarının %1 gibi çok düşük bir düzeyde seyretmesi, geleneksel yatırım araçlarının getirilerinin düşmesine yol açarken yatırımcılar daha çok getiri sağlayacak ancak daha riskli araçlara yönelmiştir. Bu süreçte riskli, ipotekli konut kredilerinin hacmi artarken yüksek riskli bu kredilerden doğacak alacakların önemli bir bölümü menkul kıymetleştirilmeye başlanmıştır. Nitekim bu çerçevede 2001'de 87,1 2002'de 122,7, 2003'de 195, 2004'te 362,63, 2005'te 465 ve 2006'da 448,6 milyar dolarlık ipotekli menkul kıymet ihraç edilmiştir. İlerleyen dönemlerde yatırımcıların daha yüksek risk karşılığında daha yüksek getiri talep etmeleri teminatlı borç senetlerinin hacmini de artırmıştır. İpoteğe dayalı kredilerin yaygınlaşmasıyla teminatlı borç yükümlülükleri de ağırlıklı olarak Mortgage kredilerin karşılığında çıkarılan ipoteğe dayalı menkul kıymetlere dayalı olarak ihraç edilmeye başlamıştır. Dolayısıyla

[13] Teminatlı borç yükümlülükleri (CDO)tek bir kredi havuzundan kaynaklanan kredi riskinin değişik yatırımcılara her bir yatırımcının risk iştahına göre değişen getiriler karşılığı aktarılmasını sağlayan varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarıdır. 2002'den sonra CDO'lar ipotekli menkul kıymetlerin yeniden finansmanı için araçlar haline gelmiştir (Altıntaş, 2017).

teminatlı borç yükümlüğü ihracı 2004’ten itibaren hızla artmaya başlamıştır. 2004 yılında 157 milyar dolarlık teminatlı borç yükümlüğü ihraç edilmişken, bu miktar 2006’da 559 milyar dolara yükselmiştir (Kutlu ve Demirci, 2011).

Krize giden süreçte borçlanma senetlerini temerrüt olasılığı açısından değerlendiren kredi derecelendirme kuruluşları, mali piyasalardaki asimetrik bilgilere katkıda bulunan bir diğer unsur olmuştur. Bu kuruluşlar, teminatlı borç yükümlülükleri gibi karmaşık finansal araçların nasıl yapılandırılacağı konusunda yatırımcılara tavsiyelerde bulunmaktadır. Ancak bu süreçte derecelendirme kuruluşlarının çıkar çatışmaları ile karşı karşıya kaldığı anlaşılmaktadır. Çünkü kuruluşlar derecelendirdikleri ürünleri nasıl yapılandıracakları konusunda tavsiyelerde bulunarak yüksek ücretler kazanmakta bu da risk derecelendirmelerinde gevşek bir uygulama izlemelerine neden olmaktadır (Mishkin, 2013; Bianco, 2008).

2004 yılına kadar sürekli genişleyen konut piyasası ABD bir süre sonra şişkinliğe neden olmuştur. FED piyasada oluşan bu sıkışıklığı azaltmak ve yükselen enflasyonu kontrol altına almak için faiz oranlarını artırmıştır. Mortgage oranları 2003'te %5,23, 2005'te %5,7’ye, 2006'da ise %6,41 çıkmıştır. Yüksek bu mortgage oranları ve yeni konut alıcılarının karşı karşıya olduğu yüksek konut fiyatları, konut piyasasındaki yüksek kazançların ve kar oranlarının bittiğinin sinyalini vermektedir. Nitekim bir süre sonra yeni yapılan konut fazlalığı ve yüksek mortgage oranları ile birlikte yüksek konut fiyatlarını karşılayamayacak potansiyel alıcıların azalmasıyla, konut

fiyatları hızla düşmeye başlamıştır (Waggoner, 2008). Bu süreçte ayarlanabilir mortgage oranlarıyla ipotekli konut kredisi kullanan yatırımcılar, mortgage oranlarının ve ödemelerini artığını görmüş lakin mevcut konutlarını kar ile satamadığı gibi düşük oranlardan yeniden finanse de edememişlerdir. Bunun üzerine 2006 ve 2007 yıllarında geri ödenemeyen kredi sayılarında artış yaşanmaya başlamıştır. Ekim 2007 itibariyle geri ödenemeyen ipotekli konut kredi sayısı, toplam ipotekli konut kredi sayısına oranı %16 olarak gerçekleşmiştir. Nitekim 2008'in başları itibariyle ipotekli konut kredilerinin yaklaşık %24'ü haciz edilmiştir. Bu oran diğer ipotekli krediler için %3,7'ye ve tüm ipotekli krediler için de %7,3'e yükselmiştir. 2007 yılında hacze konu olan konut sayısı ise 2006'ya göre %79 artarak 1,3 milyon'a yükselmiştir (Kutlu ve Demirci, 2011).

Gelinen bu noktada yaratılan, satılan ve tekrar satılan ipotekler artık beklenen kazançları üretmemektedir. İpoteğe dayalı menkul kıymet yatırımcılarına anapara ve faiz ödemeleri artık risk altındadır. Sonuç olarak ipoteğe dayalı menkul kıymetler düşmüş, sigorta şirketleri, emeklilik fonları, yatırım fonları, bankalar, yabancı şirketler ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlere yatırım yapan diğer yatırımcılar artık zarar görmeye başlamıştır. Krizin başladığı 2007'de en büyük bankalardan biri olan Citigroup'un elinde 2,2 milyar dolarlık ipotekli kredi bulunurken, Merrill Lynch'in elinde 7,9 milyar dolar ipotek bulunmaktadır. Bear Stearns'in elinde ise 1,5 milyar dolar ipotek bulunmaktadır ve bunun üçte birinin batık olduğunu bildirmiştir. Bear Stearns'in iflasını açıklamasıyla FED'in finansal piyasaların

istikrarına ilişkin endişeleri de artmaya başlamıştır[14](Nguyen ve Enomoto, 2009).

2008'de krizin etkilerinin iyice hissedilmeye başlamasıyla birlikte ABD kongresi, Sorunlu Varlıktan Kurtulma Programının (Troubled Asset Relief Program-TARP) kapsamında Sermaye Satın Alma Programını (Capital Purchase Program-CPP) başlatmış ve Acil Durum Ekonomik İstikrar Yasasını (Emergency Economic Stabilization Act) kabul etmiştir. Başlangıçta TARP fonları, Hazine tarafından tüketicilere ve işletmelere daha fazla borç verebilmeleri için finans kurumlarından ipoteğe dayalı menkul kıymetler satın almak için kullanılması planlanmıştır. Ancak bunun yerine, Acil Ekonomik İstikrar Yasası'ndan alınan 700 milyar doların 250 milyar doları Sermaye Satın Alma Programı için kullanılmıştır. Daha sonra bu rakam kongrenin onayıyla 350 milyar dolar daha artırılmıştır. Krizin etkilerinin daha da derinleşmesiyle bazı banka ve sigorta şirketlerinin hisselerinin değer kaybetmesi ile birlikte TARP programı kapsamında Fannie Mae, Freddie Mac, Federal Home Loan Banks gibi bazı şirketlere el konulmuştur (Levenson, 2009; ShiJian, 2009).

Krizin ABD ekonomisine maliyeti olukça yüksek olmuştur 2008-2009'da FED'in yönettiği kurtarma operasyonunu toplam maliyeti yaklaşık 2 trilyon ABD dolarını bulmuştur. Krizin makroekonomik göstergelerdeki etkileri de oldukça kötüdür. ABD 2007'deki bütçe

[14] Bu süreçte JPMorgan 30 Mayıs 2008 tarihinde şirketin devralınmasını tamamlanmasıyla Bear Stearns hisselerini satın almış, Fed, Bear Stearns'in likit olmayan ipotekli kredilerinin 1 milyar dolarlık zararı üstlenmiş ayrıca JPMorgan'a 10 milyar dolar borç kullandırmıştır.

açığı 167 milyar dolar iken bu rakam 2008'de 455 milyar dolara yükselmiştir. Enflasyon oranı ise 2007 başında %2,85 iken, 2009 yılında enflasyon rakamı %10 seviyelerine kadar yükselmiştir. Ekonomi ise 2007'den itibaren küçülme trendine girmiştir (Kutlu ve Demirci, 2011).

Ekim ayı başlarında, küresel bankalararası piyasanın işleyişini durdurduğu için kriz Avrupa, Asya ve gelişmekte olan ülkelere sıçramıştır. Krizin etkilerinin küresel bir boyuta dönüşmesinin temel nedenleri ise ABD ekonomisinin dünya finans ve ticaretine yöne vermesi, doların küresel anlamda rezerv para olması ve ipotekli borç senetleri piyasasında tüm dünya yatırımcılarının aktif olarak yer alması yatmaktadır. Dolayısıyla ABD de başlayan kriz çok geçmeden küresel bir krize dönüşmüş ve benzer şekilde Tablo 14'de görüldü üzere tüm dünya ekonomisinin resesyona girmesine neden olmuştur.

Tablo 14: Kriz Öncesi ve Sonrası Ekonomik Büyüme

	Kriz Öncesi 2005-2007	*Kriz Döneminde 2008-2009*	*Kriz Sonrası 2010-2012*
Dünya	5,6	0,0	3,5
Gelişmiş Ekonomiler	4,0	-1,3	2,3
G7 Ülkeleri	3,7	-1,5	2,3
Gelişmekte Olan Ülkeler	7,7	1,6	4,9
Gelişmekte Olan Asya	9,3	3,8	6,2
Latin Amerika	5,9	-0,4	3,8

Kaynak: Wise, Armijo ve Katada 2015, s.4

Krizin etkileri ülke bazında incelendiğinden ise durumun daha ciddi olduğu görülmektedir. Krizin küresel yayılma etkisiyle hemen hemen tüm gelişmiş ekonomiler resesyondan önemli ölçüde etkilenmiştir.

Tablo 15: 2008 Krizin Ülke Bazında Etkileri

	Büyüme %	*Kurumsal Kredi Derecelendirme Puanı*	*Borsadaki Endekslerindeki değişim %*	*Döviz Kuru Değer Kaybı*
İzlanda	-4,7	-32,5	-90,0	-4,2
Ukrayna	2,1	-12,1	-74,3	-1,4
Estonya	-2,8	-9,4	-63,0	-1,4
Arjantin	6	-13,6	-49,8	-0,9
Letonya	-4,6	-8,3	-55,1	-1,3
İrlanda	-2,8	-7,8	-66,1	-1,2
Kore	2,6	-7,3	-40,7	-0,4
Yeni Zelanda	-0,9	-5,4	-37,4	-0,5
İngiltere	0,7	-5,5	-31,5	-0,3
Macaristan	0,4	-7,6	-53,2	-0,8
Kazakistan	3,2	-8,9	-65,7	-0,9
Litvanya	3,7	-7,9	-66,0	-0,7
Avusturalya	2,1	-4,5	-43,0	-0,2
Güney Afrika	3,1	-4,7	-26,3	0,1
Türkiye	1,5	-3,0	-52,4	-0,2
Bulgaristan	5,4	-6,6	-79,7	-0,6
İtalya	-0,6	-4,7	-49,5	-0,5
İsveç	0,5	-3,5	-42,0	-0,2
Rusya	5,6	-4,8	-64,9	-0,2
Norveç	1,5	-2,1	-52,6	-0,1
Romanya	7,7	-5,9	-70,5	-0,3
Avusturya	1,6	-4,6	-61,2	-0,5
Portekiz	0	-4,3	-51,2	-0,5
Kanada	0,6	-3,0	-35,0	-0,1
Yunanistan	3	-4,6	-65,5	-0,4
Meksika	1,5	-3,6	-24,1	0,1
ABD	1,2	-5,8	-38,5	-0,4
Belçika	1,1	-3,8	-53,8	-0,4
Hırvatistan	2,2	-3,7	-67,1	-0,4
Namibya	3,3	-1,1	-40,1	0,3
İspanya	1,1	-4,2	-39,4	-0,2
Lüksemburg	0,6	-2,6	-59,5	-0,4
Danimarka	-0,9	-2,6	-48,6	-0,3
Singapur	1,2	-3,8	-48,9	-0,3
İsviçre	2,7	-2,6	3,9	0,6
Finlandiya	1,4	-2,6	-53,4	-0,2
Japonya	-0,5	-5,7	-42,1	-0,5
Fransa	0,7	-2,6	-42,7	-0,1
Hollanda	2	-2,5	-52,3	-0,1
Taylan	3	-3,5	-47,6	-0,1
Polonya	4,8	-1,5	-51,1	0,2

Kaynak: Rose ve Spiegel, 2012 s.7

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucu uluslararası finansal sisteminin birbiriyle entegre olması krizlerin bulaşıcılığını artırmıştır Krizin küresel piyasalara yayılmasıyla birlikte etkilenen ülkelerin borsalarında %90'lara kadar düşüş gerçekleşmiş reel büyümeleri negatife dönmüş ve ulusal paraları değer kaybetmeye başlamıştır. Krizin etkileri birçok ülkede 2010 yılına kadar devam etmiştir. Özellikle gelişmiş ülkelerin büyüme oranlarının negatife dönmesi talebin azalmasına ve dolayısıyla küresel ticaret hacminin de düşmesine neden olmuştur. Ticarette ve üretimdeki azalma beraberinde birçok gelişmiş ülkede işsizlik gibi önemli sosyal problemleri de beraberinde getirmiştir.

2.8. 2019/2020 Covid-19 Pandemi Krizi ve Finansal Etkileri

Covid-19 Corona virüs salgını 2019 yılı sonlarına doğru Çin Whuan kentinde başlamış, Çin ekonomisini alt üst etmiş ve 2020 yılı başları itibariyle hızla dünyanın geri kalanına yayılmaya başlamıştır. Pandeminin neden olduğu dışsal şok zaten daralmakta olan tüm küresel ekonomiyi olumsuz etkilemiştir. Ancak bu etkinin kaynağı daha önce meydana gelen küresel krizlerin kaynaklarından (bankacılık, para ve borç krizlerinden veya finansallaşma Neo-liberal politikaların olumsuz etkileri vb.) farklıdır. Covıd-19 salgını, dünya çapında Eylül 2020 yılı itibariyle 30 milyondan fazla insanı etkilemiş ve 1 milyondan fazla ölüme sebebiyet vermiştir. Aynı zamanda Salgının neden olduğu korku ve belirsizlik, yaklaşan bir ekonomik kriz ve durgunluk korkularını da ateşlemiştir. Sosyal mesafe, kendi kendine izolasyon ve seyahat kısıtlamaları, ekonomik sektörlerin bir

çoğunda üretimin durmasına, iş gücünün azalmasına ve birçok işin kaybedilmesine neden olmuştur. Krizin küresel bir hal almasıyla eğitim sektörü durmuş, bazı emtia ve mamul ürünlere olan ihtiyaç azalmıştır. Bununla beraber, sağlık ve gıda ürünlerine yönelik talep de büyük artışların yaşanması panik alımlarına ve stokçuluğa neden olmuştur. Bu süreçte salgının evrimi ve ekonomik etkisinin olukça belirsiz olması, politika yapıcıları, uygun politikalar formüle etmesini ve üretmesini zorlaştırmıştır.

Covid-19 salgının ilksel etkileri elbette Tarım sektörü, imalat sanayi ve diğer sektörüler gibi reel ekonomi üzerinde gözlense de salgının neden olduğu geleceğe ilişkin olumsuz beklentiler zaman geçtikçe finansal piyasalar üzerinde de olumsuz gelişmelerin yaşanmasına neden olmuştur.

Başlangıçta sadece Çin ile sınırlı olan kriz hızla dünyanın geri kalanında ekonomik ve finansal etkilere neden olmuştur. Koordinasyonsuz hükümet müdahaleleri ve gelişi güzel kısıtlamalar, tedarik zincirinde bir kesintiye yol açmıştır. Çin'deki kısıtlamalar fabrikalarda mal üretimini önemli ölçüde azaltırken, karantina ve kendi kendine izolasyon politikaları tüketimi, talebi, ürün ve hizmetlerin kullanımını azaltmıştır (Yap, 2020). Buna karşın birçok uzmana göre Çin ekonomisindeki toparlanma daha hızlı olmuş ve bu durum ABD'ye karşı ticari müzakerelerde Çin'in yakın gelecekte avantajlı konuma gelmesine neden olacaktır.

Küresel tedarik zincirinin bozulmasının yanı sıra, tüm bu süreçten sermaye piyasası da olumsuz etkilenmiştir. ABD borsasındaki hisse senedi performansını ölçen S&P 500, Dow Jones Industrial Average ve Nasdaq, ABD hükümeti Coronavirus yardımını, Yardım ve Ekonomik Güvenlik (CARES) Yasasını ile güvence altına alana kadar önemli ölçüde düşüş göstermiştir. Aynı şekilde Japonya, Çin, Hong Kong ve Kore gibi önemli Asya piyasaların da hükümet önlemleri alınanına kadar benzer düşüşler yaşanmıştır. Avrupa bölgesinde ise Euro tahviller önemli ölçüde düşerek 2011-2012 Avro bölgesi krizindeki seviyeye gelmiştir. Almanya DAX, İngiltere FTSE 100 ve Euro Stoxx 50'nin tamamı ise 23 Mart'ta önemli derecede düşmüş ancak AB'nin kurtarma paketi kabul edildikten sonra toparlanabilmiştir. Küresel borsalardaki düşüş ve dalgalı seyir küresel likidite seviyelerinin oldukça kritik bir seviyeye gelmesine neden olmuştur. Merkez bankaları bu etkilerle küresel olarak mücadele etmek, likiditenin sürdürülmesini sağlamak ve ekonomik şoku azaltmak için piyasalara müdahale etmek zorunda kalmıştır (Buck, vd. 2020).

Bu kapsamda, Avrupa Birliği, avro bölgesinde Covid-19'un neden olduğu ekonomik etkileri hafifletmek amacıyla 1,7 trilyon Avroluk bir kurtarama paketi açıklamıştır. Ayrıca Avrupa Merkez Bankası (ECB) Avroyu güçlendirmek amacıyla 750 milyar Avroluk bir Varlık Satın Alma Programını devreye sokacağını duyurmuştur. Avrupa komisyonu bu amaç için 25 milyar Avroluk bir yatırım fonu oluşturmuş, kamu harcamalarını ve pandemiden etkilenen şirketleri

desteklemek ve teşvik etmek için bütçe kuralları konusunda daha esnek politikalar oluşturmak için anlaşmıştır (Buck, vd. 2020).

İngiltere de ise, mali zorluk çekenler için 330 milyar Sterlin tutarında acil kredi paketi garantisi açıklanmıştır. Ayrıca zarar gören işletmeleri kurtarmak için 20 milyar Sterlinlik ek bir paketi devreye sokmuştur. ABD Merkez Bankası (FED) ise Covid-19 krizinin ekonomiye verdiği zararı yumuşatmak amacıyla ilk etapta faiz oranlarını %0,5 puan düşürmüştür. Ayrıca FED 125 milyar dolar tahvil satın alarak piyasaya daha fazla yardım edeceğini duyurmuştur. Buna ek olarak Main Street işletmeleri için 300 milyar dolarlık bir kredi programı başlatmış ve 2008–2009'da kullanılan Varlığa Dayalı Kredi tesisinin yeniden başlatmıştır. Batı dünyasıyla benzer biçimde Çin ve Japon Merkez Bankaları da kurtarma paketleri açıklamışlardır. Bu kapsamda piyasa likiditesini korumak için Çin Merkez Bankası (PBoC) 240 milyar dolar ve Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ) ise 43 milyar dolar destek paketleri açıklamıştır. Diğer ülkelerinde benzer tedbirler ile ekonomik önlemler alarak kendi piyasalarındaki istikrarı korumaya çalıştığı görülmektedir (Nicola, vd. 2020).

Dünya ülkelerinin Covid-19 pandemisinin neden olduğu kayıplara ilişkin çeşitli önlemleri uygulamaya koymuş olsalar da önlemlerin etkileri kısmen başarılı olmuştur. Ancak uzun vadene krizin ekonomik etkilerinin küresel büyüme rakamlarında negatif beklentileri gidermede önemli bir gelişme sağlamadığı görülmektedir. Nitekim Tablo 16’da küresel ekonomik tahminlerine bakıldığında dünya

ekonomisinin 2020 yılı için bir daralma sürecine gireceği beklentisi güçlü gözükmektedir.

Tablo 16: Covid-19 Pandemisinin Küresel Büyümeye, Ticarete ve Fiyatlara Beklenen Etkisi

	2017	*2018*	*2019*	*2020**	*2021**
Dünya	3,3	3,0	2,4	-5,2	4,2
Gelişmiş Ekonomiler	2,5	2,1	1,6	-7,0	3,9
Yükselen piyasalar ve gelişmekte olan ülkeler	4,5	4,3	3,5	-2,5	4,6
Doğu Asya ve Pasifik	6,5	6,3	5,9	0,5	6,6
Avrupa ve Merkez Asya	4,1	3,3	2,2	-4,7	3,6
Latin Amerika ve Kraipler	1,9	1,7	0,8	-7,2	2,8
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	1,1	0,9	-0,2	-4,2	2,3
Güney Asya	6,5	6,5	4,7	-2,7	2,8
Sahra-altı Afrika	2,6	2,6	2,2	-2,8	3,1
Yüksek Gelirli Ülkeler	2,4	2,2	1,7	-6,8	3,8
Gelişmekte Olan Ülkeler	4,8	4,4	3,7	-2,4	4,7
Düşük Gelirli Ülkeler	5,4	5,8	5,0	1,0	4,6
Dünya Ticaret Hacmi	5,9	4,0	0,8	-13,4	5,3
Mal Fiyatlarındaki Değişim					
Petrol Fiyatları	23,3	29,4	-10,2	-47,9	18,8
Enerji dışı emtia fiyat endeksi	5,5	1,8	-4,2	-5,9	3,0

Kaynak: World Bank Global Economic Prospects 2020 * 2020 ve 2021 yılı tahmini veriler

Tablo'da dünya ekonomisini 2020 için büyüme rakamlarının tüm bölgeler için negatif beklentide olduğu görülmektedir. Bu kapsamda küresel ekonomide 2020 yılında beklenen küçülme -%5,2 civarındadır. Benzer şekilde dünya ticaret hacminde %13,4'lük bir küçülme beklenirken, petrol fiyatlarındaki gerileme beklentisi %47,9 enerji dışı emtia fiyatlarındaki gerileme beklentisi %5,9'dur.

Bununla birlikte G20 liderleri ekonomik krizden toparlanmanın, keskin ve kısa süreli bir düşüşle, ardından hızlı bir toparlanma ve ekonomik büyümeyle 'V' şeklinde bir eğri şeklini gerçekleşmesini beklerken, İşbirliği ve Kalkınma Örgütü'nün (OECD)'nin beklentisi ekonomik toparlanmaya giden yolun uzun bir ekonomik dönemde gerçekleşeceği ve 'U' şeklindeki bir eğriye benzeme olasılığının daha yüksek olduğunu belirtmektedir (Nicola, vd. 2020).

BÖLÜM 3

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER

Küresel olarak 1970'lerden itibaren hız kazanan gelişmeler sayesinde ekonomik ve siyasal alanda dünyayı bir bütün olarak tek sistem haline getiren küreselleşme ve finansallaşma, tüm ülkeleri bu yenidünya sistemine eklemlemiş ve bütün iktisadi karar süreçlerinin giderek sermaye birikimi odaklı olmasını sağlamıştır (Yeldan, 2016). Bu dönemde Neo-liberalizm ve serbestleşme önemli iki kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Süreç uluslararası parasal ilişkilerideki değişimi de beraberinde getirmiş Türkiye ekonomisi ve bankacılık sistemi bu yeni konjonktürde bu yeni dünya ekonomisine ve uluslararası parasal sisteme entegre olmuştur.

1970'li yıllarda uluslararası parasal düzende meydana gelen değişimin iki temel nedeni vardır. Bunlardan ilki 1971 yılında ABD ile altın arasındaki bağlantının kopması[15] ve karşılıksız bir para sistemine geçilmesidir. İkincisi ise bu değişikliği izleyen yıllarda oluşan petrol şokudur. Petrol üreticisi ülkelerin petrole ve petrol ürünlerine yaptıkları zamlar ile yaklaşık on yıllık bir dönemde dünya ekonomisinde 2 trilyon dolara yakın bir kaynak sağlanmıştır. Altın ile bağlantısı kopan ABD doları cinsinden bu yeni likiditenin karşılıksız olarak dünya ekonomisine aktarılması, önce petrol üreticisi ülkelerin

[15] Bretton Woods anlaşmasıyla, Ülkelerin parası ABD Doları cinsinden tanımlanmaya başlamış ABD Doları ise 1 Ons ağırlığındaki altına 35 Dolar olarak sabitlenmiştir. Bu sisteme Altın Kambiyo Sistemi de denilmektedir. 1971'de Başkan Nixon'un ilan etmesiyle bu sistem sona ermiştir.

döviz girdilerinin olağan üstü bir biçimde artmasına daha sonra ise dünya piyasasında bazı değişimlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Petrol fiyatlarındaki artıştan ve buna önlemek amacıyla sanayileşmiş ülkelerin ürettikleri sanayi ürünlerinin fiyatlarındaki artıştan olumsuz etkilenen az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler borçlanmışlardır. Uluslararası para piyasalarından büyük miktarlardan borç alan ve tüm moneter önlemlere karşın enflasyon ve döviz sorunlarını çözümleyemeyen bu ülkeler anapara ve faiz ödemelerinde zorluklar yaşamaya başlamış ve darboğaza girmişlerdir. Tüm bu gelişmeler Türkiye ekonomisini de olumsuz olarak etkilemiştir. Bu süreçte Türkiye'nin karşılaştığı ilk kriz ise 1978-1979 krizidir (Artun, 1985).

3.1. 1978/1979 Krizi ve 24 Ocak Kararları

Türk ekonomisi 1970'li yılları, yapısından kaynaklanan dar boğazları giderek artan ölçüde gündeme gelmesinden kaynaklanan bunalımlarla geçirmiştir. 1970'li yılların başında yıllar sonra yaşanacak krizlerin ipuçlarını vermiştir. 1970'lerin ikinci yarısı ise uluslararası konjonktürün ters dönmesinin de katkısıyla, sürekli ve giderek yoğunlaşan ekonomik sorunlarla geçmiştir. 1975 sonrasının siyasi gelişmelerinin etkisiyle günlük kararlar ile yönetilen iktisat politikaları sonuçta ekonomiyi bir krize sürüklemiştir. Dünya ekonomik bunalımı ve petrol krizinin de katkısıyla hızlanan ekonomik zorluklar 1970'lerin sonun da ekonomiyi iç ve dış koşullar açısından tıkanma noktasına getirmiştir (Berksoy, 1985).

Türkiye'nin 1970'ler sonunda yaşadığı ekonomik güçlükler de temel yapısal problemlerin yanı sıra IMF ile olan ilişkilerin de önemli

katkıları olmuştur. Türkiye'nin IMF ve Dünya Bankası ile ilişkileri 1947 yılında başlamış ve yıllar içinde bu ilişki dönem dönem artarak devam etmiştir. Temel amaç ise serbest piyasa ekonomisine doğru giden yeni dünya düzeninde Türkiye gibi ülkeleri denetim altında tutmak ve siteme entegre etmektir. Nitekim 1960'lı yıllarda da IMF perde arkasında olsa da Türkiye'ye ilişkin denetimleri devam etmiştir. 1966 ve 1968'de IMF'nin Türkiye ekonomisinde devalüasyon önerileri ve ısrarları bu çerçevede değerlendirilebilir (Doğan, 1980).

1960'lı yıllardaki bu dayatma 1970'lere gelindiğinde başka bir boyuta geldiği görülmektedir. IMF'nin teklifinin reddedilmesi siyasi bir krize ve kredi akışında bazı tıkanıklıklara neden olabileceği endişesi, IMF ile anlaşma yapılması ile sonuçlanmıştır. 1970'de IMF ile yapılan anlaşma farklı niteliklere sahiptir. 1960'lı yılların sonunda ekonomide dengesizliğin olduğuna ilişkin bir belirti yoktur. Fiyatlar genel seviyesindeki artış normal sayılabilir bir artıştır. Milli gelir yıllık ortalama %6'lık artış göstermektedir. Sınayi üretimi ise 1970'lere kadar %7-10 arasında bir artış sağlamaktadır. Diğer taraftan Türkiye ekonomisinde dış dengesizliğin olduğu ve hızla artığı söylenebilir. İhracatta 1969 ve 1970'de gerileme söz konusu iken ithalatta önemli bir artış söz konusudur. Bu dönemde oluşan dış ödemeler açığı işçi dövizleri ve borçlanma ile kapatılmaya çalışılmış ancak bu döngü 1970'lerde tıkanma noktasına gelmiştir. IMF ile yapılan anlaşmanın olası nedenlerinden birinin de bu olduğu ve dış borçlanma olanakları için yapıldığı söylenebilir. Nitekim Ağustos 1970'de %66 oranında bir devalüasyon çeşitli zam kararlarıyla birlikte açıklanmıştır (Berksoy, 1982).

1970 devalüasyonu teknik sonuçları itibariyle başarılı olarak görülebilir. Yüksek oranlı bu devalüasyon ihracat ve işçi dövizlerinden oluşan temel döviz gelirlerinde bir artış yaratmıştır. Ancak döviz harcamaları daraltılamadığı için beklenen sonuç yaratılamamıştır. Tablo 17'de görüldüğü üzere devalüasyondan sonra ithalat hızla artmaya başlamıştır. 1969'da 801 milyon dolar olan ithalat giderleri 1972'de 1,550 milyar dolara, 1974'de ise 3,774 milyar dolara çıkmıştır. Bu doğrultuda dış ticaret açığı da giderek artmaya başlamış, 1969'da 265 milyon dolar iken 1972'de 665 milyon dolara ve 1974'de ise 2,241 milyar dolara yükselmiştir. İlerleyen yıllarda petrol krizinin etkisiyle beraber bu açığın büyüyerek artığı görülmektedir (Berksoy, 1982).

Tablo 17: Türkiye Makroekonomik Göstergeler (1969-1980, Milyon Dolar, %)

	İthalat Giderleri	*İhracat Gelirleri*	*İhracatın ithalatı karşılama oranı (%)*	*Büyüme (%)*	*Enflasyon (%)*	*Cari Denge (Milyon $)*	*Dış Borç Stoku (Milyar $)*
1969	801	536	67	4,0	4,9		
1970	947	579	61	3,2	7,9		2,7
1971	1,171	676	58	5,5	19,0		3,2
1972	1,552	886	57	7,4	15,4		3,5
1973	2,098	1,318	63	3,2	13,9		4,2
1974	3,774	1,533	41	5,5	23,9	-561	4,6
1975	4,738	1,401	30	7,1	21,2	-1,648	5,0
1976	5,128	1,960	38	10,4	17,5	-2,029	6,0
1977	5,796	1,753	30	3,4	26,0	-3,140	11,4
1978	4,599	2,288	50	1,5	61,9	-1,265	14,8
1979	5,069	2,261	45	-0,6	63,5	-1,413	15,9
1980	7,909	2,910	37	-2,4	94,3	-3,408	19,1

Kaynak: data.imf.org

Türkiye'de enerji ve ulaştırma politikalarının enerjiye bağlı olarak geliştirilmesi ve uygulanması nedeniyle yaşanan petrol şokunun ekonomiye etkisi oldukça ağır olmuştur. Nitekim Cari ödemeler dengesi 1974'den itibaren açık vermeye başlamış ve bu açık giderek

artmıştır. 1974'de 561 milyon dolar olan cari açık 1975'de 1,6 milyar dolara çıkmış 1976'da ise 2 milyar dolara 1977'de ise 3,1 milyar dolara yükselmiştir. İhracatın ithalatı karşılama oranı da benzer biçimde 1969'dan itibaren hızla azalma eğiliminde oluğu görülmektedir. 1970'de %70 civarında seyreden ihracatın ithalatı karşılama oranı 1977'de %30'lar civarına kadar gerilemiştir. Petrol fiyatlarında meydana gelen artış, diğer önemli etkisini enflasyon oranlarında göstermektedir. 1969 ve 1970'de %4,9 ve %7,9 gibi oldukça düşük bir düzeyde seyreden enflasyon 1971'den itibaren hızla yükselmeye başlamış 1980'e gelindiğinde enflasyon %94 seviyesine kadar çıkmıştır.

1970'li yıllardaki tek olumlu veri büyüme rakamlarında görülmektedir. 1978'e kadar pozitif bir büyüme kaydedildiği görülmektedir. Türkiye 1970- 1980 arasında ortalama %4,1 gibi iyi bir büyüme performansı sergilemiştir. Ancak bu büyüme kısa vadeli ve yüksek faizli dış borçlardan kaynaklanmakta ve yüksek borçlanma ise hazineye ağır bir yükün binmesine neden olmaktadır. Nitekim toplamda bakıldığında ekonomideki ağır sorunlar, hükümetin dış kaynak bulmasını zorunlu kıldığını göstermektedir (Boratav, 1989).

Bu çerçevede, şekillenen dış kaynak bulma politikaları, 1977-1979 IMF ile yapılan Stand-by anlaşmaları ve istikrar programları dönemini başlatmıştır. Aslında Türkiye 1970'den itibariyle IMF paralelinde bir döviz kuru politikası benimsemiştir. Bu politikalar ekseninde 1977 sonuna kadar 13 kez mini devalüasyonlar ile 1978 Mart ayına kadar Türk Lirası %68,4 oranında değer kaybına uğramıştır. 1977'nin ikinci

yarısında koalisyon hükümeti IMF ile yeni bir anlaşma yaparak %25 oranında bir devalüasyon ile 45 milyon dolarlık bir kredi taahhüdü almıştır. 1978 de hükümet IMF ile ilişkileri geliştirmeye devam etmiş ve bir dizi önlemden oluşan istikrar programı açıklamıştır. Şubat ayında ise önceki Stand-by anlaşmasına güvenen hükümet %32 oranında bir devalüasyon yaparak dolar kurunu 25TL'ye düşürmüş ve ekonomiyi daraltacak bir dizi zam ve önlem açıklamıştır. Mart ayında Washington ile yapılan müzakereler sonucu IMF yapılan istikrar önlemelerini zayıf bulduğunu açıklamıştır. 1979 da ise IMF ile yeniden masaya oturularak bir istikrar programı daha açıklanmıştır. Ekonomide yapılan devalüasyonlar artık kanuni bir statüye bürünmüştür. Yeni dolar kuru 47'TL olarak belirlenmiştir. Verilen niyet mektubu ve yapılan yeni Stand-by anlaşması ile Türkiye 1,5 milyar dolarlık yeni bir kredi taahhüdü almıştır (Berksoy, 1985).

1977-1980 dönemine bakıldığında tüm uygulamaların ekonomiye sürekli yeni dış kaynak sağlamaya yönelik olduğu bunun içinde oldukça ağır bir kayıp yaşandığı görülmektedir. Türkiye'nin içine düştüğü bu uzun süreli krizden çıkış için yapılan programların sıklığı da artmıştır. Nitekim 24 Ocak 1980 İstikrar Programı bu eksen de ortaya konulmuştur. Ancak Program 1978 ve 1979 istikrar paketlerinden köken amaç, nitelik ve içerik olarak pek de farklı değildir[16]. Bu programda açıklanan diğer paketler gibi IMF kökenlidir (Berksoy, 1985).

[16] 24 Ocak Kararları teknik olarak önceki programlara benzemesine karşın, ideolojik olarak diğerlerinden ayrılmaktadır. 24 ocak kararları neo-liberal dünya sisteminin somut bir ürünü niteliğindedir. Bu çerçevede program Türkiye için devletin

IMF desteği ile hazırlanan 24 Ocak kararları Türkiye'nin 1970'lerin sonuna doğru yaşadığı ekonomik kriz sarmalından çıkış anahtarı olarak sunulmuştur. Programın ana hatalarına bakıldığında Türkiye'nin dışa açılmasının amaçlandığı bu çerçevede ithalat kotalarının kaldırıldığı ve dış ticaretin serbestleştirilmesi yönünde adımlar atıldığı görülmektedir. Programda özel sermaye teşviki ön plana alınmakta, kamu yatırımları ise kısıtlanmaktadır. Ayrıca kurların günlük olarak ayarlanması ve sürekli devalüasyona sebebiyet veren kambiyo rejimin de terkedilmesi amaçlanmıştır (Kepenek, 1994).

24 Ocak istikrar paketinin ise özünü oluşturan başlıklar ise şu şekilde sıralanabilir (Ekzen, 1984).

1) Yeni kurun saptanması ve çoklu kur uygulamasına son verilmesi (bakanlar kurulu kararıyla Türk lirasının Kıymetini Koruma kanunu değiştirilmiştir). Kararın yürürlüğe girmesiyle birlikte 1 ABD doları = 70 TL olarak saptanmıştır.
2) Fiyat denetleme ve saptanmasına son verilmesi; bu karara paralel olarak Kamu İktisadi Teşekkülleri (KİT)'lerde de fiyat tespiti ve kontrolüne son verilmiş temel mal ve hizmet tanımları yeniden yapılmıştır.
3) Faiz oranlarının yeniden saptanması; bu kararla mevduat faiz oranları yükseltilebilmekte ve selektif kredi uygulamasında ihracat kredilerine yönelik olarak ayrıcalıklı faiz farkı iade oranları getirilebilmektedir.
4) İhracatın teşviki ve farklılaştırılması,

---

ekonomide etkinliğinin sınırlanması, dışa dönük biçimde yeniden örgütlenmesini amaçlamaktadır.

5) Yabancı sermayeyi teşvik çerçeve kararı; kararın önemli bir yanı yabancı bankacılığın Türkiye'ye giriş koşullarını son derece kolaylaştırmış olmasıdır.
6) İthalatın liberalizasyonu

24 Ocak kararları çerçevesinde çizilen yeni yol haritası ile IMF ile imzalan Stand-by anlaşması üç yılı kapsamaktadır. Bu üç yıllık süre içinde Türkiye fon kaynaklarında yaklaşık 1,4 milyar dolar destek kredisi kullanabilme imkânına sahip olmuştur. IMF'nin Türkiye masası yetkilileri üçer aylık dilimler halinde yapılacak değerlendirmeler sonucunda merkez bankası kredi limitlerini saptayacaktır. OECD ve IMF ile varılan anlaşma ve sağlanan dış kaynakların yanı sıra Dünya Bankası ile program ve proje bazında çalışmalara da hız verilmiş ve bu çerçevede ithalatın finansmanı için ek kredi ve kolaylıklar elde etmiştir (Ekzen, 1984).

3.2. 1994 Krizi ve 5 Nisan Kararları

1970'li yıllar Türkiye'nin yüksek enflasyon, dış ticaret açığı, sürekli büyüne dış borç ve cari açık gibi birçok önemli sorunla boğuştuğu hem ekonomik hem de siyasal anlamda kriz yılları olmuştur. Bu yıllar boyunca Türkiye, IMF ile birkaç kez Stand-by anlaşmaları yapmış ve bu çerçevede bir düzineyi geçkin devalüasyon uygulanmıştır. 1980 yılı ise Türkiye için bir milat niteliğindedir. On yıl boyunca devam eden kriz ortamını ve istikrarsızlığı gidermek için 24 Ocak 1980'de IMF destekli istikrar programı uygulamaya konulmuştur.

24 Ocak kararları ile Türkiye serbest piyasa ekonomisi kurallarının hâkim olduğu yeni bir düzene geçmişti. Bu kapsamda 1981'de faiz

oranları, 1984'de ise döviz işlemeler serbestleştirilmiştir. 1986'de Sermaye piyasası kurulu ve İMKB faaliyete geçmiş, 1987'de Merkez Bankası açık piyasa işlemlerine başlamış, 1989'da ise tam konvertibiliteye geçiş ile birlikte sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi bu yöndeki önemli adımlar olmuştur (Danışoğlu, 2007).

Uygulanan istikrar programı kısa vade de makroekonomik göstergeler açısında olumlu sonuçlar verdiği söylenebilir. 1981-1987 yılları arasında yıllık ortalama %5,4'lük bir büyüme rakamı yakalanmıştır. 1987 yılı ise ekonomik göstergeler açısından en iyi yıl olduğu söylenebilir. Cari işlemler açığı minimum düzeye inmiş ekonomi %9,5'lik bir büyüme hızı yakalamıştır. Ancak 1988 den sonra 24 Ocak kararlarının vermiş oluğu ivme azalmaya başladığı, ekonomin hızla yeni bir bunalıma sürüklendiği görülmektedir (Bakkal ve Alkan, 2011).

24 Ocak kararları ile birlikte Türk Lirasının değer 47TL'den 70 TL'ye yükseltilmiş, TL Dolar karşısında %48 oranın da devalüe edilmiştir. Uygulanan değerlenmemiş kur politikası ile ihracatta büyük bir patlama sağlanmıştır. Ancak 1988'de ücret artışlarının enflasyondan düşük tutulması politikasından ve değerlenmiş kur politikasından vazgeçilmesi ithalatta önemli bir atışın yaşanmasına neden olmuştur. Diğer yandan 1981'de faizlerin 1984'de de döviz giriş çıkışının serbestleştirilmesinden sonra son olarak 1989'da sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ile TL değerlenmeye başlamıştır. TL'nin değerlenmesinden sonra yurt dışı sermaye akımlarını yurtiçine

çekilebilmesi için faiz oranları yükseltilmiştir (Seyidoğlu, 2011). Ayrıca 1984-1990 dönemi için dış bor ödemelerinin yapılabilmesi için sıklıkla iç borçlanmaya başvurulması faiz oranlarının daha da artmasına ve bu da sermaye piyasalarının yabancı portföy yatırımları için cazip hale gelmesine neden olmuştur (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002).

Nitekim Tablo 18'de 1990'dan itibaren portföy yatırımlarının arttığı ve 1993'de 3,9 milyar dolar ile zirve yaptığı görülmektedir. Portföy yatırımlarının hızlanmasıyla birlikte hem döviz faiz oranı hem de döviz menkul kıymet fiyatları birbirine bağlanarak para politikasının özerkliğinin kısıtlanmasına neden olmuştur (Esen, 1998).

Tablo 18: Türkiye Makroekonomik Göstergeler (1989-1995)

	1989	*1990*	*1991*	*1992*	*1993*	*1994*	*1995*
İhracat (Milyar $)	34,7	35,8	36,9	41	44	50,8	54,9
İthalat (Milyar $)	32	42,6	40,3	44,7	60,8	47,5	61,5
Cari Denge	938	-2,625	250	-974	-6,433	2,631	-2,338
Portföy Yatırımları (Milyon $)	1,386	547	623	2,411	3,917	1,158	237
Ekonomik Büyüme %	0,3	9,3	0,9	6,0	8,0	-5,5	7,2
Enflasyon %	63	60	66	70	66	105	89
Dış Borç Stoku (Milyar $)	41,5	49,4	50,8	56,5	68,6	66,2	73,7
KKBG (milyon TL)		29	63	116	203	239	390

Kaynak: databank.worldbank.org

1994'de patlak veren finansal krizin tek sebebi portföy yatırımlarındaki artış değildir. Türkiye'nin 1980'lerin sonunda sermaye piyasalarını serbestleştirmesi ve portföy yatırımlarına denetimsiz bir biçimde açık hale gelmesi diğer makroekonomik göstergeler ile birlikte 1994'de bir krizin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Nitekim 1994 öncesi verilere bakıldığında cari dengenin

önemli ölçüde bozulduğu dış borç stokunun hızlı bir biçimde arttığı ve bunlara ek olarak bütçe dengesinin bozulduğu ve süründürülemez boyutlara ulaştığı görülmektedir. Nitekim tasarrufların yetersizliğinin neden olduğu bütçe açıklarının, serbestleşme politikalarıyla birlikte teşvik edilen kısa vadeli sermaye akımları ile finanse edilmeye çalışıldığı görülmektedir. İç ve dış borçlanmanın hızla arttığı bu ortamda devam eden sermaye akımları ile yüksek faiz-kur makasının açıldığı geçici bir denge oluşturmuştur (Işık, Duman ve Korkmaz, 2004).

Makroekonomik dengelerdeki bozulmanın yanı sıra 1990'lar Türkiye için hem iç hem de dış şokların etkisini çok yakından hissedildiği ve ayrıca yönetimsel sorunların olduğu yıllardır. Bilindiği üzere merkez bankalarının en temel işlevlerinden biri para ve kur politikalarını düzenlemektedir. Para politikasının önemi para arzı ve faiz oranları gibi parasal araçların ekonomik faaliyetlerin hacmini belirlemedeki öneminden kaynaklanmaktadır. Ancak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın geleneksel işlevlerinin yanı sıra başka işlevleri de yüklendiği görülmektedir. Zaman içinde merkez bankası, kısmen ihtisas bankalarının kısmen de ticari bankaların işlevlerini de yerine getiri hale gelmiştir. Ayrıca 1990'larda kamunun finansmanının da merkez bankasının kaynaklarından karşılandığı bir ortam söz konusudur. Bu durum merkez bankasının etkin bir para politikası uygulayabile imkânının da kısıtlamaktadır (Alpay ve Alkin, 2017).

Merkez Bankası bu durumu düzeltebilmek için 1990'da para programı hazırlamış ve kamuoyuna duyurmuştur. Programın temel amacı; merkez bankasını bilançosunun küçültülmesi ve bilançonun

içyapısının değiştirilmesidir. Bu çerçevede merkez Bankası parasal büyüklükler yerine kendi bilanço büyüklüğünü denetim altına alarak sağlıklı bir yapıya ulaşmaya çalışmıştır. Merkez Bankası etkin bir likidite kontrolü sağlamak ve enflasyonla mücadele etmek için uygulamaya koyduğu para programı ile toplam bilanço büyüklüğü toplam iç varlıklar, toplam dış varlıklar ve merkez bankası parası üzerine hedef koyarak bu büyüklükleri denetim altına almaya çalışmıştır. Böylece merkez bankası 1990-1994 yılları için fiyat istikrarını sağlamayı hedeflemiş ve para programı ile bilançonun aktifinde büyük ölçüde döviz varlıklarını arttırmayı, buna karşılık pasifinde büyük ölçüde emisyona dayalı bir yapı oluşturmayı denemiştir. Ancak sermaye hareketlerinin serbest bırakıldığı bir faiz ve dövizin birbirine bağlandığı bir süreçte, Merkez Banaksı bunlardan yalnızca birini uygulayabilme durumunda kalmıştır (Alpay ve Alkin, 2017).

1990'da körfez krizinin patlak vermesinin neden olduğu gerginlik nedeniyle döviz tevdiat hesaplarından çıkışların yaşanmaya başlaması ve ardın 1991 seçimlerinde göreve gelen hükümetin artan kamu açıklarını, merkez bankası para basması ile finanse edilmeye çalışması ekonomide çıkacak sorunların ilk işaretleri olmuştur. Doğrudan yabancı yatırımların yüksek kamu açıkları, siyasi riskler ve enflasyonun neden olduğu belirsizlik nedeniyle azalmasına karşın 1992 ve 1993 yıllarında portföy yatırımlarında önemli artışlar yaslanmıştır. Nitekim 1990'da 547 milyon dolar olan portföy yatırımları 1993'de zirve yaparak 3,9 milyar dolara yükselmiştir. 1993 yılında piyasadaki likidite fazlası bir devalüasyon beklentisi nedeniyle

hızla dövize yönelmiştir. Bunun üzerine kısa sürede Merkez bankasının bankalar arası faiz oranlarını avans ve kredi faiz oranlarını yükseltmiş ve Hazine de kısa vadeli borçlanma senetleri faizlerini yükseltmiştir. Ancak kamu borçlanma senetleri faiz oranlarını %200'lere çıkması ve 1994 yılı başında gecelik faiz oranlarının %700'lere fırlaması da dövize olan talebin önüne geçememiştir (Uyar, 2003).

Hükümetin spekülatif paranın önüne geçmesi çabasına rağmen kurlardaki yükseliş hızla devam etmiştir. 1994 yılının başlarında resmi kur ile piyasa kuru arasındaki fark %23'ün üzerine çıkmış, piyasada döviz kuru ise 1$=19 TL'den 38 TL'na kadar yükselmiştir. 1994 yılı ortalarında hazine kısa vadeli kamu borçlarını ödeyebilmek için %400 faiz oranlı borçlanma kâğıtlarını piyasaya sürmek zorunda kalmıştır. Merkez bankası ise kurdaki bu yükselişi durdurabilmek için gecelik faiz oranlarını yükseltmiştir. Diğer taraftan uluslararası derecelendirme kuruluşlarını Ocak 1994'de Türkiye'nin notunu düşürmesi, piyasaya olan güvenin zayıflamasına neden olmuştur. Bu süreç sonunda Türk lirası %13,8 oranında devalüe edilmiş ve ardından bazı bankalara el konulmuş, döviz rezervleri bir gece de 7 milyar dolardan 3 milyar dolara kadar gerilemiş ve Türkiye yeni bir finansal kriz ortamına sürüklenmiştir (Keyder ve İmer, 2012; Şahin, 1998; Sönmez, 1998).

Diğer taraftan tüm bu süreçte Türkiye'nin makroekonomik göstergelerinin de olumsuz olduğu görülmektedir. Tüketici fiyatları enflasyon 1993'de %105'e kadar yükselmiştir. 1989-1995 yılları arası

ortalama enflasyon oranı ise yaklaşık %74 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca dış ticaret açığı giderek artmakta ve cari denge hızla bozulmaktadır. Nitekim cari açık 1993 yılında 6,4 milyar dolar ile zirve yapmıştır. Bunlara ek olarak dış ve iç borçlanmanın da hızla artığı görülmektedir. Dolayısıyla 1990'lı yıllarda yaşadığı finansal bozulmayla birlikte makroekonomik sorunlar 5 Nisan 1994'de yeni önlemler paketi kararlarının alınmasına neden olmuştur.

5 Nisan kararlarına bakıldığında İsrail'de uygulanan istikrar paketi ile benzerlik gösterdiği görülmektedir. Şok stratejisinin izlendiği ve yarı heteredoks bir program özelliği taşıyan kararlarda ayrıca döviz kuru çapa olarak kullanılmıştır. Uygulamaya konan kararlar sadece finansal piyasaları istikrara kavuşturmak hedefini gütmemiş aynı zamanda bozulan makroekonomik dengeleri de istikrara kavuşturmayı amaçlamıştır. Bu çerçevede kararlar; döviz kuru ve ücret politikalarını, sermaye piyasaları ve bankacılık sektörü ile ilgili önlemleri, ayrıca bozulan kamu dengesinin yeniden sağlanması için kamu maliyesi ve kamu borçlanma gereği ve finansmanı için çeşitli önlemeleri, dış ticarete ilişkin önlemleri de içermektedir. Ayrıca program uzun vade de sürdürülebilir bir ekonomik büyüme ve kalkınma düzlemine oturtulabilmesi için özelleştirme, KİT'ler ile ilgili düzenlemeler, sosyal güvenlik reformu ve yerel yönetimlerin idari ve mali yapışana ilişkin düzenlemeleri de içermektedir.

Ancak 5 Nisan kararlarının uzun vadeli sonuçlarına bakıldığında uygulamanın Türkiye ekonomisini krizden çıkarmada etkili olmadığı ve ekonomik istikrarı sağlamada kendi iç dinamiklerini harekete

geçirmede başarısız olduğu görülmektedir. Nitekim 5 Nisan karalarından hemen sonra IMF ile yeni bir Stand-by anlaşması imzalanmış ve 742 milyon dolarlık bir kredi sağlanmıştır. Diğer taraftan uygulamaya konulan program ekonomik durgunluğa, işsizliğe ve gelir dağılımında düşük ücretliler aleyhine bir bozulmaya neden olmuştur (Alpay ve Alkin, 2017). İlerleyen yıllarda ithalat artmaya ve dış ticaret açığı büyümeye devam etmiştir. Faiz ve enflasyonda bir kontrol sağlanamadığı gibi iki haneli enflasyon oranları 2000 yılana kadar devam etmiştir. 1995-1996 dönemi boyunca kısa dönemli sermaye girişi 1994 öncesine oranla daha da artmış ve TL'nin reel olarak değerlenmesi sürmüş, arbitraj oranında bir düşme sağlanamamıştır. Dolayısıyla programın başarıya ulaştığı ve vadettiği yapısal reformları sağladığını söylemek mümkün değildir. Nitekim söz konusu sorunların devam etmesi Türkiye'nin 2000'li yıllarda yaşadığı krizlerde de etkili olduğunu söylemek doğru olacaktır.

3.3. Kasım 2000-Şubat 2001 Krizleri

1994 krizi ve arkasından gelen IMF destekli 5 Nisan önlemler paketi ekonomik istikrarın sağlanmasında etkili olmamış, hem siyasal hem de ekonomik istikrarsızlık 2000'li yıllara kadar devam etmiştir. Bu süreçte ekonomi faiz ve borç sarmalı içinde reel ekonomiden giderek uzaklaşmıştır. İktisadi büyüme ise kısa vadeli portföy yatırımlarına dayalı olarak gerçekleştirilmektedir. Nitekim hem finansal sistemin zayıflığı ve kırılganlığı hem de reel sektörün rekabet gücündeki azalış ve kamu maliyesine ilişkin göstergelerdeki olumsuzluklar bir finansal kriz riskini artırmaktadır. Mevcut zayıf göstergeler ve geleceğe ilişkin

olumsuz beklentiler neticesinde Türkiye 1999 yılında yeni bir istikrar politikası uygulama arayışına girmiştir (Yeldan, 2016).

Bu çerçevede Türkiye, Aralık 1999'da IMF ile bir Stand-by anlaşmasına gitmiştir. Yeni Stand-by anlaşmasının dayandığı niyet mektubunda açıklanan enflasyonla mücadele programının üç temel sacayağı bulunmaktadır. Bunlar; kamu kesimi temel fazlasının mümkün oluğunca yüksek tutulması, yapısal reformlar ve tutarlı gelir polkaları ile desteklenmiş sıkı döviz kuru politikalarıdır. Dolayısıyla uygulanacak programda kullanılacak başlıca politika araçları; daraltıcı bütçe ve maliye politikaları, bu politika ile uyumlu kur ve para politikası, kamu çalışanlarının ücret ve maaşlarının öngörülen enflasyona göre özel sektör çalışmalarının ise piyasa koşullarına göre belirlenmesini ön gören gelirler politikası, özelleştirme deregülasyon ve serbestleşme uygulamalarını hızlandıracak yapısal reform politikaları ve son olarak döviz kurunun anti enflasyonist bir çıpa olarak kullanılması biçiminde sıralanabilir (Bağımsız Sosyal Bilimciler, 2007; 71-72).

1999 Programı para politikası açısından faiz ve fiyatları serbest bırakırken döviz kurunu sabit oranlı artırmayı öngörmüştür. Ancak programın bu çerçevede işleyebilmesi, mali piyasalarını kırılganlığının olmaması ve sermaye hareketliliğinin yüksek olması gerekmektedir. Ancak söz konusu durum devletin kamu harcamalarını finanse etme yöntemi ile zıttır. Dolayısıyla program aslında bazı çelişkileri de içinde barındırmaktadır (Karaçor, 2006).

Tablo 19: Türkiye Makro Ekonomik Göstergeler (1996-2001)

	1996	*1997*	*1998*	*1999*	*2000*	*2001*
İhracat(Milyar $)	66,9	79,7	89,8	79,8	93,6	97,9
İthalat (Milyar $)	74,2	90,8	92,8	89,5	109,2	82,9
Cari denge(Milyar $)	-2,437	-2,638	2,000	-925	-992	3,760
Enflasyon	80,4	85,6	84,6	64,8	54,9	54,4
Portföy yatırımları(Milyon $)	-570	-1,634	6,711	-3,429	-1,022	4,515
Doğrudan Yabancı Yatırımlar(Milyon $)	722	805	940	783	982	3,352
Uluslararası rezervler (Milyar $)	16,4	18,6	19,4	23,3	22,4	18,8
Dış Borç Stoku (Milyon $)	806	847	969	1017	1167	1129
Büyüme (%)	7,4	7,6	2,3	-3,4	6,6	-6,0
*KKBG (% GSYİH)**	6,36	5,69	6,98	11,36	8,68	11,80
Dış Borç (% GSYİH)	45,2	45,3	35,5	40,3	43,4	57,8

Kaynak: databank.worldbank.org * T.C. Maliye Bakanlığı

Diğer taraftan 1996-2001 yılları arasındaki makroekonomik göstergelere bakıldığında birçok verinin olumsuz olduğu da göze çarpmaktadır. 1999 yılında başlatılan istikrar programının önemli başarılar sağladığını söylemek pek mümkün değildir. Doğrudan yabancı portföy yatırımları ile desteklenen ekonomik büyüme dışında enflasyonda bir düşüş sağlanmışsa da (1999 %64,8; 2000'de %54,9 ve 2001 yılında %54,4 gibi) tüketici enflasyonu oranları oldukça yüksektir. Ayrıca cari dengenin kriz öncesi iki yılda negatif olduğu görülmekte, dış borç stoku ve GSYİH'ya oranı da 1999'dan sonra hızla yükselmektedir. Diğer taraftan kamu açığının önemli bir göstergesi olan borçlanma gereği (KKBG)'nin GSYİH oranının da hızla yükseldiği görülmektedir.

Dolayısıyla 2000 ve 2001 krizleri öncesinde Türkiye'nin yüksek enflasyon oranının yanı sıra, bütçe açıklarının ve faiz ödemelerinin artıyor olması ciddi bir problem yaratmaktadır. Nitekim birinci nesil kriz modellerinde, krizlerin temel dayanağı sabit kur sistemi

uygulayan ülkelerde bütçe açıklarının finansmanın da parasal genişlemenin aktif olarak kullanılması ve buna bağlı olarak döviz rezervlerindeki hızlı erime sonucunda gerçekleşen spekülatif ataklar sonucu gerçekleştiği biçimindedir. Tabloya bakıldığında merkez bankası uluslararası rezervleri[17] dışındaki diğer olumsuzlukların Türkiye'de var olduğu görülmektedir (Çakmak, 2007b).

Tüm bu konjonktürde 2000 yılına gelindiğinde Arjantin krizinin de etkisiyle Türkiye'deki yabancı kuruluşların hızla ülkeyi terk etmeye başlandığı görülmektedir. Nitekim 1999 sonunda 3,4 milyar dolarlık sıcak para çıkışını 2000'de 1 milyar dolarlık bir çıkış takip etmiştir. Bu süreç sonunda dövize olan talebin artması piyasada bir likidite sıkışıklığına neden olmuştur. Diğer taraftan cari dengedeki bozulma kamu borç yükündeki artış ve enflasyonun beklenenden yüksek çıkması programa olan güvenin sarsılmasına ve piyasanın geleceğe ilişkin beklentilerin negatife dönmesine ve bir devalüasyon beklentisine neden olmuştur.

Hükümetin 2000 yılının başında ortaya çıkan likidite sıkışıklığını giderme çabası sonucu Merkez Bankasının faiz oranlarının hızla aşağı çekmesi beklenen etkiyi vermemiştir. Interbank gecelik faiz oranı Aralık 1999'da %69,9 iken Ocak 2000'de 35,9'a kadar gerilemiş, Hazine bileşik faizi ise % 96 seviyesinden % 38'e düşmüştür. Bu süreçte küçük ve orta büyüklükteki bankaların açık pozisyonlarını kapatmak için hazine kâğıtlarını zararına satmaya başlamaları ve

[17] 2000 ve 2001 krizlerinden önce Merkez Bankası rezervlerinde bir düşüş gözlenmemiş olmasına karşın her iki krizin patak vermesinden sonraki süreçte Merkez Bankası rezervlerinde azalma gözlemlenmiştir (Çakmak, 2007b)..

küçük bankaların büyük bankalarla rekabet edememesi likidite krizinin daha da derinleşmesine neden olmuştur (Fırat, 2009).

Tablo 20: 1999-2001 Aylık Faiz Oranları Değişimi (%)

Yıl	*Ay*	*Interbank Gecelik Faiz Oranları (ortalama)*	*Hazine Bileşik Faizi*
1999	Aralık	69,97	-
2000	Ocak	35,90	38,30
	Şubat	49,23	42,10
	Mart	39,08	39,90
	Nisan	35,16	34,50
	Mayıs	41,29	39,40
	Haziran	42,00	41,90
	Temmuz	25,97	34,50
	Ağustos	35,57	33,20
	Eylül	46,20	33,60
	Ekim	38,41	38,00
	Kasım	79,46	41,00
	Aralık	98,95	-
2001	Ocak	42,16	65,00
	Şubat	439,00	110,3
	Mart	81,88	-

Kaynak: TCMB

1999 da 10 milyarı doları aşan bankaların açık pozisyonları 2000 yılının ilk dokuz ayında 20 milyar dolara kadar yükselmiştir. Döviz talebindeki artışın faiz oranlarındaki artış ile frenlenmeye çalışılması sonucu 2000 Kasım ayında gecelik faiz oranı %38,4'den %79,4'e kadar yükselmiştir. Merkez bankası brüt rezervleri ise iki haftada 24,4 milyar dolardan 18,9 milyar dolara inmiştir. Piyasada oluşan panik havasının yaygınlaşması sonucu bazı bankalara tasarruf mevduat ve sigorta fonu (TMSF) tarafından el konulmuştur (Danışoğlu, 2007). 15 Kasım'da 13256 olan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (IMKB) 100

Endeksi hızla düşerek 4 Aralık'ta 7329 puana gerilemiştir (Törüner, 2001).

Kasım 2000'de meydana gelen kriz özü itibariyle finansal bir krizdir. Bankacılık kesiminin kırılgan ve sığ yapısı mevcut olan makroekonomik dengesizlikler ile birleşince hızlı bir biçimde krize evirilmiştir. Krizin reel ekonomi üzerinde de oldukça önemli sonuçları olmuş ekonomi önemli ölçüde küçülme yaşamış, işsizlik artış trendine girmiştir. Krizin hemen ardından IMF'den 7,5 milyar dolarlık bir ek rezerv kolaylığı sağlanmıştır. Ancak sağlanan bu ek kredi kısa vadeli ve olukça yüksek maliyetli olmuştur (Güloğlu, 2001).

Kasım krizinden sonra sağlanan 7,5 milyar dolarlık ek kredi ile ekonomide bir rahatlamanın yaşandığı görülmektedir. Merkez bankası rezervleri toparlanmış, Aralık'ta %98 civarında seyrede gecelik faiz oranları Ocak ayında %42 seviyesine gerilemiştir. IMKB Ocak ayında toparlanma sürecine girmiş, doğrudan yabancı yatırımlarda ve portföy yatırımlarında artış sağlanmaya başlanmıştır (Törüner, 2001).

Piyasada oluşan olumlu havaya karşın yüksek kamu borçlanma gereği, bankacılık sektöründeki kırılganlık ve ekonomide var olan diğer kronik sorunlar devam etmektedir. Nitekim iyimser hava uzun sürmemiş piyasada, bankacılık sektörünün var olan açık pozisyonlarından ötürü sorun yaşanacağı beklentisi ve beraberinde gelişen siyasi gerginlik kısa sürede spekülatif atakların başlamasına ve bir döviz krizinin patlak vermesine neden olmuştur. Ocak da ortalama %42 seviyesinde olan gecelik faiz oranları şubat ayında %439'a kadar yükselmiştir. Türk Lirası pozisyonundaki yatırımcıların dolara

yönelmesi ile birlikte döviz kuru üzerinde baskı artmıştır. Merkez bankası döviz kurunu kontrol altında tutabilmek amacıyla yaklaşık 5,2 milyar dolarlık bir müdahalede bulunmasına karşın iki gün içinde dolar kurunda % 40'lık bir artış gerçekleşmiştir. Merkez bankası 21 Şubat itibariyle kur çıpasından vazgeçerek dalgalı kura geçtiğini ilan etmek zorunda kalmıştır (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002).

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin ekonomiye etkisi oldukça olumsuz olmuştur. Yüksek faizler ve enflasyonun yanı sıra Türk Lirasının devalüe edilmesi bankacılık sektörünün açık pozisyonlarının artmasına reel sektörün kredi maliyetlerinin yükselmesine yol açmıştır. Ekonomi kısa süre içinde %6 oranında daralmış işsizlik oranları yükselmiş ve reel ücretler düşmüştür.

Yaşanan bu iki kriz neticesinde Türkiye 15 Mayıs 2001 tarihinde Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı olarak adlandırılan istikrar programını ilan etmiştir. Yeni istikrar programının 1999 programından farkı döviz çıpası yerine dalgalı kuru politikasını benimsenmiş olmasıdır. Bu kapsamda yeni programın ana hedefleri ise; yapısal reformların ve özelleştirilmelerin hızlanarak devam etmesi, enflasyon ile mücadele, ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği için uygun ekonomik ortamın yaratılması, gelir dağılımında adaletin sağlanması, olumsuz dış borç dinamiğinin kırılması, kamu kesimi açıklarının azaltılması için bankacılık kesimine yeniden işlerlik kazandırılması ve bununla uyumlu olacak biçimde para ve mali piyasaların yeniden düzenlenmesidir. Bu hedefler çerçevesinde program şu temel ilkeleri benimsemiştir. Dalgalı kur sistemi içinde enflasyonla mücadeleyi

kesintisiz ve kararlı bir biçimde sürdürmek, bankacılık sektöründe kamu ve TMSF bünyesindeki bankalar başta olmak üzere hızlı ve kapsamlı bir yeniden yapılandırılması, böylece bankacılık kesimi ile reel sektör arasında sağlıklı bir ilişki kurmak. Kamu finansman dengesini bir daha bozulmayacak bir biçimde güçlendirmek. Toplumsal uzlaşmaya dayalı, fedakârlığın tüm kesimlerce adil bir biçimde paylaşılmasını öngören ve enflasyon hedefleri ile uyumlu bir gelirler politikası sürdürmek. Bütün bunları etkinlik, esneklik ve şeffaflık ile sağlayarak yapısal unsurların yasal altyapısını oluşturmak (TCMB, 2001).

SONUÇ

20.yüzyıl küresel ekonomide önemli ve yapısal değişimlerin yaşandığı bir dönemdir. Savaş sonrası dönemde 1929 krizi ile birlikte kapitalizmin düzenleyici formu ağır basmıştır. Kapitalizmin altın çağı olarak da ifade edilen İkinci Savaştan sonra 1970'lerin ortalarına kadar olan dönemde bankalar ve diğer finansal kuruluşlar yakından denetlenmiş ve çok az sayıda finansal spekülasyon yaşanmıştır. Finans ve bankacılık dünyasında riskin az olduğu daha geleneksel faaliyetler ağır basmaktadır. Ancak 1970'li yılların başında ödemeler bilançosu açıkları, uluslararası özel sermaye hareketlerindeki artış ve ABD doları ile altın stokunun denkleşmeme sorunları, düzenleyici kapitalizmin başarısız olmasına ve Bretton Woods siteminin çökmesine neden olmuştur. 1970'li yıllar da ise Neo-liberalizm, kapitalizmin yeni ekonomik sistemi olmuştur. Bu yeni sistem, sadece malların ve hizmetlerin değil, her türlü finansal varlığın ve sermayenin uluslararası serbest dolaşımına sınırsız bir biçimde izin vermektedir. Bu yeni uluslararası ticaret ve yatırım sistemi, IMF, Dünya Ticaret Örgütü ve çeşitli bölgesel kuruluşlar da dâhil olmak üzere çeşitli kurumlar tarafından bir dizi anlaşma ve sözleşmeyi küresel ölçekte yürürlüğe koymuştur. Bunun en önemli sonuçlarından biri de küresel ölçekte finansal entegrasyondur. Küresel ekonomideki bu yapısal değişim gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkeleri, farklı finansal gelişmişliğe, farklı kurumsal gelişmişliğe sahip ülkeleri aynı küresel finans sistemine entegre etmeye çalışmıştır.

Finansallaşma sonrası bu yenidünya sisteminin krizleri önceki dünya krizlerinden nedenleri itibariyle de farklılık gösterdiği görülmektedir. Birçok faktör bu krizlerin yaşanmasında etkili olmuştur. Piyasa başarısızlıkları, politika başarısızlıkları gibi içsel nedenlerin yanı sıra dünya sisteminin birçok ülkede uyguladığı Neo-liberal dönüşüm deregülasyon ve serbestleşme gibi dışsal nedenler de finansal krizlerin ortaya çıkmasında etkili olmuştur. Etki eden faktörlerdeki bu farklıklar 1980'lerden sonra krizleri açıklamaya yönelik farklı yaklaşımların ve teorilerin geliştirilmesinde ve ayrıca krizlerin çözümüne ilişkin farklı politika uygulamalarının oluşmasına katkı sağlamıştır.

Nitekim kitabın ilgili bölümlerinde bu krizlerin kökenine ilişkin bazı yaklaşımlar finansal krizleri asimetrik bilgi teorisinden hareketle açıklamaya çalışmış, bu bağlamda ters seçim ve ahlaki riziko sorunlarının vurgu yapmış, bazı yaklaşımlar ise makroekonomik göstergelerdeki çevrimsel bozulmalara; para, maliye ve döviz kuru politikaları arasındaki uyumsuzlukları sebep olarak göstermiştir. Diğer bazı yaklaşımlar ise finansal aktörlerin geleceğe ilişkin iyimser beklentileri, yüksek getiri vadeden ve yüksek risk taşıyan projelere yatırım yapmalarına yani ekonomik ajanların irrasyonel davranışlarının etkilerini ön plana çıkarırken, küresel ekonomideki yapısal değişimin neden olduğu finansal serbestleşme politikalarının olumsuz sonuçlarının etkilerini vurgulayan yaklaşımlar da söz konusudur. Bu sıralanan unsurların hepsinin krizlerin oluşumunda katkı sağladığı söylenebilir. Ama diğer taraftan finansal krizler birbirinden farklıdır ve nedenleri itibariyle kendine özgü unsurları da

içermektedirler. Nitekim bir kriz için uygulanan politikalar, bir diğer kriz için çözüm olmayabilmektedir.

Finansal piyasaların küreselleşmesiyle beraber 1980'den sonra yaşanan 1987 dünya borsalarının çöküşü, 1992/93 Avrupa döviz kuru krizi, 1994/1995 Meksika krizi, 1997 Doğu Asya krizi, 1998 Rusya krizi, 2001/2002 Arjantin krizi, 2007/2008 küresel mortgage krizi ve ayrıca 1978-1979, 1995, Kasım 2000- Şubat 2001 Türkiye krizlerinin ortaya çıkışında bahsedilen bu saikler tamamını az ya da çok derecede bir etkisinin olduğu söylenebilir. Ancak meydana gelen krizlerin yayılma etkileri, toplumda ve ekonomide neden olduğu değişimler, krizlerin süreleri ve krizden çıkış için uygulanan politika bileşenleri birbirinden farklı olmuştur.

Örneğin 1987'de yaşanan dünya borsalarının çöküşünde, aşırı değerlenme, likidite darlığı ve temelde yeni teknolojilerin finansa sektörüne adapte edilmesiyle beraber bilgisayar tabanlı borsa işlemlerinin uygulanması, portföy sigortası gibi o zamana göre inovatif sayılabilecek yeni ürünlerin geliştirilmesinin neden olduğu aşırı güven ve risk oluşumu, asimetrik bilgi gibi çeşitli faktörlerin etkisinden bahsedilebilir. Bu krizin dünya piyasalarına yayılımı da bilgisayar tabanlı işlemler ve bu sayede dünya borsalarının birbiriyle bağlanması nedeniyle çok hızlı olmuştur. Ancak etkisi itibariyle yaşanan birçok krizle kıyaslandığında, derin ekonomik ve toplumsal yaralar açtığını söylemek mümkün değildir. İronik bir biçimde krizin oluşmasında inovatif gelişimlerin etkisi olmasına karşın krizden sonra

tekrarlanmaması için alınan önlemler de “devre kesici” gibi inovatif olmuştur.

Diğer taraftan Meksika krizinin ya da diğer Latin Amerika krizlerinin, hatta 1997 Rusya krizinin nedeni 1987 Krizinde farklıdır. Bu ülkelerde krizin önemli bir nedeni finansal piyasaların liberalizasyonu ile beraber sermaye akımlarının bu kontrolsüz girişidir. Ancak tek neden olarak finansal liberalizasyonu göstermek eksik bir analizdir. Liberalizasyonun kırılgan hale getirdiği Latin Ülkelerinde bu tür krizlerin yanşamasının diğer nedenleri arasında dış şoklar, siyasi çalkantılar, uygulanan yanlış ekonomi politikalarının, cari açık, enflasyon gibi temel makroekonomik göstergelerdeki bozulmaların da etkisinin olduğu bir gerçektir. Ayrıca Latin ülkeleri gibi gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerin ekonomik ve toplumsal etkileri de çok sarsıcı olmuştur. Gelişmekte olan bu ülkelerde krizlerden çıkış için uygulanan politikaların her zaman beklenen sonucu verdiğini söylemekte çok güçtür. Nitekim kitabın ilgili bölümlerinde detaylı bir biçimde ele alındığı üzere uluslararası kuruluşların denetimi altında uygulanan istikrar programlarının bu ülkelerde çoğu kez başarısız olduğu, ülkelerin politika seçeneklerini kısıtladığı ve gelecekte yaşanacak krizlerinde öndeleyicisi olduğu bir gerçektir.

Son tahlilde, küreselleşme öncesi ve sonrası çok sayıda kriz yaşanmıştır. Benzer krizlerin gelecek yıllarda da çıkış nedenleri ya da kaynakları açısından farklılaşma olsa da yaşanması kaçınılmaz görülmektedir. Çünkü iktisat özü itibariyle bir devrevi hareketi

içermektedir. Bu süreçte ekonomiler daralma ve toparlanma süreçleri içinde yer alacaktır. Önemli olan krizlerin yarattığı sosyal ve ekonomik etkilerin ya da maliyetlerin minimize edilebilmesidir. Bunun için küresel anlamda yapısal reformların tamamlanması, ekonomik ve sosyal politikaların yeniden düzenlenerek sürdürülebilir bir düzeye ulaştırılması ve bu sürecin tüm dünya ülkelerine yayılmasının sağlanması önem arz etmektedir. Ekonomin küresel bir bütün olarak ilerlediği bu yüzyılda krizlerin etkilerinin azaltılması ve yayılma sürecinde oluşacak negatif dışsallıkların önüne geçilmesi alınacak bu önlemlerin küresel bir politika olarak belirlenmesi ile mümkün olacaktır.

KAYNAKÇA

Aghion, P., Philippe B., Abhijit B. (2001) Currency Crises And Monetary Policy In An Economy With Credit Constraints, *European Economic Review* 45, 1121–1150.

Allen, F., Gale, D. (1998). Optimal Banking Crises, *Journal of Finance*, Vol.53, issue 4, 1245-1284.

Alpay, Y., Alkin, E. (2017). Olaylarla Türkiye Ekonomisi. İstanbul: Hümanist Kitap.

Altıntaş, H. (2004). Bankacılık Krizleri, Nedenleri ve Ekonomik Maliyetleri, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 22, Ocak-Haziran 2004, 39-61.

Altıntaş, M. A. (2017). Bankacılıkta Risk ve Sermaye Yönetimi. Ankara: Turhan Kitabevi.

Amihud, Y., Mendelson, H., Wood, R. (1990). Liquidity And The 1987 Stock Market Crash, *Journal of Portfolio Management*, 16(3), 65-69.

Artun, T. (1985). Türk Mali Sistemi 1980-1984: Değişim Ve Maliyeti. Bırakınız Yapsınlar Bırakınız Geçsinler: Türkiye Ekonomisi 1980-1985 içinde, 36-71, İstanbul: Bilgi Yayınevi.

Asian Development Outlook 1999, Economics and Development Resource Center, Asian Development Bank.

Aslund, A. (1999). Russia's collapse, *Foreign Affairs*, 78, 64–77.

Aymanns, C., Farmer, J. D. (2015). The Dynamics Of The Leverage Cycle, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Volume 50, 155-179.

Bağımsız Sosyal Bilimciler (2007). IMF Gözetiminde On Uzun Yıl, 1998-2008: Farklı Hükümetler, Tek Siyaset. İstanbul: Yordam Kitap.

Bahçe, S. A. K. (2014). Minskian Yaklaşımla Türkiye'de Finansal Kırılganlık, *Ekonomik Yaklasim*, 25(90), 1-19.

Bakkal, S., Alkan, M. (2011). 2008 Finansal Krizi Ve Bu Dönemde Bankacılık Sektörünün Kar Etme Nedenleri (Vol. 32). Hiperlink eğit. ilet. yay. san. tic. ve ltd. sti.

Bayar, Y. (2014). Euro Bölgesi Borç Krizi İle Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizinin Karşılaştırmalı Analizi, *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 22, 211-231.

Bedirhanoğlu, P., (2004). Gorbaçov'dan Yeltsin'e Rusya'da Farklı Reform Pratikleri ve Neoliberalizm. (ed: Dedeoğlu ve T. Subaşat). "Kalkınma ve Küreselleşme". İstanbul: Bağlam Yayıncılık, 275-313.

Berksoy, T. (1982). Türkiye'de İstikrar Arayışları ve IMF, IMF İstikrar Politikaları ve Türkiye içinde, 147-197, Ankara: Savaş Yayınları.

Berksoy, T. (1985). 1980'lerde Dış Ekonomik İlişkiler". Bırakınız Yapsınlar Bırakınız Geçsinler: Türkiye Ekonomisi 1980-1985 içinde, 131-158, İstanbul: Bilgi Yayınevi.

Bernhardt, D., Eckblad, M. (2013). Stock Market Crash Of 1987. Federal Reserve History. Erişim Yeri: https://www.federalreservehistory.org

Bernanke, B. S. (2007). Speech At the Credit Chanel on Monetary Policy in the Twenty First Century Conference, Federal Reserve Bank of Atlanta, Atlanta, Georgia. June 15, p. 1-6.

Bianco, K. M. (2008). The Subprime Lending Crisis: Causes And Effects Of The Mortgage Meltdown. New York, NY: CCH, Wolters Kluwer Law & Business.

Boratav, K. (1989). Türkiye İktisat Tarihi (1908-1985), 2. Baskı, İstanbul: Gerçek Yayınları

Bordo, M. D. (1990). Financial Crises, Banking Crises, Stock Market Crashes and Money Supply. F. Capıe And G.E. Wood (Ed.), Financial Crises and World Banking System, London: Macmillan.

Bordo, M. D. (2008). An historical perspective on the crisis of 2007-2008 (No. w14569). National Bureau of Economic Research.

Bordo, M. D., Meissner, C. M., Stuckler, D. (2010). Foreign Currency Debt, Financial Crises And Economic Growth: A Long-Run View, *Journal of international Money and Finance*, 29(4), 642-665.

Boughton, J. (2001). 10 Growth, the Elusive Goal: 1985–87. In Silent Revolution: The International Monetary Fund, 1979-89. USA: Internatıonal Monetary Fund.

Brownbridge, M., Kirkpatrick, C. (1999). Financial sector regulation: The lessons of the Asian crisis, *Development Policy Review*, 17(3), 243-266.

Buck T., Arnold, M. (2020). Chazan G., Cookson C. Coronavirus Declared A Pandemic As Fears Of Economic Crisis Mount. https://www.ft.com/content/d72f1e54-6396-11ea-b3f3-fe4680ea68b5

Burhan, V., Mustafaoğlu, Z. (1998). Rusya Krizi Ve Türkiye Üzerine Muhtemel Etkileri, DPT.

Calvo, G. A., Izquierdo, A., Loo-Kung, R. (2006). Relative Price Volatility under Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects, *Journal of International Economics*, Vol. 69, 1, 231-54.

Canbay, Ş. (2018). Finansal Serbestleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Kontrolü Ve Mevcut Risklere Karşı Önlemler. *Fırat Üniversitesi Uluslararası İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 2(1), 1-24.

Caprio, G., Arner, D. W., Beck, T., Calomiris, C. W., Neal, L., Veron, N. (2012). Handbook Of Key Global Financial Markets, Institutions, And Infrastructure. Washington: Elsevie.

Chang, R., Velasco, A. (1999). Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy. NBER Working Paper Series No. 7272, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

Chossudovsky, M. (1997). Global Financial Crisis, *Economic and Political Weekly*, Vol. 32, No. 43 (Oct. 25-31), 2794-2796.

Claessens, S. (1995). The emergence of equity investment in developing countries: overview. *The World Bank Economic Review*, *9*(1), 1-17.

Claessens S., Kose, A. (2013). Financial Crises Explanations, Types, and Implications. IMF Working Papers 13/28, International Monetary Fund.

Copelovitch, M. S. (2010). The International Monetary Fund in The Global Economy: Banks, Bonds, And Bailouts. Newyork: Cambridge University Press.

Corsetti, G., Pesenti, P., Roubini, N. (1998). What Caused the Asian Currency and FinancialCrisis?. NBER Working Paper, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

Coşkun Y, Çetin M. (2018). Menkul Kıymet Borsalarında Piyasa Mikro Yapısı: Tasarım ve Riskler. Gündoğdu, A. (Ed.). Finansın Temel Teorileri, İstanbul: Beta Yayınları.

Çakmak, U. (2007a). Para Krizi Modellerine İlişkin Bir Değerlendirme, *Ekonomik Yaklaşım*, 18(62), 1-31.

Çakmak, U. (2007b). Kriz modelleri çerçevesinde Türkiye 2001 finansal krizinin değerlendirilmesi. *Gazi Universitesi Iktisadi ve Idari Bilimler Fakultesi Dergisi*, *9*(1), 81-101.

Danışoğlu, Ç., A. (2007). Para Krizleri: Türkiye'de Yaşanmış Krizlerin Değerlendirilmesi. *Sosyal Bilimler Dergisi*, (2), 1-11

Daseking, M. C., Ghosh, M. A. R., Lane, M. T. D., Thomas, M. A. H. (2005). Lessons from the Crisis in Argentina (No. 236). International Monetary Fund.

De La Torre, A., Yeyati, E. L.ve Schmukler, S. (2002). Argentina's Financial Crisis: Floating Money, Sinking Banking, NBER Conference on Exchange Rate Crises in Emerging Markets: The Argentina Crisis, http://www.nber.org/crisis/argentina_bg.html.

Dinç, Y. (2016). Bankacılığın Ekonomiye Katkıları. (A.Gündoğdu Ed), Finansal Piyasalar ve Kurumlar: Teori ve Türkiye Uygulamasına Güncel Bir Bakış, Ankara: Seçkin Yayıncılık.

Dooley, M. P., (1999). Origins of the Crisis in Asia. Hunter, (Ed.) W. C. Kaufman, G. G. ve Krueger T., H., The Asian Financial Crisis: Origins, Implications and Solutions. Boston: KluwerAcademic Publishers.

Dornbusch, R. Reynoso, A. (1989). Financial Factors in Economic Development, *American Economic Review*, Vol:79, Issue:2, 204-209.

Dornbusch, R., Werner, A., Calvo, G., & Fischer, S. (1994). Mexico: Stabilization, Reform, And No Growth, *Brookings papers on economic activity*, 1994(1), 253-315.

Dornbusch, R., Park, Y. C., Claessens, S. (2000). Contagion: How It Spreads And How It Can Be Stopped, *World Bank Research Observer*, 15(2), 177-197.

Doruk, Ö. T. (2019). İktisat Okullarında Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal Kriz Yaklaşımı: Türkiye'de 2001 Finansal Krizi Üzerine Post Keynesyen Bir Analiz. *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(3), 95-105.

Ekzen, N. (1980). Stabilizasyon Paketinin 1958, 1970 ve 1978-1979 Paketleri İle Karşılaştırmalı Analizi. Türkiye'de ve Dünyada Yaşanan Ekonomik Bunalım içinde,165-187, İstanbul: Yurt Yayınları.

Esen, O. (1998). Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları. *Ekonomik Yaklaşım*, 9(30), 59-70.

Feldstein, M. (2002). Argentina's Fall: Lessons from the Latest Financial Crisis, *Foreign Affairs*, 81(2), 8-14.

Felix, D. (2003). The Past As Future? The Contribution Of Financial Globalization To The Current Crisis Of Neo-Liberalism As A Development Strategy. Working Paper Series No:69, University of Massachusetts Amherst.

Fırat, E. (2009). Türkiye'de 1980 Sonrası Yaşanan Üç Büyük Kriz Ve Sonuçlarının Ekonomi-Politiği, *SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 9(7),501-524.

Flood, R. P., Garber, P. M. (1984). Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples, *Journal Of International Economics*, 17(1-2), 1-13.

Flood, R., Marion, N. P. (1997). Policy Implications of "Second-Generation" Crisis Models, *IMF Staff Papers*, Vol.44, No.3, 383-390.

Fratianni, M., Marchionne, F. (2009). The Role of Banks in the Subprime Financial Crisis, *Review of Economic Conditions in Italy*,1, 11-48.

Friedman, F., Schwartz, A. J. (1963). Money and Business Cycles, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 45, No. 1, Part 2, 32-64.

Gil-Díaz, F., Carstens, A. (1996). One Year Of Solitude: Some Pilgrim Tales About Mexico's 1994-1995 Crisis. *The American Economic Review*, *86*(2), 164-169.

Gordon, R. J. (2000). The Aftermath Of The 1992 ERM Breakup: Was There A Macroeconomic Free Lunch?. In Currency Crises. University of Chicago Press.

Grabel, I. (1996). Marketing The Third World: The Contradictions Of Portfolio Investment in the Global Economy, *World Development*, 24(11), 1761-1776.

Güloğlu, B. (2001). İstikrar Programından İstikrarsızlığa: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri, *Yeni Türkiye Dergisi*, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, 7(41), 526-532.

Güloğlu, B., Altınoğlu, E. (2002). Finansal Serbestleşme Politikaları Ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya Ve Türkiye Krizleri, *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, (27), 107-134.

Gürgün, G. (2020). Belirsizlik Kavramı, Belirsizlik Ölçütleri ve Belirsizliğin Makroekonomik Etkileri Üzerine Bir İnceleme. *Ataturk University Journal of Economics & Administrative Sciences*, 34(1), 21-38.

Hemmelgarn, T., Nicodeme, G. (2010. The 2008 Financial Crisis and Taxation Policy (January 2010). CESifo Working Paper Series No. 2932.

IMF (1999a). World Economic Outlook. Washington D.C: International Monetary Fund.

IMF (1999b). Russian Federation: Recent Economic Developments. IMF Staff Country Report No. 99/100

IMF (2000). Recovery from the Asian Crisis and the Role of the IMF. International Monetary Fund.

IMF (2000). Transition Economies: An IMF Perspektife on Progress and Prospects, Issues Brief.

IMF (2008). Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness, April 2008. International Monetary Fund.

Işık, S., Duman, K., Korkmaz, A. (2004). Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(1), 45-69.

İşcan, İ. H., Hatipoğlu, Y. Z. (2010). Rusya'nın Serbest Piyasa Anlayışı ve Küresel Kriz, In *International Conference on Eurasian Economies. Bilecik University*. https://www.avekon.org/papers/134.pdf

İşcan, İ., Hatipoğlu, Y. (2011). Rusya'da Serbest Piyasa Ekonomisine Geçiş Süreci Ve 2008 *Küresel Krizi. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 61(1), 177-237.

Karaçor, Z. (2006). Öğrenen Ekonomi Türkiye: Kasım 2000-Şubat 2001 Krizinin Öğrettikleri. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (16), 379-391.

Karluk, R. (1996). Uluslararası Ekonomi, Genişletilmiş ve Yenilenmiş 4. Bası. İstanbul: Beta Yayınevi.

Kazgan, G. (2012). 08 Küresel Krizi: Nedenleri, Etik Ilkeleri ve IktisatEğitimi, Discussion Paper, No. 2012/98, Ankara: Turkish Economic Association,

Kepenek, Y., Yentürk, N. (1994). Türkiye Ekonomisi. İstanbul: Remzi Kitabevi

Keyder, N., İmer, E. E. (2012). Para: teori, politika, uygulama. İstanbul: Seçkin Yayıncılık.

Kibritçioğlu, A. (2001). Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001". *Yeni Türkiye Dergisi*, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Cilt 1, Yıl 7, Sayı 41.

Kindleberger, K. C., Aliber, R. (2005). Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises. London: Palgrave Macmillan.

Kregel, J. (1998). Yes, 'It' Did Happen Again-A Minsky Crisis Happened in Asia. Working Paper No. 234. The Jerome Levy Economics Institute.

Krueger, A., Tornell, A. (1999). The Role of Bank Restructuring in Recovering From Crises: Mexico 1995-98, *NBER Working Paper*, No. 7042.

Krugman, P. (1979). A Model of Balance of Payments Crises. *Journal of Money*, Credit and Banking, Vol. 11/3, 315-325.

Krugman, P., (1999). Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises, *International Tax and Public Finance*, Vol. 6, No. 4, 459-472.

Krugman, P. R., Rogoff, K. S., Fischer, S., McDonough, W. J. (1999). Currency Crises. In International Capital Flows (pp. 421-466). University of Chicago Press.

Kosters, M. H., Meltzer, A.H. (1991). International Competitiveness in Financial Services. *A Special Issue of the Journal of Financial Services Research*. Springer, Netherlands.

Kumar, N., Singh, J. P. (2013). Global Financial Crisis: Corporate Governance Failures And Lessons, *Journal of Finance, Accounting and Management*, 4(1), 21-34

Kutlu, H. A., Demirci, N. S. (2011). Küresel Finansal Krizi (2007-?) Ortaya Çıkaran Nedenler, Krizin Etkileri, Krizden Kısmi Çıkış ve Mevcut Durum, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (52), 121-136.

Kühnhausen, F. (2014). Financial Innovation and Financial Fragility, Munich Discussion Paper No. 2014-37. Erişim adresi: https://epub.ub.uni-muenchen.de/21173/

Laeven, L., Valencia, F. (2013). Systemic Banking Crises Database, *IMF Economic Review*, 61(2), 225-270.

Lane, P.R. (2013). Financial Globalisation and the Crisis. *Open Econ Review*, 24, 555–580.

Lerner, J. T. (2011). The Consequences Of Financial İnnovation: A Counterfactual Research Agenda, NBER Working Paper, No. 16780.

Levenson, A. (2009). Unprecedented Policies Steering Economy Back To Growth, In *T. Rowe Price Report*. Issue No. 103, Spring 2009.

Llewellyn, D. (2008). Financial innovation and a new economics of banking: Lessons from the financial crisis. T.T. Mboweni (Ed.). Proceedings of the conference on "Challenges for Monetary Policy-makers in Emerging Markets"

Markham, J. W., Stephanz, R. M. (1987). The Stock Market Crash of 1987 -The United States Looksat New Recommendations, *Georgetown Law Journal*, 1987-1988,76, 1993–2045.

Marshall, D. (1998). Understanding the Asian Crisis: Systemic Risk as Coordination Failure, *Economic Perspectives*, No. 3, 13-28.

Martinez, G. O. (1998). What Lessons Does The Mexican Crisis Hold For Recovery in Asia?. *Korea*, 2(4-9), 2-8.

Merton, R. C., Zvi B. (1995). A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment. Boston: Harvard Business School Press.

Minsky, H., P. (1977). A Theory of Systemic Fragility. E.I. Altman and A. W. Sametz (Ed.), Financial Crises, New York: Wiley.

Minsky, H., P. (1995). Financial Factors in the Economics of Capitalism. Benınk, H. A. (Ed.), Coping with Financial Fragility and Sytemic Risk, Kluwer Academic Publishers.

Mishkin, F. S. (2011). Para, Bankacılık ve Finansal Piyasalar İktisadi. İstanbul: 3D Yayınevi.

Mishkin, F. S. (2013). The Economics Of Money, Banking And Financial Markets. (3rd ed). Pearson.

Nguyen, A. P., Enomoto, C. E. (2009). The Troubled Asset Relief Program (TARP) and the financial crisis of 2007-2008. *Journal of Business & Economics Research* (JBER), 7(12). 91-106.

Nicola, M., Alsafi, Z., Sohrabi, C., Kerwan, A., Al-Jabir, A., Iosifidis, C., Agha, R. (2020). The Socio-Economic Implications Of The Coronavirus Pandemic (COVID-19): *A Review. International Journal Of Surgery,* (London, England), 78, 185.

Obstfeld, M., Rogoff, K. (1986). Ruling Out Divergent Speculative Bubbles, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 17, No. 3, 349-362.

Özel, S. (2005). Global Finansal Krizler, 1. Baskı, İstanbul: Deniz Kültür Yayınları, No:13.

Pagano, M.,Volpin, P. F. (2010). Credit Ratings Failures and Policy Options, *Economic Policy*, Vol. 25, Issue 62, 401-431.

Perry, G., Serven, L. (2002). The Anatomy of a Multiple Crisis: Why Was Argentina Special and What Can We Learn Form It. World Bank Working Paper.

Pescatori, A., Amadou N. R. (2004). Debt Crises and the Development of International Capital Markets. IMF Working Paper 04/44, Washington, DC: International Monetary Fund.

Pinto, B., Gurvich, E., Ulatov, S. (2005). Lessons from the Russian Crisis of 1998 and Recovery. (Ed.) Aızenman, J., Pınto, B. “Managing Volatility and Crises: A Practitioner's Guide”, New York: Cambridge University Press

Pou, P. (2000). Argentina's Structural Reforms of the 1990s. *Finance and Development*, 37(1), 13.

Poterba, J. (1984). Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset-Market Approach, *The Quarterly Journal of Economics*, 99(4), 729-752.

Pritsker, M. (2000) The Channels for Financial Contagion. Unpublished manuscript, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC, January.

Radelet, S., Sachs, J. (1998). The Onset of the East Asian Financial Crisis. NBER Working Paper Series No. 6680, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

Reinhart, C. M., Rogoff, K. S (2009). This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton: Princeton University Press.

Ranki, S.(1996). Realignment Expectations in the ERM: Causes and Measurement, Scientific Monographs. Helsinki: Bank of Finland Studies

Rose, A. K., Spiegel, M. M. (2012). Cross-Country Causes And Consequences Of The 2008 Crisis: Early Warning. *Japan and the World Economy*, 24(1), 1-16.

Sachs, Jeffrey D., (1984). Theoretical Issues in International Borrowing, Princeton Essays in International Finance. No. 54, Princeton, New Jersey: Princeton University.

Salant, S. W., Henderson, D. W. (1978). Market Anticipations Of Government Policies And The Price Of Gold, *Journal Of Political Economy*, 86(4), 627-648.

Salinas-Leon, R. (1996). Between Mercantilism and Markets: An Analysis of Privatization in Mexico. Anderson, T., L, Hill, P.,J. (Ed) The Privatization Process: A Worldwide Perspective. Boston: Rowman and Littlefield Pub. 177-207

Salvatore, D., Campano, F. (2010). The Asian Financial Crisis and Warning Indicators-Then and Now, *East Asia Law Review*, 5, 1.

Saxton, J. (2003). Argentina's Economic Crisis: Causes And Cures. In Testimony Before The Joint Economic Committee Of The United States Congress, June. (http://www. house. gov/jec/imf/06-13-03. pdf (17 May 2020).

Schamis, H. E. (2002). Argentina: Crisis And Democratic Consolidation. *Journal Of Democracy*, 13(2), 81-94.

Seyidoğlu, H. (2011). Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4 (2), 141-156.

Seval, B. (1994). Kredilendirme Süreci ve Kredilerin Yapılandırılması. İstanbul: İ.Ü. İşletme Fakültesi yayını.

Sevilla, C. R. (1995). Explaining the September 1992 ERM Crisis: The Maastricht Bargain and Domestic Politics in Germany, France, and Britain, European Community Studies Association, Fourth Biennial International Conference, Charleston.

ShiJian, W. L. Z. (2009). When Will the US Subprime Lending Crisis Bottom Out, *Journal of Guangdong University of Foreign Studies*, (1),7.

Shiller, R. J. (1988). Portfolio Insurance And Other Investor Fashions As Factors in The 1987 Stock Market Crash. *NBER Macroeconomics Annual*, 3, 287-297.

Sönmez, S. (1998). Dünya Ekonomisinde Dönüşüm: Sömürgecilikten Küreselleşmeye. Ankara: İmge Kitabevi.

Sutela, P. (2000). The Financial Crisis In Russia. In Global Financial Crises (pp. 63-73). Springer, Boston, MA.

Şahin, H. (1998). Türkiye Ekonomisi: Tarihsel Gelişimi-Bugünkü Durumu. İstanbul: Ezgi Kitabevi.

Şen, H., Demirhan, E. (2004). Arjantin Gerçeği: Mucizeden Felakete Sürükleniş, *Finans–Politik ve Ekonomik Yorumlar*, (487), 70-80.

Şenses, F. (2004). Neoliberal Küreselleşme Kalkınma İçin Bir Fırsat mı, Engel mi?, *Kalkınma ve Küreselleşme*, *1*, 13-54.

Şiriner, İ., Kapucu, H., Aydın, M., Morady, F., Çetin, Ü. (2010). Politik İktisat ve Adam Smith. İstanbul: Yön Yayınları.

TCMB (2001). Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, www.tcmb.gov.tr.

Toprak, M. (2001). Yükselen Piyasalarda Finansal Kriz, Yeni Türkiye No. 42, 854-889.

Tokucu, E. (2012). Hyman Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Çerçevesinde Finansal Krizler Ve Çözüm Önerileri, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, Cilt 67, No. 2, 2012, 189-212.

Törüner, Y. (2001). Kasım-Aralık 2000 Krizinin Hikayesi, *Yeni Türkiye Dergisi*, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, 7(41), 531-541.

Truman, E. M. (2002). Economic Policy and Exchange Rate Regimes: What Have We Learned in the Ten Years since Black Wednesday?. LSE Financial Markets Group.

Tunçsiper, B., Yakut, Ş. (1998). Avrupa Birliği'nin Ekonomik Parasal Birlik Hedefi Ve Türkiye'nin Uyumu, *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1(1), 100-119.

Turgut, A. (2006). Finansal Krizlerde Imf'nin Rolü Ve Önemi: 1997 Asya Ve 2000-2001 Türkiye Krizleri. *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 2006(1), 1-14.

US General Accounting Office. (1988). Financial Markets: Preliminary Observations on the October 1987 Crash.

Uysal, S. (2016). Neo-Liberal Ve Heterodoks Politikalar Kapsamında Arjantin Ekonomisi, *Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi*, Yıl: 4, Sayı: 30, 549-563.

Uyar, S. (2003). Bankacılık Krizleri. Ankara: Ziraat Matbaacılık

Yap, C. W. (2020). China's Factories Struggle to Resume Operations After Virus Shutdown. *Wall Street Journal*.

Yeldan, E. (2016). Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim Ve Büyüme. İstanbul: İletişim Yayınları.

Yentürk, N. (2002). Arjantin Krizi: Dış Borç ile Tango. *İktisat İşletme ve Finans*, 17(193), 51-66.

Yıldırım, E. (2018). 1990'lardan 2000'lere Rusya'da Devletin Dönüşümünün Ekonomi-Politiği: Bir Neo-Otoriter Düzenleyici Devlet Modeline Doğru, *Fiscaoeconomia*, Special Issue, (1),103-140

Yildiz, A. (2012). Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26(1), 23-37.

Varlık, C. (2006). Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Akımlarındaki Ani Durmalar ve Makroekonomik Etkileri, *AİBÜ-İİBF Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, Cilt:3, Yıl:2, Sayı: 3, 76-116.

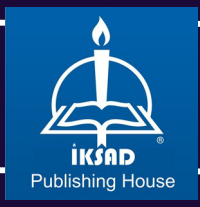
Waggoner, J. (2008). Bailout: What The Rescue Of Bear Stearns And The Credit Crisis Mean For Your Investments. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.

Wise, C., Armijo, L. E., Katada, S. N. (2015). Unexpected Outcomes: How Emerging Economies Survived The Global Financial Crisis. Washington: Brookings Institution Press.

World Bank (2020). Global Economic Prospects 2020, Washington, DC.

Wolfson, M. H, Epstein, G. A. (2013). The Handbook Of The Political Economy Of Financial Crises. New York, NY: Oxford University Press.

Zurlinden, M. (1993). The Vulnerability Of Pegged Exchange Rates: The British Pound in the ERM. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 75(5), 41.


İKSAD
Publishing House