

**T.C.
BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**2008 FİNANSAL KRİZİNDE PARA POLİTİKASI
UYGULAMALARI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Musa BAYIR

Balıkesir, 2012

**T.C.
BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**2008 FİNANSAL KRİZİNDE PARA POLİTİKASI
UYGULAMALARI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Musa BAYIR

Tez Danışmanı
Doç. Dr. Alpaslan SEREL

Balıkesir, 2012

T.C.
BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TEZ ONAYI

Enstitümüzün İktisat Anabilim Dalı'nda **201112505001** numaralı **Musa Bayır'ın** hazırladığı "**2008 Finansal Krizde Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği**" konulu YÜKSEK LİSANS tezi ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliği uyarınca ~~28.05.2012~~ tarihinde yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda tezin onayına OY BİRLİĞİ/~~OY ÇOKLUĞU~~ ile karar verilmiştir.

Başkan.....İmza.....
Unvanı, Adı-Soyadı

Doç.Dr. Hasan Akaroglu

Üye.....İmza.....
Unvanı, Adı-Soyadı (Danışman)

Doç.Dr. Alpaslan Sarısal

Üye.....İmza.....
Unvanı, Adı-Soyadı

Yrd.Doç.Dr. Burak Darcı

Üye.....İmza.....
Unvanı, Adı-Soyadı

Yukandaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylanm.

25.06/2012

Enstitü Müdürü

Doç. Dr. Zübeyde GÜNEŞ YAGCI

ÖNSÖZ

Bu çalışmanın amacı, 2008 finansal krizi boyunca Türkiye’de karşılaşılan para politikası uygulamalarını analiz ederek, TCMB’nin para politikası uygulamaları üzerinde etkili olan faktörleri ve para politikasının finansal kriz sürecinde geçirdiği değişimi ortaya koymaktır. Bu süreçte, diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerle birlikte Türkiye’nin finansal krizden hangi mekanizmalarla ve ne boyutta etkilendiğine dair çıkarımlar yapılarak, para politikası uygulamalarının hangi ekonomik koşullarda uygulandığı ortaya koyulmaya çalışılmıştır.

Tez çalışmam boyunca bana yol gösteren, danışmanım değerli hocam Doç. Dr. Alpaslan SEREL’e, zamanını ve fikirlerini benimle paylaşan Doç Dr. Oktay ÖKSÜZLER’e, gerekli sabır ve özeni göstererek, teşvik edici bir rol üstlenen Doç. Dr. Hasan ABDİOĞLU’na, her türlü konuda tecrübelerini esirgemeyen Dr. Mine BİNİŞ’in şahsında bütün Araştırma Görevlisi arkadaşlarıma ve yüksek lisans dönemim boyunca bilgi ve birikimleriyle bana yardımcı olan tüm İktisat Bölümü Öğretim Üyelerine teşekkürü borç bilirim.

Aynı zamanda bu süreçte göstermiş oldukları destekten dolayı başta sevgili eşim olmak üzere bütün aile fertlerime sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Balıkesir, 2012

Musa BAYIR

ÖZET

2008 FİNANSAL KRİZİNDE PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

BAYIR, Musa
Yüksek Lisans, İktisat Ana Bilim Dalı
Danışman: Doç. Dr. Alpaslan SEREL
2012, 161 Sayfa

2008 Finansal Krizi, küresel boyutta etkileri nedeniyle şimdiye kadar karşılaşılmış en büyük ekonomik krizlerin başında gelmektedir. Amerikan mortgage piyasasında yaşanan aksaklıklar sonucu ortaya çıkan 2008 Finansal Krizi, patlak verdiği 2008 yılı Eylül ayından sonra, kısa sürede bütün küresel finans piyasalarını etkilemiş, sonrasında ise reel piyasalarda büyük bir tahribata yol açmıştır. Finansal krizin bu kadar hızlı yayılması, özellikle 1990'lı yıllardan itibaren, ulusal piyasaların küresel piyasalarla olan ilişkilerinde gitgide birbirine daha bağımlı hale gelmesinden kaynaklanmaktadır. Tezin inceleme konusunu oluşturan Türkiye ekonomisi, finansal krizden 3 temel kanaldan etkilenmiştir. Bunlar; yabancı sermaye girişlerinde yaşanan hızlı düşüşler, dış ticaret ve güven bunalımıdır.

Ekonomiyi yönetenler, temelde iki yönlü politika kullanmaktadır. 2008 Finansal Krizinde, bu politikalardan maliye politikası daha fazla gündemde kalmasına rağmen, para politikasının da krizin etkilerini hafifletmede rol üstlendiğini düşünülmektedir. Özellikle gelişmiş ülkelerde uygulanan, doğrudan likidite genişlemesi şeklindeki politikalar, bu ülkelerin finansal piyasalarının düzelmesinde büyük rol oynamıştır. Gelişmekte olan ülkeler ise, temel hedef olan fiyat istikrarından sapmamak koşuluyla, diğer ekonomik göstergeleri desteklemek için çeşitli para politikaları uygulamıştır.

Türkiye'de uygulanan para politikası, 2008 Eylül ve 2010 yılları arasında, finansal krizle birlikte düşüş gösteren ekonomik aktivitelerde canlılık yaratmayı hedeflemiştir. Bu tarihten sonra ise gelişmiş ülkelerdeki likidite genişlemesiyle birlikte artış gösteren yabancı sermaye girişinin finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak ve aşırı ısınan ekonomide, fiyat istikrarına dair gerekli önlemleri almak şeklinde uygulanmıştır. Bu süreçte, 2001 krizinden sonra gerçekleştirilen bankacılık reformları ve bütçe disiplini sağlamaya yönelik uygulamalar, TCMB'nin finansal kriz karşısında uyguladığı politikalarda esneklik sağlamıştır. Finansal krizin etkilerinin azaldığı, 2010 yılından itibaren Merkez Bankacılığı uygulamalarındaki en önemli değişim, fiyat istikrarının yanında artık finansal istikrara dair hedeflemelerin de yapılmasıdır.

Anahtar Kelimeler: 2008 Finansal Krizi, Para Politikası, Türkiye Ekonomisi.

ABSTRACT
**MONETARY POLICY DURING THE 2008 FINANCIAL CRISIS: CASE OF
TURKEY**

BAYIR, Musa
Master's Thesis, Department of Economics
Adviser: Assoc. Prof. Dr. Alpaslan SEREL
2012, 161 Pages

2008 Financial Crisis is one of the most greatest economic depressions that the world has encountered yet due to it's global effects. The deficiencies in American mortgage sector caused the crisis and effected the whole global financial markets in a short period of time and afterwards it caused to a great damage in real markets since September 2008. The reason that led to spread The Crises so fast is the the dependence of national markets to global ones since 1990s. Turkish economy, which constitutes our research topic was affected from the crisis by three main mechanisms which are; a rapid decrease in foreign direct investments, deteroeting foreign trade and emergence of confidence crisis.

Usually, economic policy makers uses dual policies. Although fiscal policy, was more on the agenda in 2008 crisis, we believe that monetary policy played a role in alleviating the effects of the crisis. Monetary policies carried out such as direct liquidity expansion especially in developed countries played a significant role in restoring financial markets in developed countries. In a similiar vein, developing countries used various policies to stabilize main economic indicators on by focusing not to diverge from the main target of price stability.

Monetary policy in Turkey was carried out with the goal of reviving real sector that badly effected by 2008 Financial Crises between September 2008 and 2010. After 2010, it was executed to achieve two goals. First one is to restrain foreign direct investments due to increasing risk that accompaned by the liquidity expansion in developed countries. Second one is to protect price stability in an over heated economy. In this period, the policies as to maintaining budgetary discipline and the banking reforms those implemented after 2001 crisis, provided a flexibility to Central Bank Of The Republic Of Turkey's policies against the crisis. After the year 2010, in which the effects of the financial crisis had declined, the most imported change in Central Bank policies has been targeting financial stability together with price stability.

Key words: 2008 Financial Crisis, Monetary Policy, Turkish Economy.

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

ÖNSÖZ.....	ii
İÇİNDEKİLER	v
ŞEKİLLER LİSTESİ	viii
ÇİZELGELER LİSTESİ	x
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xi
1. GİRİŞ	1
1. 1. Problem.....	2
1. 2. Tezin Amacı	2
1. 3. Tezin Önemi	2
1. 4. Sınırlılıklar	3
1. 5. Tanımlar	3
2. İLGİLİ ALANYAZIN	4
2. 1. Kuramsal Çerçeve	4
2. 1. 1. Ekonomik Kriz: Kavramsal Çerçeve.....	4
2. 1. 2. Ekonomik Kriz Türleri	6
2. 1. 2. 1. Reel Sektör Krizleri	6
2. 1. 2. 2. Finansal Krizler.....	7
2. 1. 2. 2. 1. Para Krizleri	8
2. 1. 2. 2. 2. Bankacılık Krizleri.....	10
2. 1. 2. 2. 3. Dış Borç Krizleri	10
2. 1. 2. 2. 4. Sistemik Finansal Krizler	10
2. 1. 2. 3. Finansal Kriz Modelleri	11
2. 1. 2. 3. 1. Birinci Nesil Kriz Modelleri(Kanonik Modeller).....	11
2. 1. 2. 3. 2. İkinci Nesil Kriz Modelleri	13
2. 1. 2. 3. 3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri.....	14
2. 1. 2. 4. Finansal Krizlere Neden Olan Faktörler	16
2. 1. 2. 4. 1. Kamu Harcamaları	17
2. 1. 2. 4. 2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	17
2. 1. 2. 4. 3. Döviz Kuru Politikası.....	19
2. 1. 2. 4. 4. Ters Seçim ve Ahlaki Zafiyet(Moral Hazard).....	19
2. 1. 2. 4. 5. Bulaşma Etkisiyle Başlayan Krizler.....	20
2. 1. 3. Son Yüzyılda Yaşanan Önemli Ekonomik Krizler.....	22
2. 1. 3. 1. 1929 Buhranı.....	22
2. 1. 3. 2. 1994 Meksika(Tekila) Krizi	28
2. 1. 3. 3. Güney Doğu Asya Krizi.....	31
2. 1. 3. 4. Rusya Krizi.....	34
2. 1. 3. 5. Arjantin Krizi.....	38
2. 1. 4. Para Politikası.....	40
2. 1. 4. 1. Para Politikasının Amaçları.....	41
2. 1. 4. 1. 1. Fiyat İstikrarı	42
2. 1. 4. 1. 2. Ekonomik Büyüme	42
2. 1. 4. 1. 3. Yüksek İstihdam	43
2. 1. 4. 1. 4. Döviz Kuru İstikrarı ve Ödemeler Bilançosu.....	44
2. 1. 4. 1. 5. Faiz Oranı İstikrarı ve Finansal İstikrar	44
2. 1. 4. 2. Para Politikasının Ara Hedefleri.....	46
2. 1. 4. 2. 1. Nominal Faiz Oranı	48

2. 1. 4. 2. 2. Para Arzı.....	48
2. 1. 4. 2. 3. Nominal Gelir	49
2. 1. 4. 3. Para Politikasının Araçları	50
2. 1. 4. 3. 1. Açık Piyasa İşlemleri	50
2. 1. 4. 3. 2. Zorunlu Karşılık ve Disponibilite Oranlarını Belirlemek....	51
2. 1. 4. 3. 3. Reeskont Oranlarını Belirlemek.....	52
2. 1. 4. 4. Para Politikasının Ekonomiye Etkileme Kanalları(Aktarım Mekanizmaları).....	52
2. 1. 4. 4. 1. Geleneksel Faiz Kanalı	54
2. 1. 4. 4. 2. Servet Etkisi Kanalı	54
2. 1. 4. 4. 3. Döviz Kuru Kanalı.....	57
2. 1. 4. 4. 4. Kredi Kanalı	57
2. 1. 4. 4. 5. Diğer Etki Kanalları.....	57
2. 1. 5. 2008 Finansal Krizi	59
2. 1. 5. 1. Mortgage Sistemi	60
2. 1. 5. 2. Mortgage Balonunun Oluşmasının Nedenleri	66
2. 1. 5. 2. 1. ABD Ekonomisinde Yavaşlama ve FED Politikaları	67
2. 1. 5. 2. 2. Yabancı Sermaye Artışı.....	69
2. 1. 5. 2. 3. Yönetim ve Denetim Hataları	70
2. 1. 5. 2. 4. Menkul Kıymetleştirme	72
2. 1. 5. 2. 5. Konut Fiyatlarındaki Hızlı Artışlar	73
2. 1. 5. 2. 6. Diğer Nedenler.....	75
2. 1. 5. 3. ABD Mortgage Sektörünün 2000-2008 Yılları Arasındaki Gelişimi	76
2. 1. 5. 3. 1. Mortgage Kredileri ve Konut Sahibi Olma Oranındaki Gelişmeler	76
2. 1. 5. 3. 2. Mortgage Kredilerinde Risk Göstergesi Olabilecek Verilerde Gelişmeler	77
2. 1. 5. 4. Mortgage Krizinin Başlaması ve Gelişimi	79
2. 1. 6. 2008 Finansal Krizinin Ülke Ekonomileri Üzerindeki Etkisi.....	83
2. 1. 6. 1. 2008 Finansal Krizinin Gelişmiş Ülke Ekonomilerine Etkisi .84	
2. 1. 6. 1. 1. Gelişmiş Ülkeleri Etkileme Mekanizmaları	84
2. 1. 6. 1. 2. 2008 Finansal Krizinin Gelişmiş Ülkelerin Ekonomik Göstergeleri Üzerindeki Etkisi	86
2. 1. 6. 1. 2. 1. ABD Ekonomik Göstergelerine Etkisi	87
2. 1. 6. 1. 2. 2. Avrupa Birliği Ülkelerinin Ekonomik Göstergelerine Etkisi.....	89
2. 1. 6. 1. 2. 3. Diğer Gelişmiş Ülkelerin Ekonomik Göstergeleri Üzerindeki Etkisi.....	94
2. 1. 6. 2. Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkisi	96
2. 1. 6. 2. 1. 2008 Finansal Krizinin Gelişmekte Olan Ükelere Etki Kanalları	97
2. 1. 6. 2. 1. 1. Güven Bunalımı ve Banka Kredilerinin Düşmesi	97
2. 1. 6. 2. 1. 2. Uluslar arası Finansal Akımların ve Doğrudan Yabancı Yatırımların Düşmesi	98
2. 1. 6. 2. 1. 3. Dış Ticaret Kanalı	100
2. 1. 6. 2. 1. 4. Finansal Krizin Diğer Etki Kanalları.....	102
2. 1. 6. 2. 2. 2007-2010 Yılları Arasında Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme, İşsizlik, Enflasyon Oranları	104
2. 1. 6. 3. 2008 Finansal Krizinin Türkiye Ekonomisine Etkisi.....	107
2. 1. 6. 3. 1. Finansal Krizin Türkiye Ekonomisini Etkileme Kanalları	107
2. 1. 6. 3. 1. 1. Güven Bunalımı ve Banka Kredilerinin Düşmesi	108

2. 1. 6. 3. 1. 2. Uluslar arası Finansal Akımların ve Doğrudan Yabancı Yatırımların Düşmesi	111
2. 1. 6. 3. 1. 3. Dış Ticaret	113
2. 1. 6. 3. 1. 4. Diğer Etki Kanalları.....	115
2. 1. 6. 3. 2. Finansal Krizin Türkiye'nin Ekonomik Göstergeleri Üzerindeki Etkisi	116
3. YÖNTEM	119
3. 1. Araştırmanın Modeli	119
3. 2. Bilgi Toplama Kaynakları	119
3. 3. Bilgilerin Toplanması ve Değerlendirilmesi	119
4. BULGULAR ve YORUM.....	120
4. 1. 2008 Finansal Krizinde TCMB'nin Para Politikası Uygulamaları ..	120
4. 1. 1. 2008 Finansal Krizi Öncesinde Uygulanan Para Politikası	121
4. 1. 2. 2008 Finansal Krizi Boyunca Uygulanan Para Politikası	123
4. 2. 2008 Finansal Krizi Döneminde Uygulanan Politikalarla İlgili Genel Değerlendirmeler	138
5. SONUÇ VE ÖNERİLER	146
5.1. Sonuçlar	146
5. 2. Öneriler	149
KAYNAKÇA	150

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa No
Şekil 1. Ekonomik Krizlerin Sınıflandırılması.....	6
Şekil 2. Meksika Büyüme ve Enflasyon Oranları.....	29
Şekil 3. Rusya'nın Piyasa Ekonomisine Geçişten Sonraki Büyüme ve Enflasyon Oranları.....	38
Şekil 4. Merkez Bankası Para Politikası Stratejisi.....	47
Şekil 5. Mortgage Sistemi İşleyiş Süreci.....	62
Şekil 6. Subprime(Eşikaltı) Kredilerin Değeri ve Menkul Kıymetleştirme Oranı.....	66
Şekil 7. İnternet Balonunun Oluşması ve Patlaması(NASDAQ Teknoloji Endeksi).....	67
Şekil 8. 1990-2006 Yılları Arasında ABD Gecelik Faiz Oranlarındaki Değişim.....	68
Şekil 9. 1990-2005 Yılları Arasında ABD Cari Açığı ve Yabancı Sermaye Girişindeki Değişim(milyon dolar).....	70
Şekil 10. 2003-2007 Yılları Arasında ABD'nin En Büyük Beş Yatırım Bankasının Bilançolarındaki Risk Durumu.....	71
Şekil 11. 1980-2006 Yılları Arasında 30 yıl vadeli Mortgage Kredisi Faiz Oranlarındaki Değişim (%).....	72
Şekil 12. 1990-2010 Yılları Arasında ABD Konut Fiyatlarındaki Değişim.....	74
Şekil 13. 1990-2009 Yılları Arasında Mortgage İşlemlerinin Senelik Tutarında Yaşanan Gelişmeler.....	76
Şekil 14. 1997-2007 Yılları Arasında ABD'de Nüfusun Konut Sahibi Olma Oranında Değişim (%).....	77
Şekil 15. 1997-2007 Yılları Arasında Subprime (eşikaltı) Kredilerin Mortgage Kredileri İçindeki Oranındaki Gelişmeler (%).....	78
Şekil 16. 1998-2009 Yılları Arasında Prime ve Subprime Kredilerde Geri Dönme Oranları (%).....	78
Şekil 17. Konut Fiyatlarının Düşmesine Neden Olan Kısırdöngü.....	81
Şekil 18. 2007-2010 Yılları Arasında İşçi Gelirleri Transferindeki Değişim.....	103
Şekil 19. 2007-2011 Yılları Arasında Türkiye Ekonomisi, Reel Kesim Güven Endeksi ve Tüketici Güven Endeksindeki Değişim.....	108
Şekil 20. 2006-2011 Yılları Arasında Türkiye Ekonomisi Para Arzındaki ve Bankaların Yabancı Bankalardan Aldığı Kredilerdeki Değişim.....	110
Şekil 21. 2006-2011 Yılları Arasında Türkiye Ekonomisinde Yurtiçi Toplam Kredi ve Tüketici Kredisi Miktarındaki Değişim.....	111
Şekil 22. 1999-2011 Yılları Arasında Türkiye Ekonomisi, Yabancı Sermaye Girişi, Doğrudan Fiziki Yatırım Miktarları ve Ekonomik Büyüme Oranları.....	112
Şekil 23. 2006-2011 Yılları Arasında Türkiye'nin İhracat Yaptığı Ülke Grupları.....	114
Şekil 24. 2005-2010 Yılları Arasında Türkiye'de İhracata Yönelik Üretim Yapan Sektörlerde Üretimdeki Değişim.....	114
Şekil 25. 2003-2011 Yılları Arasında İşçi Gelirlerindeki Değişim.....	115
Şekil 26. 2002-2011 Yılları Arasında Türkiye'nin Turizm Gelirlerindeki Değişim (milyon \$).....	115

Şekil 27. 2008 Finansal Krizi Öncesinde Yabancı Sermaye Girişindeki ve Dolar Kurundaki Değişim.....	121
Şekil 28. 2008 Finansal Krizi Öncesinde Enflasyondaki Aylık Değişim (%)	122
Şekil 29. 2008 Finansal Krizi Boyunca Yabancı Sermaye Girişi ve Dolar Kurundaki Değişim	124
Şekil 30. 2008 Finansal Krizi Boyunca Enflasyondaki Değişim (%)	125
Şekil 31. 2008 Finansal Krizi Boyunca Yurtiçi Kredi Hacmindeki Değişim .	126
Şekil 32. Yurtiçi Kredi Hacmindeki Değişim (2010-2011)	132
Şekil 33. Enflasyondaki Aylık Değişim (2010-2011).....	133
Şekil 34. Yabancı Sermaye Girişi ve Dolar Kurundaki Değişim (2010-2011)	137
Şekil 35. Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye’de (2007-2010) Enflasyon Oranları	143
Şekil 36. Yurtiçi Kredi Hacmindeki Artış Oranları (2008-2011)	144
Şekil 37. Finansal Sağlık Endeksi ve Bankacılık Sektörü Makro Gösterimi	145

ÇİZELGELER LİSTESİ

	Sayfa No
Çizelge 1. 1929 Buhranından Sonra Dünya Üretimi ve Uluslar arası Ticaret Hacmindeki Değişim.....	25
Çizelge 2. Güney Doğu Asya Ülkelerinin Büyüme Oranları (%).....	31
Çizelge 3. Para Politikasındaki Değişimlerin Reel Ekonomiyi Etkileme Kanalları	56
Çizelge 4. 2007-2010 Yılları Arasında ABD Büyüme, İşsizlik ve Enflasyon Oranları	87
Çizelge 5. 2007-2010 Yılları Arasında ABD'nin Cari Dengesi ve Bütçe Dengesi	89
Çizelge 6. 2007-2010 Yılları Arasında AB(27) Ülkelerinin Büyüme, İşsizlik, Enflasyon Oranları.....	91
Çizelge 7. 2007-2010 Yılları Arasında AB(27) Ülkelerinin Cari Denge ve Bütçe Dengesi	93
Çizelge 8. 2007-2010 Yılları Arasında Diğer Gelişmiş Ülkelerin Büyüme, İşsizlik, Enflasyon Oranları	95
Çizelge 9. 2007-2010 Yılları Arasında Diğer Gelişmiş Ülkelerin Cari Açık ve Bütçe Açığı Rakamları.....	96
Çizelge 10. 2007-2010 Yılları Arasında Doğrudan Fiziki Yatırımda Değişim (%).....	99
Çizelge 11. Finansal Krizin 2009-2010 Yıllarında İhracat Rakamları Üzerindeki Etkisi (%)	101
Çizelge 12. 2007-2010 Yılları Arasında Gelişmekte Olan Ülkelerin Ekonomik Göstergelerindeki Değişim	105
Çizelge 13. 2007-2010 Yılları Arasında Gelişmekte Olan Ülkelerin Cari Açık Rakamları	106
Çizelge 14. 2006-2011 Yılları Arasında Türkiye Ekonomisine Ait Ekonomik Göstergeler.....	117
Çizelge 15. Türkiye'de Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları (2008-2011)	142

KISALTMALAR LİSTESİ

AB: Avrupa Birliği

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

ADB: Asya Kalkınma Bankası

FED: Amerikan Merkez Bankası

GATT: Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması

GSYİH: Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla

İMF: Uluslar arası Para Fonu

KBDG: Kişi Başına Düşen Gelir

NAFTA: Kuzey Atlantik Serbest Ticaret Antlaşması

NASDAQ: Amerikan Teknoloji Borsası

ÖTV: Özel Tüketim Vergisi

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TEPAV: Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı

TUBA: Türkiye Bilimler Akademisi

TÜFE: Tüketici Fiyatları Endeksi

1. GİRİŞ

Ekonomik kriz, devam eden ekonomik süreçte belirlenemeyen bazı gelişmeler sonucunda, ekonomik göstergelerde bozulmaların ortaya çıkmasıdır. Ekonomik krizlerin en önemli özelliği, yaşanan belirsizlikten dolayı ekonomik birimlerin karar almakta zorlanması ve bunun bir sonucu olarak geleceğe yönelik politika öngörülerinde bulunamamasıdır.

Küreselleşmeyle birlikte, ülkeler arasındaki finansal ve ekonomik bütünleşme önemli bir boyuta ulaşmıştır. Bunun bir sonucu olarak herhangi bir ülkede ortaya çıkan bir ekonomik kriz diğer ülkeleri de etkilemektedir. 2008 finansal krizi, ABD'de başlamış ve sonrasında kısa bir sürede bütün Dünya ülkelerini etkisi altına almıştır. 2000'li yılların başından itibaren genişlemeye başlayan, Amerikan mortgage sektöründe, 2006-2007 yıllarına gelindiğinde riskin oldukça yüksek boyutlara ulaştığı gözlemlenebilmekteydi. Bu tarihlerden itibaren ekonomistlerin konut sektöründe oluşan balonun patlayabileceği ve miktar olarak büyüklüğünden dolayı küresel finansal sistemde yaratacağı tahribata yönelik öngörülerini bulunmaktadır. 2008 yılı Eylül ayından itibaren bu öngörüler gerçekleşmiş ve küresel finansal piyasalarda ortaya çıkan bozulma, önce gelişmiş ülkelerde sonrasında gelişmekte olan ülke ekonomilerinde oldukça büyük tahribata neden olmuştur.

Gelişmiş ülkeler, finansal panik havasının ortaya çıkardığı likidite problemine, tarihin en büyük parasal müdahalelerini gerçekleştirerek müdahale etmiştir. Gelişmekte olan ülkeler ise; ekonomik daralma dönemlerinde ekonomik canlanmaya yönelik para politikası uygularken, ekonomik toparlanma dönemlerinde gelişmiş ülkelerde kriz döneminde gerçekleştirilmiş olan parasal genişlemenin gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkilerini dengelemeye yönelik para politikası uygulamıştır.

Finansal kriz sürecinde, Türkiye'de daha çok uygulanan maliye politikaları ön plana çıkmıştır. Bununla birlikte, uygulanan para politikasının da finansal krizin etkilerinin hafifletilmesinde büyük bir rolü olduğu

düşünülmektedir. Bu çalışmada, 2008-2011 yılları arasında rastlanan para politikası uygulamaları incelenerek, TCMB'nin amaçladığı unsurlar belirtilmekte, finansal kriz süreciyle birlikte para politikası uygulamalarının geçirdiği değişim ifade edilmeye çalışılmaktadır. 2008 Finansal Krizi sürecinde finansman koşullarının sıkışması ve bundan kaynaklanan diğer ekonomik sorunlara karşı TCMB'nin uyguladığı para politikalarının analizi, çalışmanın temelini oluşturmaktadır.

1. 1. Problem

2008 Finansal Krizi ortaya çıkardığı etkileri bakımından yaşanmış en büyük ekonomik krizlerden biri olarak krizler tarihinde yerini almıştır. Ekonomik krizler döneminde uygulanan politikaların analiz edilmesi, gelecek yıllarda karşılaşılabilecek diğer ekonomik krizlere müdahale açısından büyük bir önem arz etmektedir. Bu çalışmanın problemini, finansal kriz sürecinde karşılaşılan para politikası uygulamalarının analiz edilmesi oluşturmaktadır.

1. 2. Tezin Amacı

Tezin amacı; 2008 finansal krizi sürecinde, finansal krizin gelişmekte olan ülkelerle birlikte Türkiye ekonomisi üzerindeki etki mekanizmalarını ve TCMB'nin uyguladığı para politikalarını ayrıntılı şekilde incelemektir. Bu sayede, temel hedefi fiyat istikrarı olan TCMB'nin bu dönemde ulaşmak istedikleri amaçlar ve bu amaçlara ulaşmada uyguladığı para politikaları belirlenebilecektir.

1. 3. Tezin Önemi

Ekonomik krizden çıkmak için uygulanan para politikaları, krizi anlayabileceğimiz en önemli ve somut kaynaklardır. Çünkü kriz döneminde, piyasaların ihtiyacı göz önünde bulundurularak uygulanan para politikası ve bunun sonucu oluşan para arzı, ekonomik göstergeleri yönlendirmede en önemli unsurlardan birisidir.

Türkiye, 2008 finansal krizinden sonra ekonomik olarak en çok ilgiyi üzerine çeken ülkelerden birisi olmuştur. Nispeten yüksek büyüme oranları ve onu takip eden diğer olumlu ekonomik göstergeler bu ilginin başlıca

nedenleridir. Bu tez, TCMB'nin uyguladığı para politikasının bu olumlu tabloya hangi para politikası uygulamalarıyla katkı verdiğini irdelemiştir.

1. 4. Sınırlılıklar

Bu araştırma, veri kaynağı olarak, faaliyet raporları, süreli yayınlar, makaleler, kitaplar, dergiler, lisansüstü ve doktora tezleri, bildirimler, konuşma metinleri, internet veri tabanları ve sözlükler gibi yazılı bilgi kaynakları ile sınırlıdır.

2008 Finansal krizinin etkileri konusunda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere ait ekonomik göstergelerde uluslararası veritabanlarından elde edilebilen veriler yorumlanmıştır. Finansal krizin Türkiye'nin ekonomik göstergelerine etkileri konusunda ise ulusal veri tabanlarından elde edilen veriler yorumlanmıştır. Bu süreçte bazı ekonomik göstergelerde, bulunamayan bazı dönemlere ait veriler elde edilemediği için yorumlanamamıştır.

1. 5. Tanımlar

Ekonomik kriz, “önceden bilinmeyen ya da öngörülemeyen bazı gelişmelerin makro düzeyde devlet; mikro düzeyde ise firmaları ciddi olarak etkileyecek sonuçlar ortaya çıkarmasıdır (Aktan, 2004).

Finansal kriz “finansal piyasalarda, ters seçim ve ahlaki zafiyet problemlerinin daha da artması sebebiyle, finansal piyasaların, fonları, en üretken yatırım fırsatları için etkin bir şekilde dağıtmadığı, doğrusal olmayan bozulmalardır” şeklinde tanımlanabilir (Mishkin, 1996; 17).

Para politikası, ülkelerin para otoritelerinin, ekonomideki para miktarı üzerinde değişiklikler yaparak ekonomik hedeflerine ulaşmaya çalışmasıdır.

2. İLGİLİ ALANYAZIN

İlgi alan yazın kısmında sırasıyla ekonomik kriz, para politikası ve 2008 finansal kriziyle ilgili açıklamalar yapılmaktadır.

2. 1. Kuramsal Çerçeve

2. 1. 1. Ekonomik Kriz: Kavramsal Çerçeve

Genel anlamda aylık, mevsimlik, yıllık gibi dönemsel olarak belli bir ritim, tempo ve düzen izlemesi beklenen ekonomi ve ekonomik faaliyetler çeşitli nedenlerle bu tempo ve düzenden sapmalar gösterebilir. Savaşlar, savaş beklentileri, salgın hastalıklar, doğal afetler, büyük spekülatif hareketler gibi pek çok nedenle ekonomiler bazı dönemlerde standart temponun dışına çıkarak kriz diye adlandırılan büyük dalgalanmalara sahne olmaktadır (Aracı, 2010: 1).

Kriz kelimesinin kökenine bakıldığında, etimolojik kökeninin Yunanca “krisis” kelimesine dayandığı görülmektedir. Sosyal bilimler alanında ise çoğu kez “buhran” ve “bunalım” kelimeleri ile eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Türk Dil Kurumu sözlüğünde kelime anlamı olarak kriz, “doğal bir süreçte birdenbire oluşan aykırılık, bunluk, buhran” , ekonomik kriz ise “sermaye ve gelir kayıplarına yol açan ve iktisadi bütünlüğün her düzeyinde etkisi olan politik, ideolojik ve iktisadi tüm değerleri bozan bir rahatsızlık” şeklinde açıklanmaktadır. TÜBA sözlüğünde ise, kriz; “beklenilmeyen ve önceden sezilmeyen, ivedi çözümlenmesi gereken, örgütün işleyişini yetersiz duruma getirerek, var olan durumunu tehdit eden gerilim durumu” olarak tanımlanmaktadır (Türkiye Bilimler Akademisi [TÜBA], 2011: 203).

Aktan (2004), ekonomik krizi, “önceden bilinmeyen ya da öngörülemeyen bazı gelişmelerin makro düzeyde devlet; mikro düzeyde ise firmaları ciddi olarak etkileyecek sonuçlar ortaya çıkarmasıdır. Sadece ani ve beklenmedik bir anda ortaya çıkan olumsuz gelişmeleri ekonomik kriz olarak adlandırmak doğrudur. Normal süreç içerisinde ortaya çıkan her sorunu ekonomik kriz olarak değerlendirmek mümkün değildir. Bu açıdan beklenmedik biçimde ortaya çıkan sorunlar ekonomik kriz olarak düşünülmelidir” şeklinde ifade etmektedir.

Bu tanım çerçevesinde dikkat çeken önemli noktalardan birisi beklenmedik bir anda ortaya çıkan olumsuz gelişmelerin kriz olarak adlandırılmasıdır. Ekonomik krizin önemli özelliklerinden olan güvensizliğin oluşması için beklenmeyen bir gelişmenin ortaya çıkması ve ekonomik birimlerin kriz karşısında herhangi bir politika öngörememesi gerekir. Çünkü beklenen bir olumsuz gelişmenin olacağı öngörülürse ona karşı gerekli önlemler alınacağı için güvensizlik ortamı oluşmaz ve kriz ortaya çıkmaz.

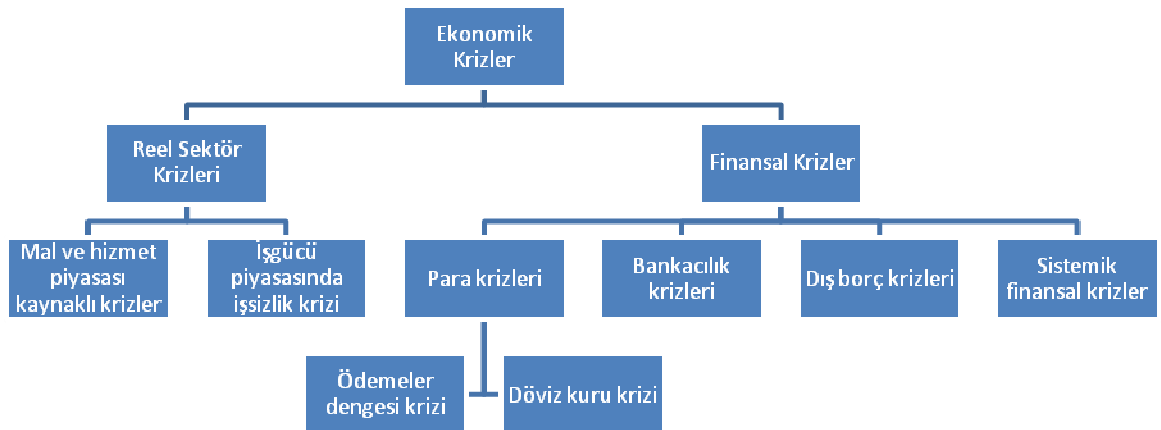
Klasik ve Keynesyen iktisat akımları ve onların günümüzde çok az farklılık göstererek devamı niteliğindeki diğer iktisadi akımlar, ekonomik kriz kavramını farklı algılamaktadır. Buna göre Klasik İktisatçılar piyasa sisteminin geleceğine dair sonsuzluk, yapısına dair kusursuzluk fikrine sahip olduğu için, kriz dönemlerini de dışsal sebeplerden kaynaklanan geçici dönemler olarak görürler. Bu dönemlerin nedenleri olarak da, ahlaki zafiyet ve açgözlülük gibi insan doğasından kaynaklanan sebepler saymaktadırlar. Bu yaklaşımın doğal sonucu “kriz” kavramının sisteme ilişkin olduğunun reddedilmesi ve bu dönemlerin ekonomik dalgalanmalar başlığı altında incelenmesidir. Keynesyen akıma mensup iktisatçılar ise sistemin kendi başına ideal bir noktada dengeye gelemeyeceğini, barındırdığı kriz yapıcı mekanizmalar sonucu dönemselsel olarak ekonomik sıkıntı dönemlerini tecrübe edeceği iddiasını ortaya koymaktadırlar (Sarıtış, 2011: 3). Bu doğrultuda Keynes; krizi “yukarı doğru yönelen bir hareketin yerini aşağı yönlü bir harekete bırakması eğiliminin sıklıkla ani ve şiddetli bir tarzda ortaya çıkması gerçeği” olarak tanımlamaktadır (Bocutoğlu ve Ekinci, 2009: 69).

Yaygın olan başka bir tanımda ekonomik krizler; herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya döviz piyasasındaki fiyat veya miktarlarda, kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmalar olarak tanımlanabilir. Makro ekonomik kriz türlerini reel sektör krizleri ve finansal krizler olmak üzere iki ana başlık altında toplanabilir. Reel krizler; mal-hizmet ve işgücü piyasalarındaki miktarlarda yani üretimde veya istihdamda ciddi daralmalar biçiminde ortaya çıkmaktadır. Finansal krizler ise; döviz ve hisse senedi piyasaları gibi finans piyasalarındaki şiddetli fiyat dalgalanmaları veya bankacılık sisteminde bankalara geri dönmeyen

kredilerin aşırı derecede artması şeklinde ifade edilebilir. Aralarındaki farklılığın daha net ortaya konması açısından ekonomik kriz türlerinin incelenmesi gerekir (Kibritçioğlu, 2001: 174).

2. 1. 2. Ekonomik Kriz Türleri

Literatürde, ekonomik krizler; reel sektör krizleri ve finansal krizler olarak ikiye ayrılmaktadır. Reel sektör krizleri enflasyon krizleri, resesyon krizleri, işsizlik krizleri gibi çeşitlendirilebilir. Bununla birlikte kriz olgusu, ekonomi literatüründe çoğu kez finansal kriz olarak tanımlanmıştır (Kama, 2009: 24). Zira yaşanmış ekonomik krizler genel olarak incelendiğinde, krizlerin oluşum nedenlerinin genellikle finans kesimi ile ödemeler dengesinden kaynaklandığı görülmektedir.



Şekil 1. Ekonomik Krizlerin Sınıflandırılması

Kaynak: Kibritçioğlu (2001)'den yararlanılarak düzenlenmiştir.

2. 1. 2. 1. Reel Sektör Krizleri

Şekil 1'in ilk bölümünde yer alan Reel Sektör Krizleri, işgücü piyasaları ile mal ve hizmet piyasalarındaki istihdam ve üretim miktarlarındaki ciddi daralmalar olarak ortaya çıkar (Kibritçioğlu, 2001: 176). Mal ve hizmet piyasalarındaki krizler iki kısımda değerlendirilebilir. Buna göre fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artışların belli bir düzeyin üstünde seyretmeye başlamasıyla oluşan enflasyonist baskının meydana getirdiği krizler

enflasyon krizleri, fiyatlar genel düzeyindeki artışların yeni mal ve hizmet üretme noktasında yatırımları uyarmaması sonucu oluşan büyüme daralmalarına bağlı krizler ise resesyon krizleri olarak ifade edilmektedir. İşgücü piyasasında ise, işsizlik oranının kabul edilebilir (doğal işsizlik oranı) düzeylerin üstüne çıkması halinde oluşan krizlere, işsizlik krizleri denilmektedir.

2. 1. 2. 2. Finansal Krizler

Ülkelerin ekonomik olarak temel amacı, yüksek ve sürdürülebilir bir büyümeyi sağlamaktır. Ekonomik büyüme sağlandığı zaman işsizlik, enflasyon gibi diğer sorunların ortadan kalkacağına inanılır. Ülkelerin bu amacına ulaşması için gerekli olan temel unsur ise yatırımdır. Yatırımların yüksek olması ise genelde yüksek bir gelir ve özelde ise gelirin bir kısmını oluşturan tasarrufların yüksek olması ile mümkündür. Literatürde fakirlik kısırdöngüsü olarak adlandırılan duruma göre eğer bir ülkenin geliri düşükse tasarruf miktarının da düşük, dolayısıyla yatırım miktarının da, büyüme miktarının da düşük olacağı iddia edilmektedir (Kar ve Tatlısöz, 2008). Bu durum gelişmekte olan ülkelere özgü bir durumdur.

Gelişmiş ülkelerde ise tasarruflar fazladır ve tasarruflar bol olduğu için getirisi düşüktür. 1970'li yıllardan sonra bu iki durumdan hareketle uluslar arası sermaye hareketlerinin ülke piyasalarında herhangi bir engelle karşılaşmaksızın dolaşabilmesi savunulmaya başlanmıştır. Böylece gelişmiş ülkelerde fazla olan fonlar gelişmekte olan ülkelere akacak, fon sıkıntısı çeken ülkeler fakirlik kısırdöngüsünü kırmış olacak, düşük getiri elde eden fon sahipleri ise daha fazla getiri elde etmiş olacaktır. Teoride genel anlamda bir sıkıntı olmadığı görülmektedir. Ne var ki, finansal sektördeki iktisadi birimler, finansal yatırım karar süreçlerinde, küresel makroekonomik dengelerin dinamiklerini ve geleceğini her zaman ideal bir şekilde tahmin edemez. İktisadi birimler arasında, aşırı kazanç hırsıyla, yüksek risklerin üstlenilmesi, ahlaki sapmaların, manipülasyonların ve aşırı spekülasyonların oluşması vb. faktörlerin ortaya çıkması finansal sektörün işleyiş mekanizmalarını olumsuz etkileyebilmektedir (Oktar ve Dalyancı, 2010) Finansal krizlerin oluşmasına zemin hazırlayan bu sorunlar; hisse senedi

piyasalarında yaşanan büyük çöküşler, döviz piyasalarında yaşanan sert ve yukarı yönlü spekülatif ataklar, mali akımda meydana gelen bozulmalar, likidite sıkışıklığı ve bankacılık sisteminde yaşanan sıkıntılar şeklinde ifade edilebilir (Aracı, 2010: 5).

Mishkin (1996), finansal krizi “finansal piyasalarda, ters seçim ve ahlaki zafiyet problemlerinin daha da artması sebebiyle, finansal piyasaların, fonları, en üretken yatırım fırsatları için etkin bir şekilde dağıtmadığı, doğrusal olmayan bozulmalardır ” şeklinde tanımlamaktadır.

Bir başka tanım ise, etkin kaynak dağılımını bozarak ekonomik büyümeyi kesintiye uğratmanın yanı sıra, sıkıntıda olan kurumların giderlerinde artışa, üretim kayıplarına ve ayrıca kamu kesimi açıklarının, enflasyonun ve dış ticaret açığının artmasına yol açan durumu finansal kriz olarak ifade etmiştir (Ulusoy ve Karakurt, 2001: 96).

Finansal piyasaların serbestleşmesiyle birlikte daha çok rastlanmaya başlanan finansal krizler; dış borç krizleri, bankacılık krizleri, para krizleri, döviz kuru krizleri, sistematik finansal krizler gibi çeşitlere ayrılmaktadır. Bu finansal kriz çeşitleri tek başına ortaya çıkabileceği gibi aynı anda hepsi de yaşanabilir. Özellikle 1990'lardan sonra gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan finansal krizlerde ve son olarak 2008 ekonomik krizinde aynı anda birkaç finansal kriz çeşidinin yaşandığına şahit olunmuştur. Bu durum finansal kriz çeşitleri arasında çeşitli ilişkiler bulunmasından ve bir finansal kriz türünün diğerinin sebebi ya da sonucu olmasından kaynaklanmaktadır. Bu doğrultuda İkiz Krizler kavramı 1970'li yıllarda bankacılık ve para krizinin aynı anda yaşandığı ve aralarındaki etkileşimi ifade etmek için ortaya atılmış bir kavramdır.

Bu kısımda, finansal kriz çeşitleri; para krizleri, bankacılık krizleri, dış borç krizleri ve sistemik finansal krizler alt başlıkları altında açıklanmaktadır.

2. 1. 2. 2. 1. Para Krizleri

Para krizleri, sabit döviz kuru sistemlerinde piyasa katılımcılarının taleplerini yerel parayla piyasaya sunulmuş aktiflerden yabancı aktiflere kaydırmaları sonucu, merkez bankasının döviz rezervlerinin tükenmesi

şeklinde ortaya çıkan krizlerdir (Delice, 2003: 6). Nitekim sabit döviz kuru politikasını uygulayan bir ülkede yerli paradan yabancı paraya ani bir geçiş olduğunda, Merkez Bankası rezervlerinin artan döviz talebini karşılarken azaldığı veya bittiği görülebilir.

Günümüzde, sabit döviz kuru uygulaması terk edilmesine rağmen, spekülâtif sermaye hareketleri, ulusal paraya olan güven kaybı veya faiz oranlardaki değişmeye bağlı olarak yabancı sermayenin ülkeyi terk etmesi, merkez bankalarının döviz kuru üzerindeki kontrolünü kaybetmesine neden olup ülkeleri parasal krizin içine sürükleyebilmektedir.

Kibritçioğlu (2001), para krizlerini ödemeler dengesi krizi ve döviz kuru krizi olarak ikiye ayırmaktadır. Böylece sabit kur sistemleri uygulayan ülkelerdeki para krizlerine ödemeler dengesi krizi denilerek dikkat döviz rezervi azalmalarına çekilirken, esnek kur sistemi uygulayan ülkelerdeki para krizlerine döviz kuru krizi adı verilerek, dikkat rezerv azalmaları yerine kur değişmelerine çekilmiş bulunmaktadır.

Döviz krizi, bir ulusal paraya olan güvenin kaybolması nedeniyle kısa vadeli spekülâtif fonların hızlı ve çok miktarda ülkeyi terk etmeye başlaması ve ardından yerli paranın çok hızlı değer kaybetmesiyle ortaya çıkar. Gelişmekte olan ülkelerdeki bankaların yabancı para cinsinden borç verebilir fon toplamasıyla tehlikenin başladığını vurgulayan Mishkin; ulusal paranın devalüasyon ya da değersizleşme(ülkeden sermaye çıkışı) nedeniyle beklenmedik bir biçimde değer kaybına uğramasının döviz krizine neden olduğunu, bu olgunun da iki önemli sonucu olduğunu belirtmektedir. Mishkin'e göre, döviz borcu olan bankaların borç yüklerinin artması ve bunun yol açtığı banka sermayesindeki değer kaybı sorunları nedeniyle bankacılık krizi çıkmaktadır. Kaminsky ise, bankacılık krizinin döviz krizinden önce meydana geldiğini, daha sonra meydana gelen döviz krizinin mevcut bankacılık krizini daha da derinleştirdiğini savunmaktadır (Aktaran Şişman, 2006: 17).

2. 1. 2. 2. Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizi, ticari bankaların borçlarının vadesini uzatamaması veya vadesiz mevduatlardaki ani bir çekme talebini karşılayamamaları çerçevesinde likidite sıkıntısına düşmeleri ve arkasından iflas etmeleri durumunu ifade etmektedir (Delice, 2003: 61). Bankacılık krizleri, kredilerin bankaya geri ödenmemesi nedeniyle banka bilançolarında bozulma, reel sektör kredi talebinin düşmesi, ülkede güven kaybı nedeniyle mevduat sahiplerinin sahip oldukları mevduatları geri çekmek istemeleri, finansal sistemdeki güvensizlik ortamı, menkul piyasalardaki ani ve sert dalgalanmalar, bankaların kötü yönetilmesi gibi nedenlerle ortaya çıkabilir. Bunların yanında Güney Doğu Asya Krizinde ahlaki zafiyet(moral hazard) ve finansal liberilizasyonun da bankacılık krizinin oluşmasındaki temel dinamikler olduğu savunulmuştur.

2. 1. 2. 3. Dış Borç Krizleri

Dış borç krizi, bir ülkenin karşılaştığı dış ödeme sorunları dolayısıyla, kamu veya özel sektöre ait borçların anapara ve faizlerini ödeyemeyeceğini ilan etmesi durumudur (Yavaş, 2007: 57). Dış borç krizi genelde kamuya ait borçların ödenememesi sonucu ortaya çıkmaktadır. Kamu sektörünün borçlarının ödenemediğinin görülmesi ülkeye gelen kısa vadeli sermaye hareketlerinin düşmesine neden olur.

Para krizi veya bankacılık krizi içinde bulunan bir ülke dış borçlarını ödeme konusunda da sıkıntı yaşayacağı için para krizleri ve bankacılık krizleri ile dış borç krizi arasında sıkı bir ilişki vardır. Dış borç krizini diğer krizlerden ayıran en önemli özellik ise dış borç krizleri ülke ekonomisinin kendi yapısından kaynaklanıp, etkisi krizdeki ülkeden alacaklı olan ülkelerle sınırlıdır. Para ve bankacılık krizleri ise dış kaynaklı veya ülke ekonomisi kaynaklı olabileceği gibi etkisi daha şiddetli ve diğer ülkeleri etkileyecek şekilde olabilir.

2. 1. 2. 4. Sistemik Finansal Krizler

Potansiyel olarak finansal piyasaların ciddi biçimde bozulmasını ifade eder. Adından da anlaşılacağı üzere finans sisteminin yapısına dair

ekonomik, politik ve sosyal durumların zaman zaman finansal sistemde oluşturdukları değişiklikler sistemik finansal krizlerin oluşmasındaki temel nedendir.

Sistemik finansal krizler finansal sistemde ortaya çıkan ve finansal sistemin, varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeler gibi önemli işlevlerini kesintiye uğratan aksaklık olarak tanımlanabilir (Turgut, 2006: 36).

2. 1. 2. 3. Finansal Kriz Modelleri

Finansal serbestleşme ile birlikte özellikle 1970'li yıllardan itibaren her on dokuz ayda bir kriz yaşanmıştır. Bu kadar çok krizin yaşanması finansal krizler hakkında birçok çalışmanın ve teorinin ortaya çıkmasına sebep olmuştur (Boran, 2006: 1).

Çalışmada finansal krizleri açıklayan teoriler üç grupta toplanacaktır. Birinci nesil kriz teorileri bazı Latin Amerika ülkelerinin 1970'lerde yaşadığı borç krizini açıklamaya yönelik geliştirilmiştir. Bu modeller 1990'lı yıllara gelindiğinde Avrupa Para Sistemi Krizi ve Meksika Krizlerini açıklamada yeterli olmayınca İkinci Nesil Kriz Teorileri geliştirilmiştir. 1997 yılına gelindiğinde ortaya çıkan Doğu Asya krizi önceki kriz teorilerinin savunduğu argümanların tamamıyla geçersiz kılınmasına yol açmıştır. Doğu Asya Krizini açıklamak üzere ortaya konan üçüncü nesil kriz teorilerinin temelinde ahlaki zafiyet yer almaktadır.

Para krizleri ile ilgili çalışmalar, temeli Salat ve Henderson'un altın piyasası için bir tavan fiyatı belirlendiğinde bu fiyatın spekülörlerin saldırıları sonucu aşılacağını, dolayısıyla hükümetin böyle bir tavan fiyat uygulayacaksa elinde bir miktar rezerv olması gerektiği ve bu rezervi böyle bir saldırıda kullanması gerektiğini belirten çalışmasının Krugman (1979) tarafından Birinci Nesil Para Krizi Modellerine uyarlanmasıyla ortaya çıkmıştır (Aktaran Erdoğan, 2006).

2. 1. 2. 3. 1. Birinci Nesil Kriz Modelleri(Kanonik Modeller)

Krugman tarafından ortaya konan ve sonrasında Flood ve Garber tarafından geliştirilen Birinci Nesil Modeller, para krizlerini, makroekonomik politikaların sürdürülemez oluşuna bağlamaktadır. Bu dönem parasal krizlerin

öngörülebilir olduğu düşüncesinin genel kabul gördüğü bir dönem olmuştur. Bazı Latin Amerika ülkelerinde, bu on yılın başında yaşanan deneyimler sonucunda şekillenmiş olan geleneksel Ortodoks bakış açısına göre, yaşanan krizlerin temel nedeni; bu tip ülkelerde artan kamu açıklarının para basarak(monetizasyon) kapatılması sonucu, döviz rezervlerinde yaşanan erime olarak gösterilmiştir (Aktaran Emirkadı, 2005).

Parasal Kriz teorilerine yönelik ilk çalışmaları gerçekleştiren Krugman bu çalışmalarında; “parasal ve mali genişlemenin ülkelerin döviz stoklarında yaşanan erimeyi belli bir noktaya ulaştırmasıyla, uygulanan sabit döviz kuru politikasının sürdürülemeyeceği endişesi oluşmaya başlar. Bu durumdan faydalanmak isteyen spekülörlerin döviz üzerinde oluşturacakları baskı ulusal paranın diğer para birimleri karşısında değer kaybetmesine yol açar ve parasal çöküş başlar” tezini savunmaktadır (Krugman, 1979). Bu süreci sabit döviz kuruna sahip olan ve sürekli bütçe açığı veren bir ülkeyi göz önünde bulundurarak açıklamak mümkündür. Hükümet bütçe açıklarını para basarak finanse etmektedir. Para basılarak artırılan para miktarı ülke parasının değerini düşürecek için sabit döviz kuru üzerinde bir baskı oluşacaktır. Hükümet bu baskı karşısında döviz kurunu sabit tutmak için döviz piyasasına doğrudan müdahale edecektir. Ancak hükümet müdahale sürecini uzun süre devam ettiremeyecektir. Zira hükümetin döviz rezervleri zamanla azalacaktır. Ekonomide bu süreçte artan para arzından dolayı düşük bir faiz oranı ve yüksek enflasyon oluşacaktır. Bu durum ülkeden yabancı sermaye kaçışına neden olacak ve döviz kuru resmi kurdan yüksek olacaktır. Yabancı sermaye çıkışının neden olduğu sermaye kaybına ek olarak, sabit kur uygulaması nedeniyle dış ticaret açığı oluşacak ve rezerv kaybı daha da artacaktır.

Ödemeler dengesi problemi olan, başka bir ifadeyle, yavaş yavaş rezerv kaybeden böyle bir ekonomide, bir süre sonra problemin krize dönüşmesi ihtimali yüksektir, çünkü spekülörler sabit kurun rezervler tükendiğinde terk edileceğini ve döviz kurunun yükselmeye başlayacağını tahmin etmektedir. Bu da yerli parayı elde tutmaktansa, fiyatı yükselecek olan dövizde elde tutmayı daha cazip hale getirmektedir. Böyle bir durumda ileriye görebilen spekülörler döviz rezervinin tamamen tükenmeden hemen önce,

yerli parayı satıp dövize geçeceklerdir. Bu davranış ise rezervlerin tükenmesini daha da hızlandıracaktır. Sonuç olarak rezervler kritik seviyeye geldiğinde, bu miktardaki rezervi çok kısa sürede tüketecek sabit kurun kaldırılmasına yol açabilecek bir spekülasyon atak gerçekleşecektir.

1982 Meksika krizinde birinci nesil modellerin temel unsurlarını görmek mümkündür. Spekülatörlerin para kazanma hırsı kriz için ciddi bir etken olsa da krizin temelinde, tutarsız ve sürdürülemez makro ekonomik politikalar, sabit kur sistemi ve azalan rezerv düzeyi faktörleri bulunmaktadır (Dolu, 2009: 15).

Tüm bu açıklamalardan hareketle birinci nesil kriz modellerine getirilen eleştiriler şu şekilde özetlenebilir. İlk eleştiri, Merkez Bankasının bir spekülasyon atakta döviz açığını kapatabilmek için gösterdiği sert tutumdur. Merkez Bankası bir kriz anında dışarıdan döviz alabilir. Dolayısıyla rezervlerini yüksek tutabilir. Modele getirilen ikinci eleştiri ise bir kur baskısı durumunda sabit kurun kaldırılacağını düşünen spekülatörler çok aktif davranırken Merkez Bankasının pasif kalmasıdır. Modele getirilen üçüncü eleştiri ise Merkez Bankasının dalgalı kura daha yumuşak geçebileceğidir. Ancak gerçekte daha çok sistem değişikliğinin birden gerçekleşmesine rastlanmaktadır (Aktaran Erdoğan, 2006: 39).

2. 1. 2. 3. 2. İkinci Nesil Kriz Modelleri

İkinci Nesil Kriz modellerinde temel nokta, kamu otoritelerinin sabit kur politikalarını devam ettirmeye yetecek kadar rezerve sahip olmaları durumunda bile, spekülasyon atağın olabileceği ve bu atak sonucunda kur rejiminin değişebileceğidir (Emirkadı, 2005). Daha açık bir ifadeyle birinci nesil kriz modellerinde makroekonomik politikalar ve sabit kur arasında kurulan ilişki ikinci nesil kriz modellerinde ortadan kalkmaktadır. Temel ekonomik verilerde herhangi bir olumsuz durum olmasa da, ekonomik beklentilerdeki ani değişimler sabit kur rejimini olumsuz etkileyerek finansal bir krizin ortaya çıkmasına neden olabilir. Örneğin beklentiler hükümetin sabit kur sisteminde bir devalüasyona gideceği şeklinde ise yatırımcılar devalüasyon öncesi ulusal paralarını satacaklardır. Bu da temel ekonomik değişkenler devalüasyon gerektirecek düzeyde kötüleşmeden spekülasyon atak

nedeniyle döviz krizinin çıkmasına neden olacaktır. Sonuç olarak kendi kendini besleyecek bir devalüasyon beklentisinin oluşması sonucu ortaya çıkan spekülâtif atak krizin en önemli nedenidir.

İkinci nesil modeller, ulusal paraya ani ve spekülâtif saldırı ile başlayan ve ekonomiyi finansal krize götüren ortamın, iç veya dış şoklar tarafından tetiklendiğini öne sürer. Bu politik olabileceği gibi ekonomik bir şokta olabilir (Çakmak, 2007: 91) .

İkinci nesil kriz teorileri, gelişmiş ülkelerin döviz krizlerine odaklandığı için uluslararası likidite sorununu döviz krizinin nedeni olarak görmemektedir. Hükümetlerin iktisat politikalarındaki seçeneklerin beklentilerle çelişmesi durumunda döviz spekülasyonu ve döviz krizi ortaya çıkabilmektedir. Daha açık bir ifadeyle beklentiler, hükümetin sabit kur sisteminde bir devalüasyona gideceği şeklinde ise yatırımcılar devalüasyon öncesi ulusal paralarını satacaklardır. Buda temel ekonomik değişkenler devalüasyon gerektiren düzeye varmadan spekülâtif atak nedeniyle döviz krizinin çıkmasına neden olacaktır. Sonuç olarak kendi kendini besleyecek bir devalüasyon beklentisinin oluşması ile ortaya çıkan spekülâtif atak krizin en önemli nedenidir (Şişman, 2006: 26).

2. 1. 2. 3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri

1997 yılına gelindiğinde Asya'da ortaya çıkan kriz, Birinci ve İkinci Nesil Kriz Modellerinde belirtilen unsurlardan tamamen farklılık göstermekteydi. Çünkü ne parasal ve mali genişlemenin yol açtığı döviz rezervleriyle sabit kur arasındaki çelişkiyi açıklayan Birinci Nesil Kriz Modelleri ne de beklentileri ön plana çıkararak makro ekonomik politikaların etkisi olmasa bile sabit kur politikasının sürdürülemeyeceği tezini savunan İkinci Nesil Kriz Modeli bu krizi açıklamada yeterli görülmemektedir. Asya Krizinde, kriz öncesinde makro ekonomik göstergeler gayet sağlam görülüyordu. Yıllardır yüksek büyüme oranlarına ve düşük işsizlik rakamlarına sahiptiler ve bu durum 1996'nın ilk yarısında bile devam ediyordu. Bu ekonomik göstergelerin bir sonucu olarak sabit kurun devam ettirilebilmesi için herhangi bir baskı hissedilmiyordu (Samur, 2010: 32).

Üçüncü nesil modeller, bankacılık krizleri ile para krizlerinin birbirlerini besleyen bir kısır döngü meydana getirdiği ana fikrine dayanmakta ve krizlerin ülkeler arasında yayılma mekanizmasını açıklamaya çalışmaktadır. Krugman'ın 'ahlaki zafiyet' yaklaşımı ve Sachs'ın 'finansal atak' yaklaşımı bu çerçevede değerlendirilen öncü çalışmalardandır (Aktaran Boran, 2006: 31).

Masson (1998), 1997 yılına gelindiğinde uluslararası sermaye hareketleri ve uluslararası ticaretin serbestleşmesinin büyük ölçüde tamamlandığını, bununla birlikte yatırımcıların ve fon sahiplerinin çeşitli ülkelerde serbestçe yatırım yapma özgürlüğünün tamamıyla yerleştiğini ifade etmektedir. Bütün bu unsurların bir araya gelmesiyle birlikte üçüncü nesil kriz modellerinin, "bir ülkenin finans piyasalarında meydana gelen istikrarsızlıkların bir başka yerde, makroekonomik temellerle açıklanamayan bir krize neden olabilmesini" açıklamaya çalıştığını belirtmektedir.

Üçüncü nesil kriz teorileri Krugman'a göre 3 ana gruba ayrılabilir. Bunlar ahlaki tehlike, uluslararası finansal kırılganlık ve bilanço kötüleşmesi yaklaşımıdır (Aktaran Samur, 2010). Üçüncü nesil kriz teorilerinin oluşumunda Frederic Mishkin, Krugman'ın fikirleriyle paralel olarak asimetrik bilgi yaklaşımını kullanmıştır. Asimetrik bilgi genel olarak mübadele edilen bir mal hakkında her iki tarafın aynı seviyede ve kalitede bilgiye sahip olmaması şeklinde tanımlanabilir. Bu finansal anlamda ifade edildiğinde mübadeleye konu olan finansal unsur hakkında ödünç verenin bu finansal unsur hakkında ödünç alanla aynı miktarda ve aynı nitelikte bilgiye sahip olmaması durumunu ifade eder. Bu bakış açısı Akerlof'un araba piyasasını incelediği limon problemi esas alınarak oluşturulmuştur. Asimetrik bilgi sonucunda ters seçim problemi ortaya çıkmaktadır. Bu finansal kaynak sahibinin kaynağı kime ödünç vereceğini seçerken kendisi açısından arzulanmayan sonuçlar meydana getirmesi en muhtemel kişiyi seçmesidir (Mishkin, 1996). Ters seçimin ortaya çıkması durumunda aktarılan finansal kaynak yüksek riskli yatırım projelerine yönelecektir ve kaynak ödünç veren açısından geri ödenmeme riskiyle karşı karşıya kalacaktır. Mishkin, ifade edilen bu sürecin ekonomide finansal krizin oluşmasının nedenlerini oluşturan yüksek faiz

oranları, bankacılık panikleri, belirsizlik gibi unsurların oluşmasını sağlayacağını ve finansal krizin oluşacağını ifade eder.

Üçüncü nesil kriz teorilerinin temel özelliklerini şöyle ifade edebiliriz. Makro ekonomik değişkenler ekonomik krizin oluşması ve gelişmesi sürecinde önemli olmakla birlikte tek belirleyici değildir. Beklentiler krizin oluşması ve şiddetlenmesi aşamasında önemli rol oynamaktadır. Ekonomide ve özellikle finansal piyasalardaki panik havası krizin kıvılcımlanmasında önemli bir rol oynar. Para piyasası ve bankacılık sektörü problemleri arasında kuvvetli bir etkileşim vardır. Dolayısıyla hem para hem de bankacılık krizi birlikte ele alınmaktadır. Bütün bunların yanında uluslararası düzeyde geri besleme mekanizmaları ve ilişkiler vardır. Uluslararası finansal sermaye akımları bu noktada çok önemlidir. Bu durum üçüncü nesil kriz teorilerinin finansal krizlerin uluslararası karakterini ortaya çıkarmaktadır. Üçüncü nesil kriz teorilerinin bir diğer özelliği ise krizin hem sabit hem de serbest döviz kuru altında ortaya çıkabileceğidir (Samur, 2010).

Üçüncü nesil modellerde, diğer iki modelden farklı olarak hükümetin finans sektöründeki denetim ve kontrol eksikliği ve banka sisteminin zayıflığı konuları incelenmektedir (Dolu, 2009: 12). Öyle ki Üçüncü Nesil Kriz Modellerinin açıklamaya çalıştığı Doğu Asya Krizinin ortaya çıkmasında hükümetin bankalara verdiği örtük ya da açık garantiler, yurt dışından kredi sağlama imkânının artması ve bu kredilerin kullanım şeklide etkilidir. Finans sektörünün kontrolsüz borçlanması krizin başlama noktası olmuştur denilebilir.

2. 1. 2. 4. Finansal Krizlere Neden Olan Faktörler

Gelişmekte olan ülkelerde finansal krizler çoğunlukla, mali savurganlıklar, yanlış döviz kuru politikaları, uluslararası finansal şoklar, zamansız ve asgari koşullar oluşturulmadan yapılan finansal liberalizasyon uygulamaları ve yurtiçi bankacılık sektöründeki zayıflıklar nedeniyle ortaya çıkmaktadır (Aktaran Delice, 2003: 64).

Ekonomik krizler, ekonomi içi unsurlardan kaynaklanabileceği gibi ekonomi dışında gelişen olaylardan da kaynaklanabilir. Örneğin, ülke

düzeyinde ortaya çıkan bir doğal afetler, siyasal alanda yaşanan hükümet bunalımları, askeri darbeler, küreselleşme, teknolojik alanlardaki hızlı değişim ekonomik krizlerin ortaya çıkmasına neden olabilir. Şimdi ekonomik yapıdan kaynaklanmayan bu nedenleri bir kenara bırakarak finansal krizlerin oluşmasında etkili olan diğer faktörleri ele alalım.

2. 1. 2. 4. 1. Kamu Harcamaları

Borçlanmayla yapılan aşırı kamu harcamaları, gelişmekte olan ülkelerin finansal krize girmesinde en önemli nedenlerden biridir. Ülkedeki popülaritesini kaybetmek istemeyen yerel hükümet, ülkeye giriş yapan finansal kaynakları kamu harcamaları şeklinde kullanmaktadır. Bu şekilde kullanılan finansal kaynakların geri ödenme süresi geldiğinde, anapara+faiz ödemesiyle karşılanmaktadır. Fakat ülke yönetiminin, verimli yatırımlarda kullanmak yerine günübirlik düşüncelerle kullandığı yabancı kaynak, herhangi bir finansal getiri sağlamadığı için hükümeti likidite sıkıntısı içine düşürecek ve daha yüksek faiz oranı belirleyerek ülkeye daha fazla sermaye çekmeye çalışılacaktır. Bu şekilde tekrar eden süreçler ülkeyi borç kısır döngüsüne sokarak finansal krize neden olacaktır. Literatürde, günümüzde yaşanmakta olan Yunanistan krizinin bu şekilde ortaya çıkıp çıkmadığı tartışılmaktadır.

Krugman'ın ortaya attığı birinci nesil kriz modelleri, krizlerin çıkışındaki temel noktanın kamu harcamalarının para basılarak finanse edilmesi olduğunu savunmaktadır. Bu modelin açıklandığı kısımda bu durum ile kriz arasındaki ilişki anlatılmaktadır.

Bunun yanında Klasik iktisadi düşünce ve onun uzantılarına mensup olan bazı iktisatçılar genişletici kamu harcamalarının finansal krize neden olması için bu harcamaların aşırı olmasına gerek olmadığını savunmaktadır. Zira yapılan herhangi bir kamu harcaması iç ve dış borçlanmaya neden olacak ve sağlanan bu kaynaklar yatırıma dönüştürülemediği takdirde borçlar ve bütçe giderlerinin faiz yükü giderek artacaktır.

2. 1. 2. 4. 2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Finansal küreselleşmeyle birlikte ülkeler arasındaki sermaye akışı önünde nerdeyse hiçbir engel kalmamıştır. Bu sermaye hareketleri literatürde

borç yaratan ve borç yaratmayan yabancı sermaye şeklinde ayrıma tabi tutulmuştur. Borç yaratmayan sermaye girişi direkt fiziki yatırım ya da ülkede kurulu halde bulunan bir şirketin hisselerine ortak olmak şeklinde gerçekleşmektedir. Borç yaratan sermaye girişi ise ülke içindeki şirket ve finansal kurumlara borç vermek ya da ülkedeki finansal piyasalardan kazanç sağlamak şeklinde gerçekleşmektedir. Gelişmekte olan ülkelere giriş yapan sermaye hareketlerinin oranına bakıldığında spekülative sermaye olarak da isimlendirilen borç yaratan sermaye oranının oldukça fazla olduğu görülmektedir. Faiz ve kur arbitrajından faydalanmak için bir ülkeye giriş yapan spekülative sermaye akımları, ülke içinden veya dışından kaynaklanan ekonomik veya siyasal bir krizden dolayı buldukları ülkenin riskli duruma geçmesi halinde hızlı bir şekilde ülkeyi terk eder. Eğer Merkez Bankasının elinde yeterince döviz varsa, en son borç merci olma fonksiyonu olarak piyasanın ihtiyacını karşılayarak piyasadaki likidite ihtiyacını hafifletebilir. Ancak Merkez Bankasının piyasayı yeterince fonlayacak döviz yoksa bir devalüasyon mecburiyeti ile karşı karşıya kalınır ve ülkenin para biriminin değeri düşürülür. Döviz kıtlığı neticesinde yabancı para cinsinden borçlanmış olan finans kuruluşları da borçlanma maliyetlerinin artması neticesinde bir yıkım yaşar ve finansal krizlerin bir türü olan bankacılık krizi başlayabilir (Erdoğan, 2006: 26).

Spekülative sermaye akımları, bir ülkeye girdiği ilk anda ülkedeki kamu sektörü ve özel sektörün likidite ihtiyacını karşılayarak refah artışı sağlamaktadır. Ancak ülke ekonomisi veya uluslararası konjoktüre bağlı olarak ülkeden çıktığında, ülkenin bir ekonomik krize sürüklenmesine neden olmaktadır. Stiglitz, sermaye hesabının liberalleştirilmesinin, Doğu Asya krizine yol açan tek etmen olduğunu belirtip, bu sonuca sadece Doğu Asya krizini inceleyerek değil, 1975-2000 yılları arasında yaklaşık yüz diğer krizi inceleyerek ulaştığını vurgulamaktadır. Ayrıca sermaye akışlarının diğer ekonomik devrelerle hangi yönde hareket ettiğini gösteren verileri incelemiş ve durgunluk sırasında yani ülkenin en çok sermayeye ihtiyacı olduğu zamanda sıcak paranın ülkeyi terk ettiğini, bir canlanma döneminde ise enflasyonist baskıları şiddetlendirerek ülkeye girdiği sonucuna ulaşmıştır. Stiglitz ülkede kısa vadeli sermaye girişinin ortaya çıkardığı refahın, ülkede

kısa vadeli sermaye çıkışından dolayı oluşan refah kaybının çok altında olduğunu belirtmektedir (Stiglitz, 2006: 121-122).

Stiglitz, “Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı” adlı kitabının birçok bölümünde gelişmekte olan ülkelerin uluslararası finansal akımlardan yeterince yararlanılamaması, dolayısıyla sık sık finansal krize yakalanmasının temelinde bu ülkelerin finansal zayıflık ve kırılganlığının olduğunu ifade etmektedir. Bu ülkelerdeki finansal kırılganlığın ise gerekli düzenlemelerle finansal altyapıyı oluşturmadan, finansal liberalizasyon gerçekleştirildiği için ortaya çıktığını savunmaktadır.

2. 1. 2. 4. 3. Döviz Kuru Politikası

Döviz kurunun belli bir çapaya bağlanarak sabit bir kur politikası izlenmesi, finansal sektör yapısının kırılganlaşmasına neden olmaktadır. Çünkü kurun sürdürülebilmesi büyük zorluklar taşımaktadır. İlk olarak sabit kurun sürdürülemeyeceği beklentisi oluşması durumunda spekülative bir saldırıya maruz kalınabilir. İkinci olarak sabit döviz kuru uygulaması girişimcilere yerli para cinsinden borçlanmada paranın değer kaybetmeyeceği garantisini verdiği için döviz kuru üzerinden aşırı borçlanmayı teşvik etmektedir.

Sabit döviz kuru uygulayan bir ülkede kur baskısı oluştuğunda devalüasyon beklentisi yabancı yatırımcıları daha fazla faiz talep etmeye yönlendirir. Ülkenin kredi olanakları kısıtlanacağı için alınan borçların geri döndürülemez riski ortaya çıkar. Bunu anlayan spekülative saldırılarına başlarlar. Borçların ödenemeyeceğini düşünen yatırımcılar ülkede bulunan fonları da dövize çevirip ülke dışına çıkarır. Ülkede başlayan sermaye sıkıntısı finansal sektörlerden başlayarak krize neden olur. Sabit döviz kurunu uygulayan gelişmekte olan ülkeler, kuru kararlı bir şekilde sonuna kadar devam ettirebilecek döviz rezervine sahip olmadığı için çapa sürdürülememekte ve bir devalüasyonla sonuçlanmaktadır.

2. 1. 2. 4. 4. Ters Seçim ve Ahlaki Zafiyet(Moral Hazard)

Ahlaki zafiyet, iktisadi ajanların kendi faydalarını maksimize etmek amacıyla başkalarının zararına davranışlar sergilemeleri şeklinde

tanımlanabilir (Aktaş, 2010: 8). Akerlof'un ikinci el araba piyasasını örnek vererek açıkladığı limon piyasasının bir başka örneği kredi piyasasında ortaya çıkmaktadır. Buna göre asimetrik bilgi söz konusu olduğu için, bankalar iyi ve kötü müşteriyi ayırt edememektedir. Dolayısıyla bütün müşterilerine yüksek faiz uygulamaktadırlar. Ancak kötü niyetli müşteri buna aldirmeden borçlanmaya devam etmek istemektedir. Bu durum ters seçime neden olduğu için geri dönmeyen kredilerin oranında artış ortaya çıkmaktadır. Tüm bunların sonucunda ortaya çıkan bankaların likidite problemi finansal krizlere neden olmaktadır.

Ahlaki zafiyet, kredi sağlayanlar açısından ortaya çıkabileceği gibi kredi alanlar açısından da ortaya çıkabilir. Bankalar açısından ahlaki zafiyet kavramı, bankacılık sisteminin yanlış kredilendirme prensipleri ile daha fazla kar elde etmek amacıyla çalışması sonucunda ortaya çıkmaktadır. Buna göre bankalar devletin mevduata verdiği garantiye güvenerek, geri dönme ihtimali son derece düşük olan kredi kullanırlar. Bu durumda tasarruf sahiplerinin mevduatlarının devlet tarafından geri ödeneceği garantisizle kullanılan riskli kredi, bankaların davranışlarında ahlaki zafiyetin varlığını göstermektedir. Kredi alanın bu krediyi daha riskli yatırımlarda kullanıp geri ödenmeme riskini artırması ise kredi alanlar açısından ahlaki zafiyetin varlığını göstermektedir.

Kredi piyasalarında ahlaki zafiyet ve ters seçim gibi asimetrik bilgi sorunlarının büyümesi finansal piyasaların verimli yatırımların finansmanı için gereken aracılık işlevini yerine getiremez hale gelmesine yol açmakta ve bu da finansal krizlerin ve ekonomik dalgalanmaların başlıca sebepleri arasında yer almaktadır (Boran, 2006: 8).

2. 1. 2. 4. 5. Bulaşma Etkisiyle Başlayan Krizler

Özellikle 1990 yılı sonrasında son derece önem kazanan küreselleşme, ülkeler arası ilişkilerin tarihteki en yüksek seviyeye ulaşmasına neden olmuştur. Ülkeler arasındaki yoğun ilişkiler ekonomik alanda da yer bulmuştur. Bu ilişkilerin bir sonucu, yerli ekonomide ortaya çıkan olumlu ya da olumsuz bir gelişmenin yabancı ekonomilere de yayılması şeklinde ortaya

çıkıştır. Bunun en önemli örneklerini son yıllarda ortaya çıkan 2008 Finansal Krizi ve Güney Doğu Asya krizi oluşturmaktadır.

Yaşanılan ekonomik krizin o ülke ile sınırlı kalmaması, ülkelerin birbirleriyle ekonomik olarak sıkı ilişkiler içinde bulunmasından kaynaklanmaktadır. Küreselleşme, bölgeselleşme, ülkeler arası ikili anlaşmalar, GATT, IMF gibi kurumların uygulamaları, ülkelerin ekonomik olarak birbirleriyle bütünleşmesindeki temel nedenlerdir. Bu bütünleşmenin doğal bir sonucu olarak krizlerin artık ulusal boyutları aşp domino etkisi ya da tekila etkisi olarak adlandırılan bir bulaşma eğilimi göstermesi veya başka bir ifade ile küreselleşmesi kaçınılmaz hale gelmiştir (Yavaş, 2007: 1).

Bulaşma etkisi başlıca üç yolla gerçekleşmektedir.

İlk etki, gelişmiş ülkelerin uyguladıkları ekonomi politikalarının gelişmekte olan ülkeleri etkilemesi şeklinde olmaktadır. Örneğin Amerika'nın faiz oranlarını yükseltmesi gelişmekte olan ülkelerin dolar bazındaki dış borç yüklerini ağırlaştırmaktadır.

İkinci etki, ticari veya finansal piyasalar açısından birbirine bağlı ülkelerin izledikleri politikalardan kaynaklanmaktadır. Örneğin ihracat yapılan bir ülkenin durgunluk içine girmesi, ihracatı yapan ülkede de olumsuz bir etki oluşturacaktır. Güney Doğu Asya ülkelerine petrol ihracatı yapan Rusya'nın Güney Doğu Asya krizinden olumsuz etkilenmesi bu duruma örnektir.

Üçüncü olarak, makro ekonomik yapıları benzer ülkelerin benzer politikalar uygulamasıyla bulaşma etkisi ortaya çıkmaktadır. Örneğin ihracata dayalı büyüme politikası benimseyen iki ülkeden birinin herhangi bir hamlesi karşı tarafta olumlu veya olumsuz etkiye sebep olmaktadır. 1999 Brezilya Krizinde Brezilya'nın devalüasyona gitmesi, benzer politikalar uygulayan Arjantin üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır (Dolu, 2009: 31).

Literatürde bulaşma etkisi olarak tanımlanan bu durum son yıllarda herhangi bir ülkenin krize girmesi için olumsuz koşullara sahip olma gerekliliğini ortadan kaldırmıştır. Bulaşma etkisinin krize neden olmadaki etkisinin ne düzeyde olduğu Amerika'da ortaya çıkan finansal krizin dünyaya yayılma hızı ve derecesinden anlaşılabilir. Bulaşma etkisinin krize neden olmadaki etkisinin ne düzeyde olduğu Amerika'da ortaya çıkan finansal krizin dünyaya yayılma hızı ve derecesinden anlaşılabilir.

2. 1. 3. Son Yüzyılda Yaşanan Önemli Ekonomik Krizler

1900'lü yıllardan itibaren irili ufaklı pek çok ekonomik krizle karşılaşılmasına rağmen, biz aşağıda sadece şiddetinin büyüklüğü açısından bu ekonomik krizler arasında ayrı bir öneme sahip olan 1929 Buhranı ve son 30 yıldır gelişmekte olan ülkelerde karşılaşılan ekonomik krizleri ele almaktayız.

2. 1. 3. 1. 1929 Buhranı

1929 Ekonomik Buhranı şiddeti, süresi ve ortaya çıkardığı sonuçlar bakımından günümüze kadar yaşanmış en büyük krizdir. 2008 Finansal Krizi ortaya çıktığı zaman, Büyük Buhran kadar büyük ve etkili olup olmayacağına birçok tartışmaya konu olmasının nedeni de budur. Günümüzde de bu karşılaştırmaların söz konusu olduğu çalışmalar yapılsa da net sonuçlara ulaşmak mümkün değildir. Zira 2008 finansal krizinin ekonomik göstergeler üzerindeki etkileri henüz geçmiş değildir. Finansal krizin etkileri tam olarak ortadan kalkmadan, finansal krizin sonuçlarını ortaya koymak yanlış olacaktır.

Amerika Birleşik Devletleri, Birinci Dünya Savaşından sonra ekonomik olarak oldukça olumlu gelişmelere sahne olmuştur. Hatta krizin yaşandığı senenin başında bile oldukça olumlu gelişmelerin yaşandığı gözlemlenmiştir. Birdenbire mali piyasalarda yaşanan olumsuz gelişmeler ve bu durumun kısa bir sürede reel sektöre yansması buhranın başlamasının özeti olarak ifade edilebilir.

Birinci Dünya Savaşından en kazançlı çıkan ülkelerin başında ABD gelmektedir. Bu durum 1920'li yıllarda ABD'nin ekonomik açıdan oldukça iyi bir dönem geçirmesine neden olmuştur. Birinci Dünya Savaşı nedeniyle ihracatı düşen ABD savaşın bitmesiyle talep sorununu aşmıştır. Bunun yanında savaş nedeniyle tazminat ödeyen ülkeler arasında yer almadığı için elde edilen dış ticaret fazlası ülke içi tüketim ve yatırıma yönelmiş ya da savaş tazminatı ödeyen ülkelere borç verilmiştir. Buna benzer birçok durum, ABD'nin Büyük Buhranın hemen öncesine kadar on yıl boyunca, üretimde yüksek büyüme rakamları, yüksek istihdam oranları, dış ticarete fazla, borsada devamlı yükselişler yaşamasını sağlamıştır. Amerikalılar bu olumlu

durumun bir yansıması olarak, bu döneme “kükreyen yirmiler” ismini vermiştir.

Bu dönem sadece makro ekonomik düzeydeki başarıların dışında mikro düzeyde bireylerin hayatında da önemli refah artışları sağlamıştır. Her ne kadar bu dönemde gelir dağılımındaki adaletsizliğin yükseldiğinden bahsedilse de birçok insan eskisine göre daha zengin hale gelmiştir (Galbraith, 2009: 16). Ücretler yükselmiş ve önceden zenginlerin ulaşabildiği; tatil, otomobil, borsa’da para kazanmak gibi ürün ve hizmetler daha alt tabakadaki insanlar tarafından da ulaşılabilir olmuştur. Böylesine olumlu giden bir ekonomide bireylerin ekonomik çöküşün gerçekleşeceğine dair bir beklentileri bulunmuyordu.

Ortamın verdiği bu iyimserlikle birlikte borsadaki büyük ve kolay kazanç bütün Amerikalıları kendine çekmeye başlamıştı. Kolay ve çabuk para kazanmak isteyen Amerikalılar tüm paralarını borsaya yatırdıkları gibi bir de kredi çekerek kâğıt almaya başlamışlardı. Bankalar ve diğer finansal kurumların aracı kurumlara verdiği krediler belirli bir marj ile hisse senedi alımında kullanılıyordu. ABD merkez bankasından % 6 ile fon sağlayan ticari bankalar bu fonu % 12 ile aracı kurumlara kullanıyordu. Aracı kurumlar kredi ile aldıkları hisse senetlerini teminat göstererek bankalardan daha fazla fon kullanıyor ve yeni sağlanan bu fonlarla yine hisse senedi alıyorlardı. Hisse senetlerine gelen bu spekülâtif talep ile birlikte hisse senedi piyasa değerleri temettü verimlerinin çok üzerindeki seviyelere yükselmişti. 1928 yılı başlarında 191 olan Dow-Jones endeksi 1929 Eylül’ünde 382 olmuştu, aynı dönemde kredi ile satılan hisse senedi miktarı 5 milyon dolardan 850 milyon dolara yükselmişti. Fiyat/kazanç oranı 10 seviyesinden 20 seviyesine yükselmişti ve daha da yükselmesi bekleniyordu. Fiyatlardaki bu yükseliş, teminatı hisse senedi olan krediler için olası bir fiyat düşüşünde geri ödenmeme riskini de beraberinde getiriyordu (Aracı, 2010: 12). Ekonomistler, ileride iyi bir kar oranıyla satmak için bir şeyler satın almaya devam eden insanların sayısı, fiyatların artışını sürdürmeye yetecek kadar arttığı sürece, birilerinin bunun devam ettirmemesi için hiçbir neden olmadığını ileri

sürüyorlardı (Galbraith, 2009: 18). Ancak yaşananlar ekonomistlerin birçoğunun yanlış düşüncede olduğunu ortaya koydu.

Büyük çöküş 24 Ekim 1929 Perşembe günü New York Borsasındaki dibe vuruş ile başlamıştı. Sadece bir günde borsa 4 milyar dolar değer kaybetti ve bu kayıp yılsonuna kadar daha da artmıştır. Bireyler ve kurumlar borsada kâğıtları satmaya çalıştıkça fiyatlar düşmüş ve kriz derinleşmişti. Borsada bankalarında bulunması kriz sürecinin bankalar, aracı kurumlar, üreticiler, bireyler şeklinde yayılmasına neden olmuştu. Bu süreçte kriz, yüz binlerce Amerikalının kaderlerini etkileyen boyuta ulaşmıştı. Bir yanda insanlar işlerini kaybederken, diğer tarafta işletmeler üretim gücünü çekmişlerdir. Bu aşamada üretim yapabilen firmalar ise bu ürünleri pazarlamakta sorun yaşamışlar ve halkın alım gücünün düştüğünü fark ettikleri için zamanla üretim kapasitelerini düşürüp ayakta kalmaya çalışmışlardır. Krizin en şiddetli dönemi olan 1929 – 1933 yılları arasında Amerika’da endüstriyel üretim % 37, fiyatlar % 33, reel milli gelir % 30 oranında düşmüştür (Kuşgözoğlu, 2010: 38). 1933 yılında toplam üretim 1929 yılındakinden neredeyse üçte bir oranında daha az gerçekleşmiştir. 1937 yılına kadar, üretimin maddi hacmi 1929 seviyelerine ulaşamamış, 1930 ve 1940 yılları arasında, sadece bir defa 1937 yılında, ülkedeki işsiz sayısı sekiz milyonun altına düşmüştü. 1933 yılında nüfusun dörtte birine karşılık gelen yaklaşık 13 milyon kişi işsiz kalmıştır (Galbraith, 2009: 177).

Yakın tarihte yaşanan I.Dünya Savaşı’nın krize karşı küresel bir işbirliğine izin vermemesi, o dönemde altın standardı sisteminin geçerli olması ve başta ABD olmak üzere devletlerin büyük bir kısmının ithalatı kısıtlayıcı önlemlere(gümrük duvarlarının yükseltilmesi vb.) başvurarak uluslararası ticareti sekteye uğratması 1929 krizinin tüm dünyayı etkisi altına almasına neden olmuştur (Aktaş, 2010: 20).

1929 yılında patlak veren kriz, aşağıdaki çizelgede de görüleceği gibi, tüm dünya üretim ve ticaretini çok ciddi anlamda etkilemiştir. 1932-1933 yılına kadar gerileme devam etmiş ve 1935 yılı ile birlikte hafifte olsa bir toparlanma başlamıştır (Aracı, 2010: 18).

Çizelge 1. 1929 Buhranından Sonra Dünya Üretimi ve Uluslar arası Ticaret Hacmindeki Değişim

	1929	1932	1933	1935
Üretim	100	69	78	95
Uluslar arası Ticaret	100	75	76	82

Kaynak: Dornbusch, Rudiger ve diğerleri, 1998; s.405

Dünya genelindeki bu olumsuz tablonun oluşmasında Amerika'nın büyük payı olmuştur. Ancak ABD dışında o dönemde dünya ekonomisinin üç önemli ülkesi olan İngiltere, Fransa ve Almanya da krizden önemli derecede etkilenmiştir.

İngiltere'de kriz tıpkı Amerika'da olduğu gibi borsada büyük düşüşlerle başlamıştır. Değerli yerli para nedeniyle dış ticaret açığı artmıştır. İngiltere bu süreçte Altın Standardı para sistemi ve liberal politikaların sürdürülmesi konusunda diğer ülkeler gibi ısrarlı davranmamış ve bu İngiltere'nin krizden çıkış sürecini hızlandırmıştır. İlk olarak Altın Standardı sistemi terk edilerek parasını devalüe etmiş ve ihracatını artırarak dış ticaret açığının büyümesini engellemiştir. Yine açık piyasa işlemlerini kullanarak piyasadaki likidite sıkıntısını gidermiştir. Maliye politikası açısından; işletmelere ucuz kredi sağlanmış, teşvikler verilmiş, devlet bazı sektörleri korumuş ya da bizzat işletmeci olarak piyasaya girmiştir. Bunlar gibi diğer başka para ve maliye politikalarının etkisiyle İngiltere ekonomisinin krizden diğer ülke ekonomilerinden daha az etkilendiği görülmüştür. Fransa ise uyguladığı kapalı dış ticaret rejimi nedeniyle krizden geç etkilenmiştir. Ancak Amerika gibi krizin etkileri 1938'e kadar devam etmiştir.

Birinci Dünya Savaşından en büyük zararla çıkan ülke kuşkusuz Almanya olmuştur. Savaştan sonra, hem savaş tazminatını ödemek hem de ülkenin yeniden inşasını gerçekleştirmek amacıyla nakit sıkıntısı içine düşmüştü. Krize kadar bu durumu ABD ve diğer ülkelere kredi sağlayarak halledebilmişti. Yaşanan ekonomik kriz, kredi maliyetlerini artırmış hatta kredi imkânlarını bitirmiştir. Bu gelişmeler nedeni ile Almanya 1931 yılı Haziran'ında iflasını açıklamıştır. İki yıl içinde Almanya'da milli gelir % 42, sanayi üretimi % 40 azalırken işsizlik % 30,8'e yükselmiştir. Yoğun iflaslar yaşanmış, tüm dünyada düşen tarım fiyatları Alman köylüsünü de fakirleştirmiştir (Galbraith, 2009: 180).

1929 Buhranının hemen ertesinde yapılan çalışmalar krizin bu denli yayılması ve şiddetlenmesine neden olabilecek hiçbir bulguya rastlanmadığını ortaya koymuştur. Zira üretim-tüketim mekanizmasının aksamasına neden olacak bir durum bulunamamıştır. Emek gücü yorgun değildi ve ülkenin sermaye sahasında da bir sorun oluşmamıştır. Hatta refah yıllarından önceki yıllarda, sermaye sahası yenilenmiş ve geliştirilmişti. Hammaddeler üretimin mevcut seviyesi için yeterliydi. Açıkçası eğer kişiler, malzemeler, atölye ve yönetimin hepsi sürekli ve daha büyük işleri gerçekleştirebiliyorsa, duraklamanın hiçbir sebebi yoktu. Olayın talep yönüne bakılırsa bu yıllarda artan üretimle birlikte insanlarda artan oranda mala sahip olmuştu. Yani tüketimde kapasite artışı olmuştu. Toplam talebin üretme kapasitesine ulaşabilmesi için bunalım söz konusu olamazdı (Galbraith, 2009: 182).

Göstergeler son derece olumluyken ülkenin krize girmesinin nedenleri başta J.K. Galbraith olmak üzere bir çok ekonomist tarafından incelemeye tabi tutulmuştur. Galbraith'in ünlü *1929 Büyük Kriz* kitabında ifade etmeye çalıştığı temel nedenler aşağıda beş başlık altında ele alınmıştır (Galbraith: 2009)

1) Gelirin Kötü Dağılımı: Rakamlara göre nüfusun yüzde beşi tüm gelirin üçte birine sahipti. Gelirin adaletsiz dağılımı ekonominin daha yüksek bir yatırıma ve daha yüksek bir lüks tüketici harcamalarına bağlı olmasına neden oluyordu. İktisat bilimindeki esneklik konusundan hareketle lüks harcama ve yatırımların düzensiz etkilere daha fazla maruz kalması beklenmektedir. Nitekim bu harcama ve yatırım grubu 1929 Ekim'indeki piyasa haberlerinden çabuk etkilenmiştir.

2) Kötü şirket yapısı: 1920'li yıllarda hukuki yapının eksikliğinden dolayı şirket yapılanmasında ve piyasada rüşvetçilik, dolandırıcılık, üç kağıtçılığın sık rastlanan durumlar olduğu gözlemlenmiştir. Bu durumda şirketlerin ekonomideki olumsuzluklardan çabuk etkilenmesine neden olmuştur.

Bu başlık altında değinilmesi gereken başka bir konuda piyasadaki tekelleşmedir. 1929'a gelindiğinde Amerikan ekonomisinin % 50'sini 200

holding kontrol ediyordu. Bunun anlamı, tek birinin iflâsı halinde koca bir ekonominin sarsılmasıydı.

3) Kötü banka yapısı: Banka yöneticileri oldukça iyi yönetimler sergilemelerine rağmen banka yapılarının özündeki zayıflık bankaların krize girmesinin önündeki temel nedendir. 1920'li yıllarda Amerika'da banka kurulması çok fazla yükümlülük gerektirmiyordu ve bu kolaylıktan dolayı günde 4-5 banka açılıyordu. Bunların sermaye esaslarını, rezerv ve kredi oranlarını belirleyen yasalar yoktu (Aracı, 2010: 12). Bankaların bu zayıflığına bazı özel durumlar eklenince bankaların krize girmesi kaçınılmaz olmuştur. Bunlardan en önemlileri arasında FED'in yüksek faiz politikası, bireylerin paralarını bankalardan hızlı bir şekilde çekmeleri ve bankaların likiditede kalmak amacıyla kredi vermekte seçici davranmaya başlamaları sayılabilir. Faizlerin yükselmesi herkesten önce zaten gelirleri azalmış çiftçileri etkilemiş, kredilerin ödenmemesinden dolayı tarım bölgelerindeki bankaların çoğunluğunu oluşturduğu 608 banka batmıştır.

4) Dış Ticaret Bilançosunun Kötü Yapısı: Birinci Dünya Savaşı süresince ABD, uluslararası arena için bir kreditor durumundaydı. Bunun yanında 1920'ler boyunca ABD ile ticari ilişkiye sahip ülkeler sattıklarının daha fazlasını alıyorlardı. Bu ABD'ye olan borcun gitgide büyümesine neden olmuştur. Ülkeler bu borcu ya altın rezervlerinden ya da ABD'nin diğer ülkelere verdiği özel borçlarla kapatabiliyordu. Bu durum bu şekilde uzun süre devam edemezdi. Borçların kalıcı şekilde ortadan kalkması için ya borçlu ülkeler ithalatlarından fazlasını ihraç edeceklerdi ya da borçlarını ödemede temerrüde düşeceklerdi. ABD'nin birinci yolu kapamak için ithalatı azaltıcı önlemler alması, "komşunun canı çıksın" politikasını ortaya çıkarmıştır. Bu durum krizin daha çabuk yayılmasına ve boyutunun büyümesine yol açmıştır. Birçok ülke ithalatını azaltmış yurtdışına para transferini önlemeye çalışmış ancak, bu durum ihracat yapan ülkeleri ekonomik bakımdan zora sokmuştur. Misilleme şeklinde yaygınlaşan korumacılık uygulamaları uluslar arası ticaretin çökmesine yol açmıştır (Aktaş, 2010: 20). Bu düşüş özellikle tarım sektörünün büyük sıkıntılar yaşamasına neden olmuştur.

5) Ekonomi Bilgisinin Zayıflığı: 1930'larda krizden çıkış için devlet müdahalesini savunan Komünistler ve Keynesçiler büyük tepki ve suçlamalarla karşılaşmışlardır. Bu dönemde maliye ve para politikaları Neo liberal iktisatçılar ve devlet yöneticileri tarafından şiddetle reddedilmiştir.

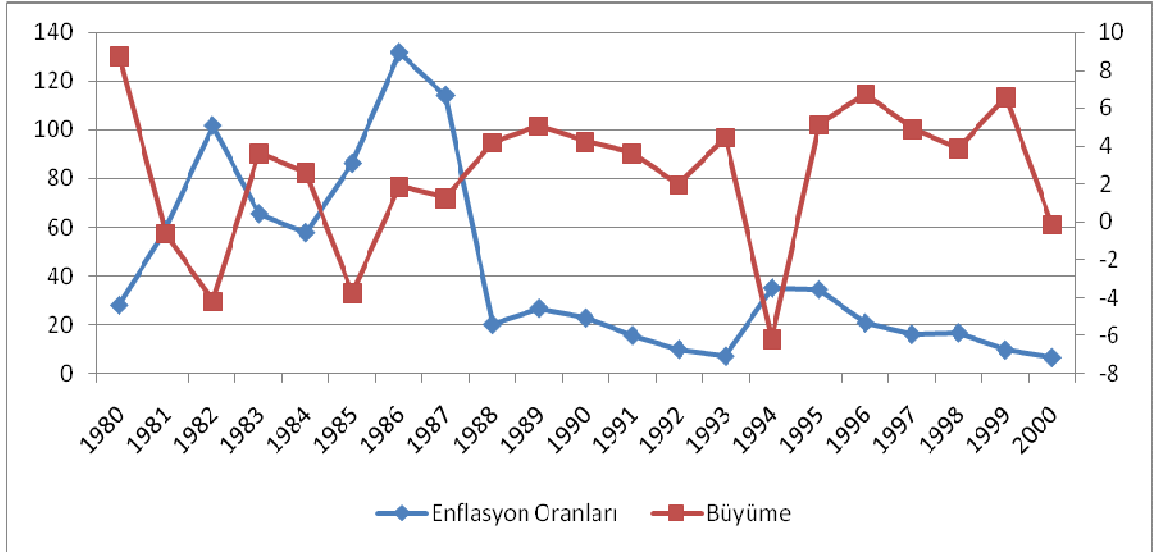
Hükümet yöneticileri bütçe dengesi politikasının güdülmesi konusunda ısrarlı davranmışlar ve krizin daha da derinleşmesinde rol oynamışlardır. Para politikası açısından incelendiğinde FED'in 1928'de başladığı parasal daralma politikası göze çarpmaktadır. Borsada spekülatif köpük oluştuğunu düşünen FED, bu köpüğü söndürmek için parasal daralma yolunu seçmiş ve bu operasyondan ekonominin Wall Street dışında kalan kısmının etkilenmeyeceğini açıklasa da kredi daralmasının üretim ve fiyat düşüşleri şeklinde sonuçlanması krizin ilk aşamasının ortaya çıkmasına neden olmuştur (Kuşgözoğlu, 2010: 39).

Amerikan hükümetinin ekonomi yönetimindeki tecrübesizliğinin bir diğer göstergesi, altın esasında kalma ısrarıydı. Altın esas dediğimiz, kâğıt paranın değerini belirli bir miktar altına bağlamak, insanların kâğıt paralarını istedikleri anda altınla takas edebileceklerini garanti etmek demektir. Ulusal ekonomi bağlamında, bu uygulama hazine ne kadar altın varsa, tedavülde de o kadar para olacak anlamındadır. Ülkelerin, altın standardına bağlı olarak kur seviyelerini düzenlemeye ve sabitlemeye çalışmaları, ülkelerin ekonomilerini canlandırıcı para politikaları uygulayabilmelerini engellemiş ve sıkı para politikası nedeniyle, krizin daha da derinleşmesine neden olmuştur. Piyasada para olmayınca ekonomik faaliyetlerin sürdürülmesi mümkün olmamıştır. Sıkı para politikası ve izleyen faiz artışı reel sektörün daha da küçülmesine yol açmıştır (Aracı, 2010: 16).

2. 1. 3. 2. 1994 Meksika(Tekila) Krizi

Latin Amerika ülkelerinin temel ekonomik problemi olan yüksek enflasyon ve istikrarsızlık Meksika'nın da temel sorunu olmuştur. 1980'lerde petrol fiyatlarında yaşanan düşüş petrol ihracatçısı durumundaki Meksika'yı zor durumda bırakmıştır. Bunun yanında bu yıllarda Latin Amerika'da yaşanan ekonomik kriz de Meksika'yı şiddetli bir şekilde etkilemiştir. Meksika

bu yıllarda bazı ekonomik yenilikler gerçekleşirse de bunlar yeterli olmamıştır.



Şekil 2. Meksika Büyüme ve Enflasyon Oranları

Kaynak: Worldbank Data, 2012.

1987 yılında temel amacı enflasyonu düşürmek olan yeni bir reform programı uygulanmaya başlanmıştır. Bu reform programı 4 ana unsurdan oluşmaktaydı; ülke ekonomisinin uluslararası rekabete açılması, ciddi bir özelleştirme ve liberalizasyon, önceden belirlenmiş bir nominal döviz kuru çapasına dayalı ve sıkı para ve maliye politikalarıyla desteklenen bir istikrar programı, hükümet, özel sektör ve sendikalar arasında yapılan ve fiyat, döviz kuru ve ücret artışlarını belirlemeye yönelik kapsamlı bir sosyal ve ekonomik sözleşmedir (Hacıhasanoğlu, 2005: 23).

Meksika yukarıda bahsedilen programla öncelikle enflasyon sorununu ortadan kaldırmak istiyordu. Bunun yanında bütçe açıklarını düşürmek, uluslararası ekonomik serbestleştirmeyi gerçekleştirerek dış borç sorununu çözmek, yıllardır kamunun öncülük ettiği ekonomide özel sektörü ön plana çıkararak büyüme sağlamak gibi amaçlar söz konusuydu. Şekil 4'den de görüldüğü gibi 1994 yılına gelindiğinde sıkı maliye politikalarıyla önce bütçe açıkları düşürülmüş sonrasında enflasyon oranları aşağıya çekilmiştir. Ekonomik liberalizasyonla ticaret ve finansal serbestleşmenin gerçekleştirilmiş olması, Meksika'nın uluslararası arenada itibarını artırmıştır. Bunun yanında

bu dönemde yapılan Brady Planı, Meksika'nın yapmakla yükümlü olduğu faiz ve anapara ödemelerini azaltarak ülkenin borç servisi yeteneğini artırmıştır. Dış borçtaki ve ekonomideki olumlu gelişmeler Meksika'ya uluslararası finansal piyasaların kapısını açmıştır. Bu olumlu hava ülkeye yoğun bir yabancı sermaye akışı sağlamıştır (Hacıhasanoğlu, 2005: 27).

1994 yılına gelindiğinde Meksika ekonomisi gerçekleştirilen reformların başarısı konusunda birçok ülke tarafından örnek alınıyordu. Fakat bazı olumsuz durumlar söz konusuydu. Öncelikle büyüme oranları düşüktü. İkinci olarak ülkeye yoğun bir sermaye akışı olması özel tasarrufları düşürmüştü ve cari açık artmıştır. Üçüncü olarak ülke parasının çapa ile başka ülke parasına bağlı olması ve yoğun sermaye girişi reel kuru artırmıştır.

1993'de NAFTA(Kuzey Amerika Ülkeleri Serbest Ticaret Antlaşması)'ya da üye olan Meksika'nın ekonomik olarak daha iyi performans göstermesi bekleniyordu. Fakat ulusal ve uluslararası arenada beklenmedik gelişmeler durumu tersine çevirmiştir. İlk olarak 1994 yılında ABD'nin faiz oranlarında artışa gitmesiyle birlikte uluslararası sermaye, gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Bunu takiben kur üzerinde baskı oluşmuş ve dış ticarete olumsuz durumlarla karşılaşmaya başlanmıştır (Mishkin,1996). İkinci olarak ülke içinde gerçekleşen siyasi suikastlar ülke içinde huzursuzluk yaratmış ve yabancı sermayenin hızla ülke dışına kaçmasına neden olmuştur. Bunlarla birlikte ekonomik alanda var olan, devlete ve bankacılık sistemine ait kısa vadeli yükümlülüklerin likit rezervlere oranının çok yüksek seviyelere ulaşmış olması, panik içindeki uluslararası yatırımcıları Meksika'nın borçlarını ödeyemeyeceği endişesine sevk etmiş ve hızlı biçimde fonlarını geri çekmeye başlamışlardır.

Meksika hükümetinin 20 Aralık 1994 tarihinde döviz kuru bandını % 15 oranında genişletme kararından bir sonuç elde edilememesiyle 22 Aralıkta pezo dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu durum faiz oranlarının fırlamasına yol açmış ve bankaların portföylerinin bozulmasını hızlandırmıştır. Meksika bu durumu takiben ekonomik bir krizin içine girmiştir.

Meksika'nın NAFTA üyesi olması ve Amerika açısından stratejik bir konumda bulunması, ekonomik krizden çıkışta uluslararası destek

bakımından elini kuvvetlendirmiştir. Nihayetinde sağlanan kredilerle birlikte krizden çıkmış ve pozitif büyüme rakamları ile birlikte istikrarlı bir ekonomi sağlanabilmiştir.

2. 1. 3. 3. Güney Doğu Asya Krizi

Güneydoğu Asya ülkelerinde 1997 yılı ortalarında başlayan kriz, 2 Temmuz 1997 tarihinde Tayland'ın para birimi Baht'ı yaklaşık % 25 devalüe etmesiyle başlamış ve hızla diğer bölge ülkelere yayılmıştır. Kur sorunu olarak başlayan ekonomik sıkıntı sene sonuna doğru bölgedeki bankaları, borsaları ve hatta tüm ekonomileri zor durumda bırakmıştır (Stiglitz, 2006: 111). Kriz devam ederken, işsizlik artmış, GSYİH düşmüş, bankalar kapanmıştır. 1998 yılında, GSYİH Endonezya'da % 13.1, Kore'de % 6.8, Tayland'da % 10.5 düştü. GSYİH Endonezya'da 3 yıl sonrasında bile kriz öncesinden hala % 7.5 daha düşüktü.

Çizelge 2. Güney Doğu Asya Ülkelerinin Büyüme Oranları (%)

Ülkeler	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Güney Kore	6,1	8,5	9,1	6,9	4,6	-6,8	9,4	8,4	3,9
Endonezya	7,2	7,5	8,3	7,6	4,6	-13,1	0,8	4,9	3,6
Malezya	9,9	9,2	9,8	10	7,3	-7,3	6,1	8,8	0,5
Tayland	8,2	9	9,2	5,9	-1,3	-10,5	4,4	4,7	2,1

Kaynak: Worldbank Data, 2012.

Aslında Güney Doğu Asya'da ortaya çıkan ekonomik kriz çoğu gözlemciyi şaşkınlığa uğratmıştır. Zira bölgedeki ülkeler önceki 20 yılda yüksek büyüme rakamlarıyla beraber istikrarlı bir ekonomiye sahip olmuşlardır. Bu ülkelerin kriz öncesi dönemi incelendiğinde, önemli sayılabilecek makroekonomik dengesizliklerin olmadığı görülmektedir. Her ne kadar; özel sektöre açılan kredilerdeki hızlı artış ve buna paralel olarak özel sektörün bankalara olan borçlarının artması, reel anlamda ulusal para birimlerinin aşırı değerlenmesi, cari işlemler açığının yükselmesi gibi bazı göstergeler ekonomik gidişin yön değiştirmesi gerektiğini düşündürüyorsa da,

bu göstergeler önemli bir krizi önceden kestirmek için yeterli değillerdi (Güloğlu, 2001: 11).

Ülkelerin ekonomik yapılarından kaynaklanan sorunlarda olmasına rağmen bu krizin ana nedeninin para ve sermaye piyasalarında aşırı liberalleşme olduğu artık çoğu iktisatçı tarafından kabul görmektedir. 1990'lı yıllarda bölgedeki ülke yöneticileri ülkelerinin yabancı sermayeye ihtiyacı olmadıklarını belirtmişler ve liberalleşmiş sermaye piyasalarıyla birlikte gelen krizi sorunların kaynağı olduğunu belirtmişlerdir. Buna rağmen uluslararası baskılar sonucu dünyanın her yerinde olduğu gibi bu ülkelerde de uluslararası sermaye piyasalarının liberalleşmesi gerçekleşmiştir (Stiglitz, 2006: 124). Finansal liberalleşme sonucu başta Güney Kore, Endonezya ve Tayland olmak üzere özel sektör bazında yoğun bir dış borçlanmaya gidildiği görölmektedir. Özel kesimin yabancı borcunun yükselmesi bu ülkeleri yabancı sermaye kaçışına karşı kırılgan bir hale getirmiştir. Nitekim bu ülkeler açısından ekonomik kırılganın gerçekleşmesi birkaç yıl içinde ortaya çıkmıştır. ABD Merkez Bankasının kısa vadeli faiz oranlarını yükseltme kararı ABD'yi kısa vadeli yatırım açısından daha çekici hale getirmiştir. İlk etapta ABD'ye akan yabancı sermaye doların değerlenmesine neden olmuştur. Bu dönemde dolara çapa ile bağlı olan bütün ülkelerde olduğu gibi Doğu Asya ülkelerinde de yerli para değerlenmiştir. Bu durum yabancı sermaye kaçışıyla zor durumda kalan Doğu Asya ülkelerinin dış ticaret açısından da rekabet güçlerinin azalmasına neden olmuştur.

Bu ekonomik krizi sadece kısa vadeli yabancı sermayeye dayandırmanın yanlış olacağını belirten iktisatçılarda vardı. Çünkü bölge ülkeleri, ekonomik istikrara ve yüksek büyüme oranlarına sahipken bazı yapısal sorunları çözememiştir. Özellikle hukuki, finansal ve bankacılık altyapısının sağlam olmaması gelen sıcak paranın ekonomide verimli sektörlere aktarılamamasına neden olmuştur. Kredilerde resmi olarak olmasa da devlet garantörlüğünün olması, bankalar tarafından açılan kredilerin mali disiplinden uzak, yeterlilik aranmaksızın açılmasına neden olmuştur (Karluk ve diğerleri, 1999: 10).

1990'lı yıllarda kurların reel anlamda değer kazanması finansal liberalizasyonun ardından dış borçlanmayı özendiren bir atmosfer meydana getirmiştir. Bu durum sermaye piyasalarında açık pozisyonun artmasına neden olmuştur. Bu pozisyonun sürdürülebilmesi için kısa ve uzun vadede yüksek bir ihracat gerçekleştirilmesi gerekir. Bunun koşulu ise kısa vadede kurların ülke lehine hareket etmesidir. Uzun vadede ise yabancı sermaye hareketleri, ticarete konu olan malların yatırımlarının finansmanına yönelmelidir (Yentürk, 2005: 54). Bu koşulların Güney Doğu Asya'daki durumunu incelersek durumun pek de olumlu olmadığı görülmektedir.

Kısa vadede, ilk olarak 1994 yılında Çin'in para birimi Yuan'ın % 45-50 oranında devalüe edilmesi diğer Asya ülkelerinin bu ülkeyle ortak ihracat yaptıkları pazarlardaki rekabet avantajlarını olumsuz etkilemiştir (Boran, 2006: 38). İkinci olarak çapa ile ABD dolarına bağlı olan bölge ülkelerinin para birimleri doların değer kazanması ile değer kazanmaya başlamıştır. Güney Kore, Tayland, Filipinler, Endonezya gibi ekonomik açıdan ihracatın büyük önem taşıdığı ülkeler yukarıda bahsedilen olumsuz durumlarla döviz sıkıntısı içine düşmüşlerdir. İhracatın düşmesi talebi de düşürdüğü için üretim daralmak zorunda kalıyor ve ekonominin dış ayağını oluşturan ödemeler bilançosu açığı sorununu ortaya çıkarmıştır.

Uzun vadede ise ülkeye giriş yapan kısa vadeli yabancı sermaye, özel sektöre açılan kredileri artırmıştır. Bu süreçte özel sektöre aktarılan kısa vadeli yabancı kaynak, gelir getiren yatırımlar yerine ticarete konu olmayan sektöre yönelmiştir. Bu kaynaklar, emlak ve menkul kıymet piyasaları, ihracata dönük olmayan verimsiz sanayi yatırımları ve tüketim harcamalarında değerlendirmiştir. Gelir sağlanamayan özel sektör harcamalarıyla birlikte, 1997 Haziran ayında özel sektör borcu ülke döviz rezervlerini aşmış ve cari açık sorunu ortaya çıkmıştır.

Bölgedeki yabancı sermayenin ABD'ye akması ve döviz kuru üzerinde oluşan baskı, Asya ülkelerinin uyguladıkları döviz kuru politikalarını uzun süre devam ettiremeyecekleri beklentisini oluşturmuştur. Bu beklentiler döviz kurlarına yönelik spekülatif hareketleri hızlandırmıştır. Bütün bunlara, göreceli olarak pahalı hale gelen Güney Doğu Asya ülkelerinin ihraç malları yüzünden

ihracatının azalması, cari işlemler dengesinin büyük açıklar vermeleri ve bankaların en çok kredi verdiği inşaat sektöründe fiyatların hızla düşmesi nedeniyle kötü kredilerin artması eklenince, Asya ülkeleri paralarını çok hızlı biçimde devalüe etmek zorunda kalmışlardır (Güloğlu, 2001: 13).

Bu ülkeler krizin etkisini hafifletebilmek için yabancı sermayeyi tekrar bölgeye çekmek istemişlerdir. Bu amaçla faiz oranlarını yükselten bölge ekonomileri ülkelere sermaye çekemedikleri gibi yüksek faiz oranlarında borçlanamayan ülke içi şirketleri de zor durumda bırakmışlardır. Krizin önlenmesi amacıyla ardı ardına IMF anlaşmaları yapıp IMF kredileri kullanılmıştır. IMF kredileri, sübvansiyonların kaldırılması, faizlerin yükseltilmesi, bütçe ve dış ticaret açıklarının kapatılması gibi klasik şartların yerine getirilmesine bağlanmıştır. Ancak Latin Amerika krizlerinde kamu açıklarından dolayı başarılı olan bu IMF reçeteleri, Güney Doğu Asya'da başarılı olmamış ve krizi daha da derinleştirmiştir.

Kriz sürecini takiben bölge ülkelerinde yerli paraların yabancı paralar karşısında değerinde aşırı düşüşler meydana gelmiş, bankaların aldıkları açık pozisyon ve vade riskleri nedeni ile banka iflasları yaşanmıştır. Kriz sonunda Asya'nın en büyük yatırım bankası olan Peregrine'de dahil olmak üzere onlarca banka batmıştır.

Bu kriz başta gelişmekte olan ekonomiler olmak üzere tüm küresel ekonomiyi etkilemiştir. Öncelikle aynı ekonomik yapıları taşımalarından dolayı Asya ülkeleri bu krizden etkilenmiştir. Ardından yükselen pazar ekonomilerini ifade eden Latin Amerika, Rusya gibi bütün gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerini yavaşlamıştır. Bölge ekonomilerinin küresel ekonomideki üretim gücünden dolayı emtia ve doğal kaynak fiyatları düşmüştür. Ekonomisini bu malların ihracatına dayandırmış özellikle Rusya gibi ülkelerde üretim daralmıştır (Stiglitz, 2006: 118).

2. 1. 3. 4. Rusya Krizi

1991 yılında Doğu Bloğunun çökmesi sonucu, İki Kutuplu Dünya düzeni sona ermiştir. Bu tarihten sonra SSCB'nin varisi konumundaki Rusya Devleti sosyalist ekonomik sistemden piyasa ekonomisi sistemine geçişi

gerçekleştirmeye başlamıştır. Rusya serbest piyasa ekonomisine 'şok terapi' adı verilen hızlı geçiş planı ile geçmeye karar vermiş ancak hiçbir alt yapı ve kurum oluşturulmadan şok bir şekilde geçiş yaşanması, temeli çürük bir ekonominin ortaya çıkmasına sebep olmuştur (Stiglitz, 2006: 164). Stiglitz, 1998'de yaşanan ekonomik krizinin ortaya çıkmasındaki en önemli nedenin reformların çok hızlı şekilde uygulanması ve bu nedenle beklenen başarıların elde edilememesi olduğunu söylemektedir. Bu dönemde belli başlı şu ekonomik reformlar gerçekleştirilmiştir. Fiyatların belirlenmesi piyasaya bırakılmış, dış ticaret serbestleştirilmiş, Rus parasının değeri piyasaya göre belirlenmeye başlamış ve kamuya ait pek çok işletme özelleştirilmiştir.

1998 Rusya krizini anlayabilmek için bu yıla kadar Rusya'da gerçekleşen liberalleşme sürecini iyi değerlendirmek gerekmektedir. Bu açıdan bu sürecin incelenmesi önem taşımaktadır. Rusya'nın piyasa ekonomisine geçiş süreci 1992'nin hemen başında başlamıştır. İlk olarak fiyatlar serbest bırakılmış ve fiyatların belirlenmesi piyasaya bırakılmıştır. Fiyatlarda bu derece hızlı bir serbestleşmeye gidilmesi ülkede kıtlığın baş göstermesine neden olmuştur. Bununla birlikte enflasyon oranı tavan yapmış ve hiperenflasyon sonucu tasarrufların çoğu buharlaşmıştır. Aşağıda bahsedilen dış ticaret reformu gerçekleştirilerek ithalata izin verildiği için muazzam seviyelere yükselen enflasyon oranı birkaç yılda makul seviyelere indirilmiştir. Bu durum Rusya'nın piyasa ekonomisine geçişten sonraki büyüme ve enflasyon oranlarının görüldüğü şekil 3'den de görülmektedir. fiyatların serbest bırakılmasından kaynaklı sorunlarda(enflasyon) diğer reformlardan kaynaklanan sorunlara kıyasla daha başarılı olduğu için 1991-97 döneminde gerçekleştirilen en başarılı reformun bu olduğu söylenebilir.

İkinci olarak yoğun bir özelleştirilmeye gidilmiştir. Küçük ve orta ölçekli birçok kamu işletmesi özelleştirilmiştir. Buradan elde edilen gelir yüksek miktardaki bütçe açıklarını finanse etmekte kullanılmıştır. Dolayısıyla özelleştirmelerden elde edilmek istenen verim elde edilememiştir. Devletin sermaye ihtiyacının devam etmesi, 1996-1997 yıllarında devlet elindeki diğer işletmelerinde satılmasına neden olmuştur. Ancak ülkedeki finansal ve

hukuksal boşluklar ve yozlaşmış yönetim nedeniyle, üst düzey yöneticiler ve siyasal nüfuzunu kullanan monopolleşmiş kişiler özelleştirmelerden elde edilen gelirleri zimmetlerine geçirerek üç hafta içerisinde ülke dışına çıkmışlardır. Dolayısıyla bu dönemdeki özelleştirme programları da, Rusya'nın daha da borçlanmasına yol açmıştır (Aktaş, 2010: 39). Bu dönemde de özelleştirmelerden istediği kazancı elde edemeyen Rusya ciddi biçimde kısa vadeli borç batağının içine düşmüş ve krize doğru sürüklenmeye başlamıştır.

Piyasa ekonomisine geçiş sürecinde üçüncü olarak dış ticaret liberalleştirilmiştir. Piyasa ekonomisine geçiş aşamasında Rusya'da birçok işletmenin verimsiz işletilmesi, üretimde atıl kapasitenin doğmasına neden olmuştur. Dolayısıyla işlenmiş mal ihracatı bir yana birçok temel malzeme ithal etmek zorunda kalınmıştır. Yüksek ithalat miktarına rağmen 1998 yılına kadar ödemeler dengesi açığı verilmemiştir. Çünkü Rusya ham petrol ve doğalgaz ihracatı bakımından dünyanın önde gelen ülkelerinden biri olmuştur.

Rusya'nın piyasa ekonomisine geçişte karşılaştığı en önemli sorun büyüme sağlanamaması ve bütçe açıklarıdır. Üretimin büyütülememesinin temel nedeni sosyalist düzenden kalan verimsiz işletmelerdir. Bu işletmelerde atıl kapasite harekete geçirilememiştir. Bunun yanında özel mülkiyet alışkanlığı sınırlı olan bireylerin yatırım yapma konusunda etkin olmadığı görülmektedir. Bu sosyal durumun yanında finans ve bankacılık sisteminin de yatırım ve üretimi artırmayı sağlayacak düzeyde altyapıya sahip olmadığı görülmektedir. En önemlisi ise Rusya merkez bankasının bu dönemde önemli bir sorun olan enflasyonu aşağıya çekmek için sıkı para politikası uygulayarak faiz oranlarını yükseltmesi, yatırımların durmasına sebep olmuştur. Yatırımların durması nedeniyle üretim çoğu sektörde durma noktasına gelmiştir (Stiglitz, 2006: 166). Bu dönemin diğer önemli sorunu bütçe açıklarıdır. Sosyalist düzenden yeni çıkmış olan Rusya'da bu dönemden kalma yoğun devlet harcamaları söz konusudur. Bu harcamaların başında askeri harcamalar ve sosyal güvenlik harcamaları gelmektedir. Duruma devletin gelirleri açısından baktığımızda Rusya'da vergi toplamada

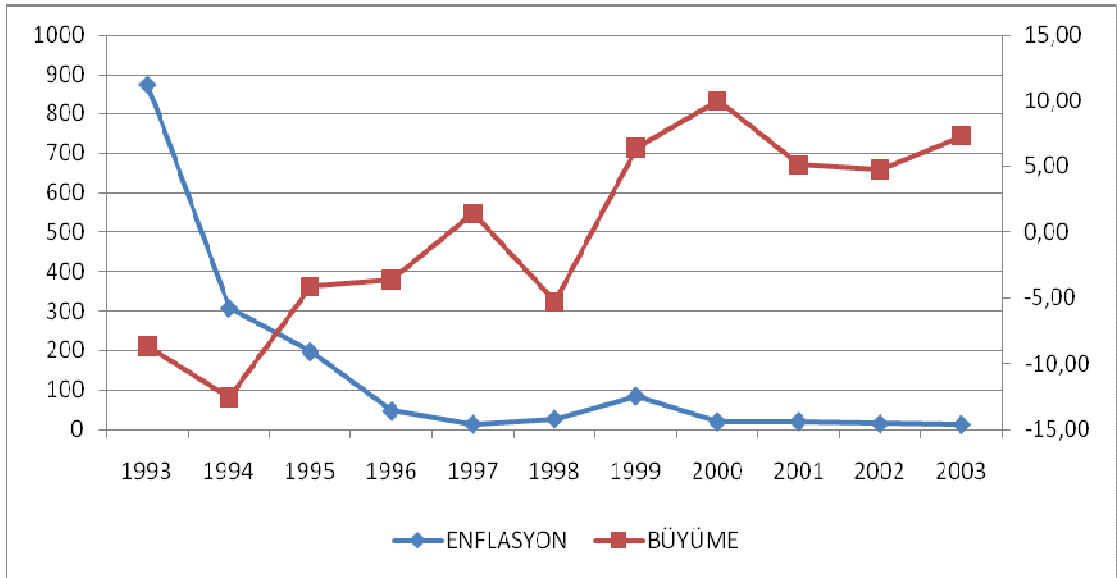
verimli bir sistemin olmaması ve kayıt dışı ekonominin yüksek olması vergi gelirlerini azaltmıştır. 1997 yılında Doğu Asya kriziyle birlikte emtia fiyatlarının düşmesi de büyük ölçüde petrol, doğalgaz ve maden ihracatçısı durumundaki Rusya'yı döviz sıkıntısı içine düşürmüştür. Petrol fiyatlarında yaşanan bu düşüş ile birlikte gelen devalüasyon beklentileri hem ülke içinde hem de ülke dışında Rusya'nın borçlarını ödeyemeyeceği izlenimini yaratmış ve bunun sonucunda yabancı sermaye hızla ülkeyi terk etmeye başlamıştır. Bu durum devletin gelirlerinin daha da sınırlı bir hale gelmesine neden olmuştur.

Gelirlerin düşük olması ve kamu harcamalarının fazla olması 1998 yılına geldiğimizde kamu borcunu yüksek miktarlara ulaştırmıştır. Bunların büyük bir miktarını kısa vadeli borçlar oluşturmaktadır. Bu borçlanmalar geri dönüşü olmayan cari harcamalarda kullanıldığı için geri dönüş de sağlanamamıştır. Bu olumsuz tabloda Rusya kısa vadeli borçlarını döndürebilmek için yine uluslararası borçlanmaya gerek duymuştur. Stiglitz'in ifadesine göre Rusya'nın stratejik konumu ve durumu, IMF'den kredi alınmasını kolaylaştırmış ve yaklaşık 25 milyar dolarlık kredi sağlanmıştır. Bunun yanında Rus hükümeti piyasaları yatıştırmak için daha önce 5.27 – 7.13 olan Ruble'nin dalgalanma bandının, yıl sonuna kadar 6.0 – 9.5 olacağını açıklamış ve aynı tarihte 90 günlük moratoryum ilan etmiştir. İki hafta sonra da Ruble'ye yönelik saldırıları durduramadığı için döviz kurunu dalgalanmaya bırakmıştır (İşcan ve Hatipoğlu, 2011: 199).

1998 yılı sonrasında Rusya ekonomisinin toparlanması birkaç önemli faktöre bağlıdır. Bunlardan ilki uluslar arası enerji piyasalarında yaşanan petrol ve doğal gaz fiyatlarındaki artıştır. İhracatın önemli bir kısmını oluşturan ve krizin tetikleyicisi olan düşük enerji fiyatlarının yükselmeye başlaması, Rusya ekonomisinin sahip olduğu doğal kaynaklardan elde ettiği geliri artırmıştır. Elde edilen bu gelir verimli kullanılarak gerçekleştirilen reformlar finanse edilmiş, krizden sonra bir ateşleyici olarak kullanmıştır. İkinci olarak emek piyasasında ücret azalışından(yaklaşık % 30 düzeyinde) kaynaklanan maliyet avantajı ile atıl kapasite üretime dahil edilmiş ve yeni yatırımlar gerçekleştirilmiştir. Bunun yansımasıyla üretim artışı sağlanmıştır. Üçüncü olarak kur fiyatlarında yapılan ayarlamalar(devalüasyon) ihracat

avantajı yaratmış ve ithal ikameci sanayileşmeye hız kazandırmıştır. Dördüncü olarak krizden önceki bir diğer önemli sorun olan bütçe açıklarını kapatmak için özellikle askeri harcamalarda kısıntıya gidilmiş ve kamu harcamalarının ekonomi üzerinde bir yük olması engellenmeye çalışılmıştır (İşcan ve Hatipoğlu, 2011: 202).

Yukarıda ifade edilen reformların ardından 1991'den beri süregelen ekonomik büyüme sorunları aşılmış, enflasyon makul seviyelere çekilmiştir. Bu durum aşağıdaki şekil 3'den de açıkça görülmektedir.



Şekil 3. Rusya'nın Piyasa Ekonomisine Geçişten Sonraki Büyüme ve Enflasyon Oranları

Kaynak: Worldbank Data, 2012.

2. 1. 3. 5. Arjantin Krizi

Arjantin ekonomik krizinin 1980'lerden itibaren gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan ekonomik krizlerden en önemli farkı IMF politikalarını harfiyen uygulayan bir ülke olmasına rağmen ekonomik krizlere maruz kalmasıdır. Üstelik bu 1990, 1995, 2001 yılları olmak üzere üç defa ortaya çıkmış ve en sonunda Arjantin ekonomisi iflas etmiştir.

1980'lerin başında bütün Latin Amerika ülkelerini etkileyen ekonomik kriz Arjantin'i de etkilemiştir. Bunun yanında bu yıllarda Latin Amerika ülkelerinin genel sorunu olan yüksek enflasyon Arjantin'in de en büyük sorunu durumundadır. Kamu açığı ve yoğun dış borç, düşük ihracat oranları

gibi başka ekonomik sorunlar da söz konusu olmuştur. Temel hedefi üç haneli rakamlardaki enflasyonu düşürmek olan, sabit kur sistemi, fiyatların dondurulması gibi uygulanan bazı ekonomik politikalar enflasyonu iki haneli rakamlara düşürmüştü fakat 1990'lı yıllara gelindiğinde yüksek enflasyon sorun olmaya devam etmiştir.

1989 ve 1990 yıllarında yaşanan hiperenflasyon ise 1991 yılında Konvertibilite Planı'nın kabulüyle başlayan yeni döneme geçiş için konan son nokta olmuştur. Konvertibilite Planı'nın temel hedefi Arjantin'in güçlü bir paraya sahip olması ve bu yolla yıllardır hüküm süren ekonomik ve finansal istikrarsızlığa son verilmesiydi. Bu da paranın değerinin ABD dolarına birebir eşitlenmesi ile sağlanacaktı (Hacıhasanoğlu, 2005: 52).

Bu uygulamanın sonuçları bu politikayı uygulayan bütün gelişmekte olan ülkelerle aynı olmuştur. Planın uygulanmaya başlandığı ilk yıllarda enflasyon düşürülmüş, yüksek büyüme oranları tutturulmuştur. Yabancı sermaye için var olan riski düşürdüğü için yoğun bir yabancı sermaye girişi, yerli paranın değerlenmesine neden olmuştur. Bunun sonucunda dış ticarete kaynaklanan olumsuzluktan dolayı dış ticaret açığının büyümesi, bu açığı kapatabilmek için daha yüksek faiz oranları ve özellikle kısa vadeli olmak üzere yoğun bir yabancı sermaye girişine neden olmuştur. Açığın gerektirdiğinden fazla olan yabancı sermaye, ticarete konu olmayan sektörlere yapılan yatırıma veya tüketime yönelmiş ve borç döngüsü daha da büyümüştür (Yentürk, 2005: 255).

Yukarıda bahsedilen bu duruma son dönemde ekonomik krizle karşılaşmış diğer ülkelerde de karşılaşıldığı gibi birkaç olumsuz durumun eklenmesi ekonomik krizin ortaya çıkmasını kaçınılmaz kılmıştır. İlk olarak ülkede bir siyasi kriz ortaya çıkmış, ardından ABD faiz oranları yükseldiği için ülkedeki yabancı sermaye yönünü bu ülkeye çevirmiş, son olarak 1994 Meksika ve Türkiye'de ortaya çıkan ekonomik krizin gelişmekte olan ülkelerdeki sermayenin kaçmasına neden olması Arjantin'deki sermaye kaçışını da etkilemiştir. Bu zamanlarda ortaya çıkan devalüasyon beklentisi bu kaçışı daha da artırmıştır. Üstelik özellikle Meksika'nın uyguladığı devalüasyon Arjantin dış ticaretini daha da dezavantajlı hale getirmiş ve

ekonomik kriz kaçınılmaz olmuştur. 1995’de ortaya çıkan krizden Arjantin’in IMF gözündeki imajı ile sağlanan uluslar arası destek ile çıkılmıştır. 1995 Ekonomik Krizinden sonra sabit döviz kuru politikası devam ettirilmeye çalışılmıştır.

1995 krizi atlatılmasına rağmen 1995 yılından önce ülke ekonomisinde var olan olumsuz ekonomik göstergeler devam etmiştir. Ayrıca kısa vadeli dış borç daha da artmış ve borç döndürmek daha da zorlaşmıştır. Bu olumsuz gelişmeler devam ederken 1997-98 Güney Doğu Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi, 1999 Brezilya krizleri ortaya çıktı. Ayrıca Arjantin’le ihracat açısından benzer özelliklere sahip Brezilya’nın devalüasyon yapmasıyla dış ticarete dezavantajlı duruma geçmişti (Yentürk, 2005: 258). Bu durumda Arjantin’de devalüasyon beklentileri artmış ve ülke dışına sermaye kaçıışı daha da hızlanmıştır. 2001 Aralık ayının sonunda uluslararası yükümlülüklerinin bir kısmını ödeyemeyeceğini duyuran Arjantin, bundan bir ay sonra Ocak 2002’de konvertibilite rejiminin resmi olarak son bulunduğunu açıklamış ve sabit kur uygulamasını terk etmiştir. Arjantin Pezosu keskin bir değer kaybı yaşamış ve bankacılık sistemi krize girmiştir. Arjantin ekonomisi durgunluğa girdiği 1998 yılından 2002 yılına kadar olan dönem içinde yüzde 20 oranında küçülmüş ve söz konusu daralmanın ülke üzerinde büyük ekonomik ve sosyal zararları olmuştur (Hacıhasanoğlu, 2005: 72).

2. 1. 4. Para Politikası

Para politikası uygulamalarının ekonomi üzerinde etkili olup olmadığı, iktisat literatüründe sürekli üzerinde durulan bir konu olmuştur. Klasik, keynesyen, monetarist, neo klasik, neo keynesyen gibi belli başlı bütün iktisat akımları para politikasının ekonomide geçicide olsa reel etkilerinin olduğu görüşünü savunmuştur. Uygulamada 1970’li yıllarda karşılaşılan stagflasyon kriziyle birlikte itibar kazanan para politikası, bu tarihten sonra ülkelerin etkili politika araçlarından biri olmuştur.

Ülkelerin para otoriteleri ekonomideki para miktarı üzerinde değişiklikler yaparak ekonomik hedeflerine ulaşmaya çalışmaktadır.

Ülkelerde para politikalarının uygulayıcısı konumunda merkez bankaları yer almaktadır. Ülkemizde de bu görev Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası(TCMB) tarafından yürütülmektedir.

TCMB'nin temel görevi, Merkez Bankası kanununun 4.maddesinde, 25.4.2001 tarihinde yapılan değişiklikle birlikte, "TCMB'nin temel amacı fiyat istikrarını sağlamak" şeklinde ifade edilmiştir. TCMB temel ve diğer amaçlarına ulaşmak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirleyebilmektedir (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası [TCMB] Kanunu, 1970: 4)

Merkez bankası, temel amacı olan fiyat istikrarından sapmamak şartıyla ülke ekonomisinin diğer ekonomik göstergelerini destekleyici para politikası da uygulayabilmektedir. Bununla birlikte küreselleşmeyle ortaya çıkan bazı ekonomik unsurlarda, Merkez bankasına yüklenen fonksiyonlar arasında belirtilmektedir. Özetle "Finansal sistemde istikrar sağlayıcı, para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak" şeklinde özetlenebilecek bu para politikası hedefi, para politikası araçlarıyla birlikte ülke altın ve döviz rezervleri yönetilerek sağlanmaya çalışılmaktadır. Merkez bankası, bu kanun çerçevesinde kendisine verilen görev ve yetkileri, kendi sorumluluğu altında kanunda belirtilen para politikası araçlarını kullanarak bağımsız olarak yerine getirmektedir.

2. 1. 4. 1. Para Politikasının Amaçları

Para politikalarının amaçları konusunda farklı merkez bankalarının ortaya koyduğu çeşitli görüşler bulunmaktadır. Yüksek enflasyon deneyimi yaşamış Almanya, Rusya gibi ülkeler başta olmak üzere bazı Avrupa ülkelerinin merkez bankaları, para politikasının en önemli amacının fiyat istikrarı olması gerektiğini savunmaktadır. FED ve çeşitli merkez bankalarının görüşleri doğrultusunda Mishkin (2000), para politikasının amaçlarını; fiyat istikrarı, ekonomik büyüme, yüksek istihdam, döviz piyasası istikrarı, faiz oranı istikrarı, finansal piyasaların istikrarı, şeklinde sıralamaktadır. Çalışmanın bu kısmında bu amaçlar incelenecektir.

2. 1. 4. 1. 1. Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarı; “ekonomik birimlerin yatırım, tüketim ve tasarruf kararlarını alırken dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranının sağlanarak sürdürüldüğü ve ekonomik birimlerin bu oranın yükselmesini beklemedikleri bir durum” şeklinde tanımlanabilir (TCMB, 2008b: 2). Fiyatlarda ortaya çıkacak istikrarsızlığa bu derece önem atfedilmesinde ve enflasyonun arzu edilmeyen bir durum olmasının temelinde enflasyon sonucu karşılaşılan bazı olumsuz durumlar etkili olmaktadır. Bu olumsuz durumlara; sözleşmeler nominal olduğu için servet veya gelir dağılımının adaletsizleşmesi, ekonomide enflasyonla birlikte oluşan belirsizlikten dolayı finansal piyasaların etkinsizleşmesi, reel sektör yatırımlarının miktar ve kalitesinin bozulması, oluşacak yüksek nominal faiz oranlarıyla birlikte ekonomide üretkenliğin düşmesi gibi örnekler verilebilir (Aslan, 2009: 535).

Enflasyonun ortaya çıkardığı yukarıdaki olumsuz durumlara rağmen, enflasyon oranının sıfıra çekilmesinin iyi veya kötü olup olmadığı hala tartışmalı bir konudur. Bu tartışmaların temelinde, enflasyon ve işsizlik oranları arasında değiş tokuş olduğunu ifade eden Philips eğrisi yer almaktadır. Düşük enflasyon oranını ekonomik olarak faydalı görmeyenlerin savunduğu bir diğer görüşe göre ise, enflasyona karşı uygulanan istikrar politikaları ekonomide durgunluğa neden olmaktadır. Bu tartışmalara rağmen, sıfıra yakın ve istikrarlı bir enflasyon oranının optimum nokta olduğu konusunda görüş birliği sağlanmaktadır.

2. 1. 4. 1. 2. Ekonomik Büyüme

Ekonomik büyüme genel olarak “bir ülkede üretilen mal ve hizmet miktarının zaman içinde artması” olarak tanımlanmaktadır. Ekonomik büyüme, son yıllarda, özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından en önemli ekonomik amaç haline gelmiştir. Çünkü bir ülkede yaşayan insanların hayat standartlarını yükseltebilmelerinin yolu bundan geçmektedir (Ünsal, 2009: 15).

Ekonomik büyüme ülkeler açısından bu derece önem arz etmesine rağmen TCMB kanununda ekonomik büyümenin merkez bankasının en

önemli amacı olmadığı belirtilmektedir. Bu durum para politikasının ekonomik büyümeyi etkileyip etkilemeyeceğinin tartışmalı bir konu olmasından kaynaklanmaktadır. Bir ülkede genişletici para politikası uygulandığında faiz oranları düşeceği için yatırımlar artar ve ekonomik büyüme sağlanır. Ancak parasal genişlemenin bir başka sonucu enflasyondur. Enflasyonun ise uzun vadede ekonomik büyümeyi ortadan kaldırıcı olduğu savunulmaktadır. 1980'li yıllardan sonra iktisat yazınında geliştirilen modeller ve yapılan ampirik çalışmalar, özellikle uzun vadede, enflasyon ile ekonomik büyüme arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Bu çalışmalarda, sürdürülebilir ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için makroekonomik istikrarın önemli bir unsuru olan düşük enflasyon ortamının oluşturulmasının ve beklentilerin ön plana çıkarıldığı görülmektedir. Bu son ampirik bulgular doğrultusunda yeniden düzenlenen merkez bankası politikalarının genel çerçevesinde, ekonomik büyümeye en büyük katkının fiyat istikrarı sağlanarak yapılacağı ifade edilmektedir (TCMB, 2008b: 2).

2. 1. 4. 1. 3. Yüksek İstihdam

Tam istihdama ekonomi politikalarıyla ulaşılabileceği amacı, 1929 Ekonomik krizinin ortaya çıkardığı büyük işsizlikle birlikte ortaya çıktığı görülmektedir. Esasında eksik istihdam emekten ziyade bütün üretim faktörlerinin atıl olması durumunu ifade etmektedir. Emek açısından bakıldığında, para politikasının amacı, mevsimsel ve arazi işsizliği tespit etmek çok zor olduğundan konjonktürel işsizliğin ortadan kaldırılmasıdır (Parasız, 1996: 1). Bu oranının kaç olması gerektiği konusunda ise çeşitli görüşler bulunmakla birlikte %4,5 ile %6 arası bir rakamın uygun olabileceği görüşleri bulunmaktadır (Mishkin, 2000: 84).

Para politikasının istihdama etkisi konusundaki görüşler büyüme hakkındaki görüşlerle aynı doğrultudadır. Bu nedenle para miktarındaki değişimin büyümeye yaptığı etkiler konusunda belirtilenler yüksek istihdam içinde geçerlidir. Yüksek istihdam ve fiyat istikrarı amaçları arasında bulunan ters ilişkiye ek olarak yüksek istihdam ve büyüme amaçları arasındaki aynı yönlü ilişkiyi de belirtmek gerekmektedir. Firmalar yüksek işsizliğin bulunduğu bir durumda yatırım yapmak istemezler çünkü aktif durumda bulunan

yatırımların çalışma kapasiteleri bile kullanılmamaktadır. Tersi bir durumda yatırımların artması dolayısıyla ekonomik büyümenin yüksek olması, işsizliği azaltmaktadır (Mishkin, 2000: 84).

2. 1. 4. 1. 4. Döviz Kuru İstikrarı ve Ödemeler Bilançosu

Döviz kuru istikrarı, ihracata yönelik üretim yapan firmaların ileriye dönük planlar yapabilmesi için büyük önem arz etmektedir. Bir ülkenin döviz kuru istikrarı sağlayabilmesi için gerekli unsurların başında ödemeler bilançosunun dengede olması gelmektedir. Bu ise merkez bankasının faiz oranı politikası ve yapacağı döviz işlemleri ile yakından ilişkilidir. Ticaret akımlarının, döviz kuru istikrarı açısından, tatmin edici nitelik taşıması halinde, uygulanacak para politikasıyla reel döviz kuru etkilenerek bu ticaret akımları arzu edilen seviyelere çekilebilir. Örneğin dış ticaret bilançosu açık veriyorsa, yerli paranın reel değerinde ortaya çıkarılacak bir düşme, ülke içi talebi artırırken ülke dışı talebi düşürecektir. Bu etkiler ise ihracatta artışa ve ithalatta düşüşe neden olup açığı ortadan kaldırabilir.

Döviz kuru istikrarını sağlamak amacıyla uygulanacak politikalar, zaman zaman merkez bankasının amaçları ile çelişki oluşturabilir. Örneğin reel olarak düşürülecek kurun ülke içinde yaratacağı talep, döviz kuru istikrarına olumlu bir etki yapabilmekteyken, merkez bankalarının ana hedefi olan fiyat istikrarında bozulmalara neden olabilir. Merkez bankalarının uygulamada ana hedefinden sapmayacak şekilde dış denge üzerinde de olumlu etkileri olabilecek para politikası uyguladıkları görülmektedir. Bu noktada merkez bankasının ülke parası üzerindeki kontrolüyle iç ve dış denge üzerinde ne kadar riskli ve önemli bir iş yaptığı bir kez daha görülmektedir.

2. 1. 4. 1. 5. Faiz Oranı İstikrarı ve Finansal İstikrar

Faiz oranlarının istikrarsız olması, bireylerin tüketim ve yatırım harcamalarını yapacağı zaman konusunda belirsizliğe düşmesine neden olmaktadır. Özellikle krediye bağlı olarak çalışan konut sektörlerinde ortaya çıkacak bir belirsizlik bireylerin kararında büyük etkiye sahiptir. Konut talep

edenlerin, talep miktarında ve zamanında ortaya çıkabilecek bir istikrarsızlık, inşaat firmalarının iflasına neden olmaktadır.

Merkez bankasının faiz oranları üzerinde sağlayacağı istikrar, finansal sistemin istikrarı açısından da büyük önem taşımaktadır. Finansal piyasaların küreselleşmesiyle birlikte, uluslararası sermaye hareketlerinin zirveye ulaşması, finansal istikrarında en az fiyat istikrarı kadar önemli bir hale gelmesine neden olmuştur. Uluslararası sermaye istikrarsız ortamlardan ziyade istikrarlı ve getirisi yüksek ülkeleri tercih etmektedir. Bu durum uluslararası sermayeye bağımlı olan ülkelerde merkez bankasının faiz oranları üzerindeki etkisini önemli bir hale getirmektedir.

Son yıllarda yaşanan ekonomik krizlere bakıldığında, faiz oranlarında yaşanan istikrarsızlığın, uluslararası sermaye hareketlerini etkileyerek döviz kuru üzerinde de bir istikrarsızlık oluşturduğu görülmektedir. Faiz oranı istikrarı, fiyat istikrarı açısından da büyük önem taşımaktadır. Zira aşırı oranda düşmüş faiz oranları ekonomide canlanma ortaya çıkarabileceği için enflasyonun yükselmesine neden olmaktadır. Bu durum merkez bankasının temel hedefiyle çelişmektedir. Merkez bankasının enflasyonu düşürmek için uygulayacağı sıkı para politikası ise faiz oranlarında artışa neden olmakta, bu ise finansal sistemde ciddi sıkıntılar ortaya çıkarmaktadır. Merkez bankası bu noktada nispi önemliliğine göre karar verip uygulamaktadır. Finansal sistemin ekonomik açıdan öneminin daha iyi anlaşıldığı son yıllarda, finansal istikrarın sağlanmasının ekonomik istikrarın arka planı için ne kadar önemli olduğu daha iyi anlaşılmaktadır.

Son olarak, faiz oranının paranın fiyatı olması merkez bankasının faiz oranına müdahalede daha dikkatli davranmasını gerektirmektedir. Ekonomide karlı yatırım fırsatlarını değerlendirmek için artan para talebi faiz oranlarını artırabilir. Bunun yanında faiz oranlarındaki artışlar, para talebinde başka bir nedenle ortaya çıkan artıştan da kaynaklanabilir. Piyasada karlı yatırım fırsatlarının olmadığı durumda ortaya çıkan faiz oranındaki artış tasarrufu teşvik ederken yatırımları azaltacaktır. Bu durumda merkez bankasının uygulayacağı genişletici para politikasıyla faiz oranlarını düşürmesi yerinde olacaktır. Ancak birinci durumda kârlı yatırım, piyasada

gereksiz harcamaların kısılıp daha verimli alana yönlendirilmesini sağlayacağı için faiz oranlarındaki düşüş uygun olmayacaktır. Başarılı para politikası bu iki ayrımı iyi yapmalıdır (Aslan, 2009: 537).

2. 1. 4. 2. Para Politikasının Ara Hedefleri

Merkez bankasının nihai hedeflerini, para politikasının dışında birçok faktör etkilemektedir. Dolayısıyla para politikasının hedef değişkenleri etkilemesi noktasında, değişkenler arasındaki ilişkiyi tespit etmek zorlaşmaktadır. Bu nedenle para politikasının başarısını kısa vadede ölçmek imkânsızlaşmaktadır. Para politikası uygulayıcıları bu olumsuzlukları ortadan kaldırmak ve para politikasının etkilerini kısa sürede görebilmek için bazı göstergeleri ara hedef olarak belirlemektedir. Merkez bankası, nihai hedeflerle ilişkili olan bu göstergelerle, nihai hedeflere ulaşmak için planlar yapmakta ve bu doğrultuda politika geliştirmektedir. Bu sayede nihai hedefler üzerinde doğru ve etkili para politikası uygulamaya çalışmaktadır. Para politikası uygulayıcılarının, genel olarak kullandığı ara hedeflere değinmeden önce ara hedef değişkenlerinin taşıması gereken birkaç özelliği belirtmek gerekmektedir.

Parasız (1996)'da ara hedeflerin, nihai hedeflerin bazı dezavantajlarından kurtulmak için kullanıldığını bu nedenle bazı özellikleri taşımaları gerektiğini ifade etmektedir. Bunlar:

Ölçülebilirlik: Ara hedef göstergeleri ölçülebilir olmalıdır. Bu kriterin sağlanabilmesi için göstergeyle ilgili kesin ve güvenilir veriler hızla elde edilebilmelidir.

Ulaşılabilirlik: Ara hedefler belirtilen sürede ulaşılabilir nitelikte olmalıdır. Zira ara hedefler net sonuçlar elde etme amacı taşıdığı için ulaşılamaz hedefler koymak, ara hedef belirleme politikasının amacına aykırı olacaktır.

Ara Hedef ve Nihai Hedef Arasındaki İlişki: Belirlenen ara değişken, nihai hedefe ulaşmak için bir araç niteliğindedir. Bu nedenle ara değişkenler ile nihai hedef arasındaki ilişkinin iyi analiz edilmesi gerekir.

Mishkin (2000), bazen ara hedeflerin bile Merkez Bankasının nihai hedeflerine ulaşması açısından yeterli aracılık görevini yapamadığını belirtmektedir. Bu noktada işlem hedefleri ismi verilen ve daha kısa sürede sonuçların elde edilebildiği değişkenler kullanılmaktadır. Bunlar hazine bonusu faiz oranı, gecelik faiz oranı, borç verilmeyen rezervler, parasal taban gibi daha net ve açık sonuçların elde edilebildiği göstergelerdir. Ara hedefleri açıklamaya geçmeden önce aşağıdaki örnek, işlem hedefi, ara hedef ve nihai hedef arasındaki mekanizmayı göstermektedir (Mishkin, 2000: 88).

“Diyelim ki Merkez Bankasının nihai hedefi %5’lik büyüme olsun. Bu büyüme oranı için M2’nin %4 büyümesi gerektiğini, bunun içinde parasal tabanın %3,5 artması gerektiğini hesaplasın. Bu doğrultuda, para politikası araçları kullanılarak önce işlem hedefi olan parasal taban artırılmaktadır. İşlem hedefinde veya onun ara hedefe etkisinde bir sapma tespit edilirse, parasal tabandaki hedeften sapma veya M2’deki bir hedeften sapma kolayca tespit edilmekte ve para politikası araçlarının parasal tabana etkisiyle kolayca ortadan kaldırılmaktadır.”

Para Politikası Araçları	İşlem Hedefler	Ara Hedefler	Nihai hedefler
<ul style="list-style-type: none"> • Açık piyasa işlemleri • Reeskont Politikası • Disponibilite Oranı • Zorunlu Karşılıklar Politikası 	<ul style="list-style-type: none"> • Rezervler • Parasal taban • Gecelik faiz oranları • Hazine bonusu faiz oranları 	<ul style="list-style-type: none"> • Nominal faiz oranı • Parasal büyüklükler • Nominal gelir 	<ul style="list-style-type: none"> • Fiyat istikrarı • Ekonomik büyüme • Yüksek istihdam • Döviz kuru istikrarı • Faiz oranı istikrarı ve finansal piyasalar istikrarı

Şekil 4. Merkez Bankası Para Politikası Stratejisi

Kaynak: Mishkin, 2000: s. 88.

Bu stratejide, Şekil 4'de görüldüğü gibi Merkez Bankası kolayca etkileyebileceği bir işlem hedefi seçmektedir. Bu işlem hedefini kullanarak, nihai hedefe ulaşmak için belirlediği ara hedefi etkilemektedir. Ara hedefte zaman zaman değişiklikler de yaparak nihai hedefe ulaşmaya çalışmaktadır.

İşlem hedefine dair açıklamalarla birlikte para politikasının nihai hedefe ulaşmada kullandığı hedef seçim mekanizmasını inceledikten sonra, başlıca ara hedeflere dair açıklamalar yapılması faydalı olacaktır.

2. 1. 4. 2. 1. Nominal Faiz Oranı

Günümüzde birçok merkez bankası ara hedef olarak faiz oranlarını seçmektedir. En yaygın olarak kullanılan faiz oranı göstergesi ise kısa vadeli nominal faiz oranı ve hazine bonosu faiz oranlarıdır (Aslan, 2009: 563). Politika uygulayıcılar, nominal faiz oranını ara hedef olarak seçmişse, nihai amaca ulaşılması için gerekli olan faiz oranını hesaplamakta ve nominal faiz oranını para politikası araçları kullanarak bu orana sabitlemektedir.

Nominal faiz oranının en azından kısa vadede, yukarıda belirtilen özelliklere büyük oranda sahip olduğu görülmektedir. Nominal faiz oranına ait veriler kolay ve hızlı elde edilebildiği gibi kısa dönemde para politikasının faiz oranını yönlendirme gücünde yüksektir. Bunlara ek olarak nominal faiz oranı ile para politikasının nihai hedefleri olan fiyat istikrarı, gelir düzeyi, ödemeler bilançosu ve finansal sektör arasında sıkı bir etkileşim vardır. Uygulamada en büyük eleştirileri 1970'li yıllarda alan faiz oranı hedeflemesine yönelik eleştirilerin temelini faiz oranının ekonomiyi etkilemede ortaya çıkan gecikmeler oluşturmaktadır.

2. 1. 4. 2. 2. Para Arzı

Piyasada bulunan parasal büyüklükler de para politikası uygulayıcıları tarafından ara hedef olarak seçilen değişkenlerden biridir. Eğer parasal büyüklük ara hedef olarak seçilirse nominal para arzı veya parayla ilişkili başka büyüklükler, para politikası araçları kullanılarak hedeflenen düzeyde tutulmaya çalışılır. Bu büyüklükler çeşitli para arzı tanımları, parasal taban, serbest rezervler, ticari banka rezervleri gibi büyüklükler olabilir.

Para arzının ara hedef olarak kullanılmaya başlanması 1970'li yıllarda karşılan stagflasyon sonrasında başlamıştır. Monetarist iktisadi akıma göre para arzı, toplam harcamalar üzerinde faiz oranından daha etkilidir. Yine bu dönemde ortaya çıkan stagflasyon krizinin nedeninin düzensiz olarak uygulanan para politikası ve faiz oranının ara hedef olarak seçilmesi olduğunu savunmuşlardır. Finansal yenilikler ve ödeme teknolojilerinin gelişmesiyle birlikte parasal büyüklükler ve para politikasının nihai amaçları arasındaki ilişkinin kopması 1970'lerde yaygın olarak kullanılmaya başlayan bu ara hedefin 1990'ların başında terk edilmesine neden olmuştur (Aslan, 2009: 562).

Parasal büyüklükler, ara hedefte bulunması gereken özelliklerden bazılarında kısmen yeterli görülmemektedir. Bu eksikliklerden ilki para arzının ölçülmesindeki zorluktan kaynaklanmaktadır. Literatürde, para arzı tanımlamalarında farklı görüşlerin bulunması, ara hedefin ölçülebilirlik özelliğini zayıflatmaktadır. İkinci olarak ara hedef olarak seçilen para arzının nihai hedeflerle olan bağlantısında sorunlar ortaya çıkabilir. Örneğin reel para talebindeki esnekliğe bağlı olarak para arzındaki değişimin etkisi de değişmektedir. Keynes bu duruma likidite tuzağını örnek vermiştir.

2. 1. 4. 2. 3. Nominal Gelir

Merkez bankaları tarafından seçilebilen ara hedeflerden üçüncüsü nominal gelir değişkenidir. Nominal gelir hedefi seçildiğinde toplam talebe yönelik dışsal şoklar para politikası ile dengelenerek fiyat ve hâsılanın bu şoklardan etkilenmesi engellenmeye çalışılmaktadır. Toplam talep hedeflenen düzeyde sabit tutulursa, ortaya çıkabilecek pozitif bir arz şoku reel hâsılada artışa, fiyat düzeyinde bir düşüşe; negatif bir arz şoku ise reel hâsılada azalışa fiyat düzeyinde artışa neden olmaktadır (Aslan, 2009: 569). Bu ara hedef 1980'lerde çeşitli ülkelerin merkez bankaları tarafından kullanılmış fakat 1990'larda terk edilmiştir. Nominal gelirin ara hedef olarak belirlenmesi belirlenen gelir düzeyi için ne miktarda para stokunun bulunması gerektiği hususunun oldukça iyi hesaplanmasını gerekli kılar. Bunu hesaplamak ise uzun zamanlı bir veri birikimi ve yüksek bir çaba gerektirir.

2. 1. 4. 3. Para Politikasının Araçları

TCMB Kanununda belirtildiği üzere merkez bankasının kullandığı dört temel politika aracı vardır. Para otoriteleri bu araçları kullanarak parasal taban veya para çoğaltanını etkilemekte ve para arzını istenilen yönde değiştirmektedir. Bunlar aşağıda açıklanmaktadır. Bununla birlikte bu politikalar ekonominin tamamını etkilemektedir. Bu bazen para politikası uygulayıcılarının ekonomide arzu etmeyeceği bir durum olmaktadır. Çünkü ekonomide belli sektörler üzerinde etki oluşturmak istenebilir. Bu amaçla merkez bankası ekonominin belli sektörleri üzerinde etki oluşturan bazı özel para politikası araçları kullanmaktadır. Bunlar İlker Parasız(1996), tarafından aşağıdaki şekilde belirtilmektedir;

- i. Farklılaştırılmış reeskont oranları
- ii. Ticari banka kredilerinin vade, miktar ve faiz oranları açısından selektif kontrolü
- iii. Bankalar ve banka dışı mali araçlara belli miktarda devlet tahvili, hazine bonosu, satın alma zorunluluğunun getirilmesi
- iv. Finansal araçların portföylerinin yeniden düzenlenmesi
- v. Tüketici kredilerinin kontrolü
- vi. Hisse senedi ve tahvil alımına yönelik kredilerin kontrolü
- vii. Merkez bankasının moral desteği
- viii. Reklam ve resmi olmayan öğütler
- ix. Boş konuşma politikası

2. 1. 4. 3. 1. Açık Piyasa İşlemleri

Merkez bankasının para arzını ve ekonominin likiditesini düzenlemek amacıyla piyasada bulunan kamuya ve bazı özel sektör kuruluşlarına ait tahvilleri alıp satma işlemini ifade etmektedir. Burada “piyasada bulunan” kavramını incelemek gerekmektedir. Zira bu işlem için yeni tahvil veya senet ihracı yapılmamaktadır. Açık piyasa işleminin yapılması parasal tabanda artış veya azalış şeklinde sonuçlanıp, para arzı üzerinde bu yolla bir etki ortaya çıkarmaktadır. Para arzı artırılmak istenirse, piyasadan tahvil alınıp piyasaya

para verilmektedir. Para arzı azaltılmak istenirse merkez bankası portföyünde bulunan senet veya tahviller satışa çıkarılır ve bu yolla piyasadan para çekilmektedir.

Açık piyasa işlemleri, taşıdığı bazı özellikleri sayesinde para politikası araçları arasında önemli bir yer tutmaktadır. Birincisi, bu aracı kullanırken bütün inisiyatif merkez bankasının elinde toplanmaktadır. Söz gelimi reeskont politikası aracında etkinin ortaya çıkıp çıkmamasında bankaların vereceği karar da etkili olmaktadır. İkincisi, gerekli miktarda alım-satımla, ortaya çıkması istenen etki esnek ve kesin biçimde ortaya çıkmaktadır. Üçüncüsü, para politikası uygulanması aşamasında yapılabilecek bir hata, tersine işlemle kolayca ortadan kaldırılabilmektedir (Mishkin, 2000: 71).

Bu noktada belirtilmesi gereken bir diğer husus ise literatürde bazı kaynaklarda merkez bankalarının piyasadaki döviz alışverişinin de açık piyasa işlemleri olarak değerlendirilebileceği düşüncesidir. Zira dövizde bir değer aracıdır ve piyasada alınıp satıldığında para arzının değişmesine neden olmaktadır (Tonguç, 2012).

2. 1. 4. 3. 2. Zorunlu Karşılık ve Disponibilite Oranlarını Belirlemek

Mevduat toplayan bankalar, taahhütlerine karşılık belirlenen disponibilite oranı kadar likiditesi yüksek değerler bulundurmak zorundadır. Bu likit değerler banka kasasındaki nakit, merkez bankasındaki karşılıklar, hazine bonoları, devlet iç borç senetleri gibi getirisi düşük aktiflerden oluşmaktadır (Keyder, 1993: 60). Zorunlu karşılık uygulaması ise bankalara, mevduat ve mevduat benzeri yükümlülüklerinin belirli bir oranı kadar tutarı merkez bankası nezdinde bloke ve serbest mevduatlarında tutma zorunluluğu getirmektedir (Önder, 2005: 86). Hem zorunlu karşılık hem de disponibilite oranının para arzı üzerinde ortaya çıkaracağı etki aynı mekanizmayla ortaya çıkmaktadır. Zorunlu karşılık veya disponibilite oranlarının artırılması, bankaların sağladıkları kredileri ve yaptıkları yatırımları geri çağırmasına neden olacağı için önce parasal taban çarpanında küçülme ardından para arzında daralma ortaya çıkmaktadır. Tersine, bu oranların azaltılması ise bankaların kredi sağlama olanaklarını

artırmaktadır. Bu sayede, parasal taban çarpanını artırıp para arzında bir genişlemeye neden olmaktadır.

2. 1. 4. 3. 3. Reeskont Oranlarını Belirlemek

TCMB Kanununda da yer alan “banka, nihai kredi mercii olarak bankalara kredi verme işlerini yürütür” maddesinin bir gereği olarak merkez bankaları, bankalara zaman zaman belli faiz oranı üzerinden ödünç sağlamaktadır. Bu faiz oranına reeskont oranı denilmektedir ve merkez bankası tarafından belirlenmektedir. Bankalar ihtiyaç duyduklarında belirlenen reeskont oranı üzerinden ellerindeki menkul kıymetleri reeskonta tabi tutturarak borç alabilmektedir.

Reeskont oranlarının değiştirilmesi aracı parasal tabanın değişmesini ve para arzını iki yolla etkilemektedir. Reeskont oranlarının düştüğünü göz önünde bulundurursak; ilk olarak bankalar kredi almanın maliyeti düşeceği için daha fazla ve daha az maliyetli kredi alma imkanı bulmaktadır. Bankaların sağladıkları krediyi düşük maliyetli olarak alması, müşterilerinin de daha az maliyete katlanmasına neden olmaktadır. Buda müşterilerin bankalardan aldıkları kredi miktarının artmasını sağlamaktadır. İkinci olarak, reeskont oranlarındaki değişme bankaların ellerinde bulunduracağı atıl rezervlerin yönünü de belirlemektedir. Örneğin, reeskont oranlarındaki bir düşme bankaların kredi alma maliyetlerini düşüreceği için bankaların ellerinde daha az atıl rezerv bulundurmasına neden olmaktadır. Bunun sonucunda bankaların piyasaya daha fazla kredi sağlamasına neden olmaktadır. Eğer genişletici para politikası uygulanmak isteniyorsa, reeskont oranları düşürülmekte ve kredi alma maliyeti düşeceği için bankalar ellerinde daha az atıl rezerv bulundurmaktadır. Böylece yol açıklandıktan sonra reeskont oranlarındaki düşme parasal tabanda ve para arzında artışa neden olurken, reeskont oranlarındaki bir artış parasal taban ve para arzında bir azalmaya yol açmaktadır.

2. 1. 4. 4. Para Politikasının Ekonomiye Etkileme Kanalları(Aktarım Mekanizmaları)

Parasal aktarım mekanizmalarının anlaşılması, para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerini görmek açısından önem taşımaktadır. Para ve

ekonomi arasındaki ilişkiler hakkındaki ilk görüşler klasik iktisatçılar tarafından ortaya konulmuştur. Klasikler para arzındaki değişmelerin ekonomi üzerinde nasıl bir etki doğuracağını “Miktar Teorisi” ’ne dayandırarak açıklamışlardır. Bu teoriye göre para yalnız mübadele amacıyla kullanılmaktadır. Literatürde doğrudan geçiş mekanizması olarak adlandırılan bu görüşe göre; para arzında ortaya çıkacak bir değişme toplam talebi etkilemekte, değişen talep koşulları etkisini fiyat düzeyi üzerinde göstermektedir. Yükselen fiyat düzeyi nominal gelir üzerinde etki ortaya çıkarmakta fakat reel hasıla üzerinde hiçbir etkisi olmamaktadır. Özetle klasikler para miktarındaki değişimlerin bir geçiş döneminden sonra doğrudan doğruya ve aynı oranda fiyatlara yansıtacağını savunmaktadır (Aren, 2008: 202).

1929 Ekonomik Kriziyle birlikte, Keynes, para politikasının ekonomi üzerinde etkili olabileceği görüşünü ortaya koymuştur. Para politikasının ekonomik faaliyet üzerindeki etkisi, faiz oranlarındaki değişimin toplam talebi oluşturan tüketim ve yatırım miktarlarını değiştirmesiyle ortaya çıkmaktadır. Keynes’e göre toplam talebin değişmesi ise faiz haddi, sermayenin marjinal verimliliği ya da tüketim eğilimindeki değişmeye bağlı bulunmaktadır. Ekonomi eksik istihdamdaysa harcamalardaki artış toplam talebi artırmakta, talepteki artış ise hasıla artışı ile birlikte fiyat artışına neden olmaktadır. Günümüze gelindiğinde ekonomik araştırmalar faiz oranının sadece yatırımları değil dayanıklı tüketim harcamaları ve yerel yönetim harcamalarını da etkilediğini ortaya koyarak Keynes’i bu konuda haklı çıkarmaktadır (Aslan, 2009: 592). Ancak bu kanalın işlemesi yatırımların ve tüketim harcamalarının faiz oranına duyarlı olmasıyla ilişkilidir (Keyder, 1993: 334). Keynes günümüzde de para politikasının etki kanallarından biri olan faiz oranını literatüre kazandırmasına rağmen likidite tuzağı gibi durumların para politikasının etkisini zayıflattığını düşünmüş ve mali politikaların ekonomi üzerinde çok daha etkin olduğunu vurgulamıştır (Parasız, 2000: 484).

2000’li yıllarla birlikte finansal piyasalardaki yenilikler ve bankacılık sektörü gibi aracı kurumların gelişmesi paranın aktarım mekanizmalarını

artırmıştır. Yukarıda faiz oranı üzerinden ifade edilen parasal etki kanalları günümüzde büyük çeşitlilik göstermektedir. Bu çeşitliliğin ifade edildiği Çizelge 3 aşağıda yer almaktadır. Bu kısımda çizelgede yer alan başlıca etki kanalları açıklanmaya çalışılmaktadır.

2. 1. 4. 4. 1. Geleneksel Faiz Kanalı

Keynes para politikasının etkilerinin faiz kanalıyla ekonomiyi etkilediğini ortaya koymuştu. Keynesyen akıma mensup iktisatçılar ise bu görüşü geliştirerek günümüze kadar getirmiştir. Bu kanalın günümüzdeki birçok parasal aktarım mekanizmasının ortaya çıkışında kısmen de olsa etkili olduğu görülmektedir.

Faiz oranlarındaki değişikliklerin, başta yatırım harcamaları olmak üzere toplam harcamaları etkilediği günümüzde çoğu iktisatçı tarafından kabul edilen bir durumdur. Bu kanalın işleyişi şu süreci takip etmektedir: Merkez bankasının genişletici para politikası uyguladığı varsayarsak, iktisadi birimlerin elindeki para miktarı artmaktadır. Bu fazla para ilave tahvil alımına yönelip, tahvil talebini artırmaktadır. Tahvil talebindeki artış, tahvil fiyatlarını yükseltip faiz oranlarını düşürmektedir. Faiz oranlarının düşmesi ise fon elde etme maliyetlerini düşürmektedir. Buna bağlı olarak tüketim ve yatırım harcamaları artmakta, çarpan sürecine bağlı olarak milli gelirden de artış görülmektedir.

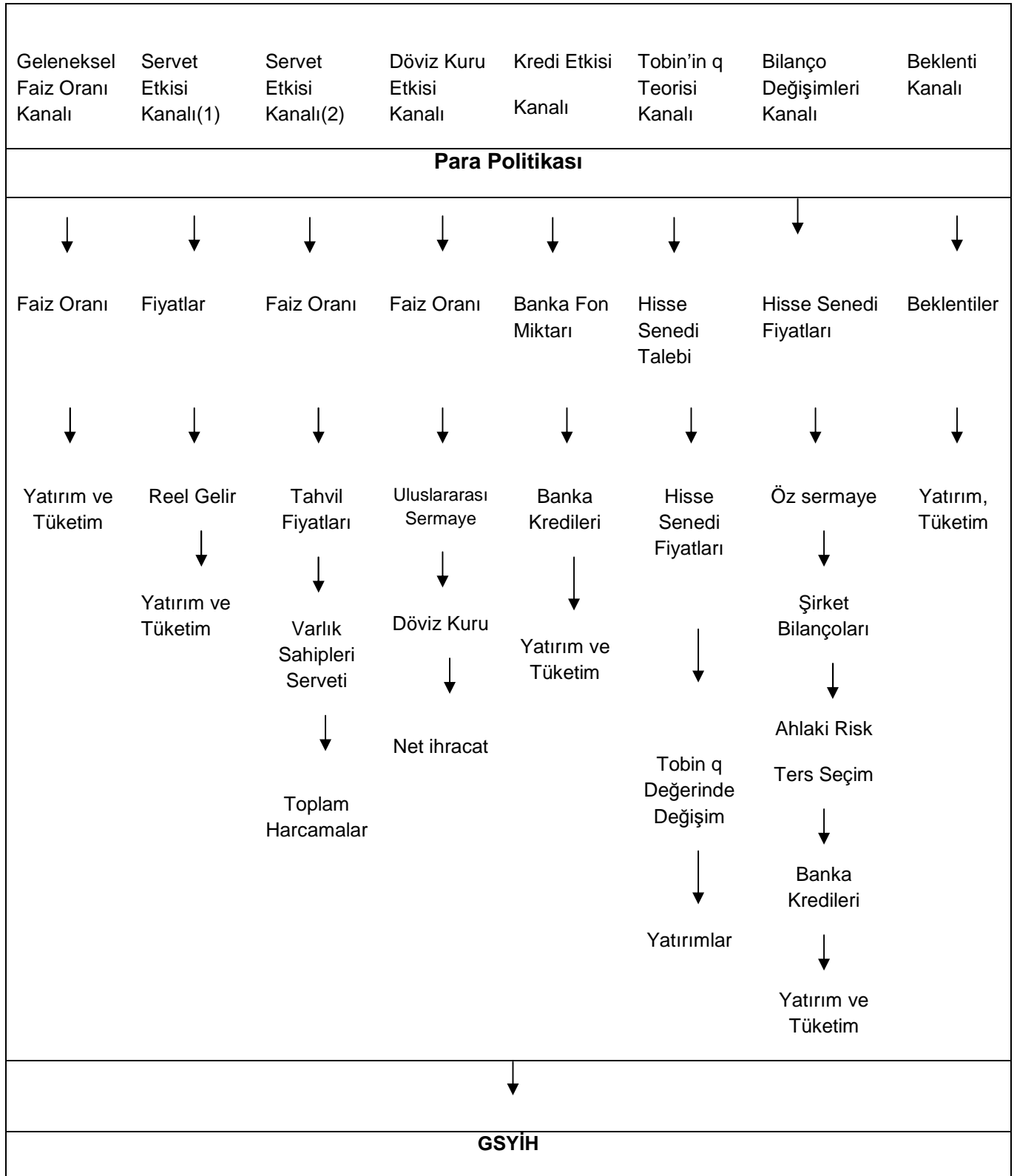
2. 1. 4. 4. 2. Servet Etkisi Kanalı

Modigliani'nin "Yaşam Boyu Gelir Hipotezi"ne göre tüketim harcamalarının düzeyini beşeri ve reel sermaye ile finansal servetten oluşan yaşam boyu kaynaklar oluşturmaktadır. Bu kanalın ortaya çıkması kişilerin servetinde meydana gelen değişiklikten kaynaklanmaktadır (Orhan ve Erdoğan, 2007: 82). Para arzındaki değişiklik kişilerin servetini iki şekilde etkilemektedir. Birincisi, para arzındaki değişimlerin fiyat düzeyinde ortaya çıkaracağı dalgalanmalara bağlı olarak, reel servette ortaya çıkan değişimlerden kaynaklanmaktadır. İkincisi varlık fiyatlarındaki değişimlere bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Faiz kanalının işleyişi sürecinde para politikasındaki değişiklik, varlık fiyatlarında da bir etki ortaya çıkarmaktadır.

Varlık fiyatlarındaki ortaya çıkan değişiklik ise varlık sahibi olanların servetlerini etkilemektedir (Keyder, 1993: 337).

Geniřletici para politikası uygulandığını varsayarak servet etkisi kanalının bu politika sonuçlarını ekonomiye nasıl yansıttığına ilişkin řu şekilde örnek verilebilir. Parasal bir genişleme fiyat düzeyinde ve bireylerin tahvil alımlarında artışa neden olmaktadır. Fiyat düzeyindeki artış bireylerin reel servetlerinde artışa neden olmaktadır. Bunun gibi faiz oranındaki dūřmeye bağlı olarak tahvil fiyatlarının artması da varlık sahiplerinin servetlerini artırmaktadır. Bu iki durumda varlık sahiplerinin veya bireylerin gelirlerinde ortaya çıkan artış, toplam talebi artırmakta, toplam talepteki değişmeye bağlı olarak, üretim miktarı değişmekte ve hâsılada değişim ortaya çıkmaktadır.

Çizelge 3. Para Politikasındaki Değişimlerin Reel Ekonomiyi Etkileme Kanalları



Kaynak: Mishkin, 2000: s.282

2. 1. 4. 4. 3. Döviz Kuru Kanalı

Finansal piyasalardaki küreselleşmeyle birlikte, uygulanan para politikasına bağlı olarak değişim gösteren faiz oranı, uluslararası sermaye hareketleri üzerinde de etkili olmaktadır. Döviz kuru kanalının işleyişinde de, daraltıcı bir para politikası uygulandığı varsayımını uygularsak, süreç şu şekilde işlemektedir. Daraltıcı para politikası uygulandığında ülke faiz oranları artırmaktadır. Yüksek faiz oranları uluslararası sermayeyi ülkeye çekmekte ve yerli para yabancı paralar karşısında değer kazanmaktadır. Değerli bir yerli para, ülke mallarının nispi olarak daha pahalı hale gelmesini ifade etmektedir. Bu durumda ihracat düşerken ithalat artmaktadır. Pahalı olan yerli mala talebin düşmesi ülke içi üretimi düşürerek, ülke hâsılasının düşmesine neden olmaktadır. Genişletici para politikası uygulanması, aynı süreçlerin sonunda yerli mala olan talebin artmasına ve hâsıla artışına yol açmaktadır.

2. 1. 4. 4. 4. Kredi Kanalı

Daraltıcı para politikası uygulandığı varsayımı altında para arzında bir daralma olması faiz oranlarında artışa neden olmaktadır. Artan faiz oranlarıyla artan kredi maliyetlerini karşılamak daha yüksek getirisi olan riskli yatırımlarla mümkün olacağı için firmalar bu tarz yatırımlara yönelmektedir. Bu durum kredilerin dönmeme riskini artırdığı için bankaların, müşteri yüksek faiz oranı ödemeyi kabul etse bile, firmalara sağlanan kredilerde sınırlamalara gitmesine neden olmaktadır. “Kredi tayinlaması” olarak isimlendirilen bu durum finansman akışından bankaya muhtaç olan firmaların yatırımlarını düşürmesine hatta iflas etmesine neden olmaktadır. İflaslar sonucu üretimde daralma ortaya çıkmakta, bu durum ise hâsılayı düşürmektedir (Parasız, 1996: 102).

2. 1. 4. 4. 5. Diğer Etki Kanalları

Para politikası hisse senedi piyasası üzerinden de ekonomiyi etkilemektedir. Bu hisse senedi fiyatları ile yatırım harcamaları arasındaki ilişkiyi gösteren “Tobin’in q Teorisi” kullanılarak ifade edilmektedir. Bu teoriye

göre q değeri firmanın sermaye piyasası değeri, firma sermayesini yenilme maliyetlerine bölünerek bulunmaktadır. Bu teoriye göre, firmanın yenileme maliyetlerinin firma değerine göre değeri düştükçe, yatırım yapmak firma açısından karlı hale gelmektedir (Aslan, 2009: 595). Genişletici para politikası uygulandığını varsayarak bu etkiyi daha açık hale getirebilir. Piyasadaki para arzının artması, piyasadaki fazla paranın bir kısmının hisse senedi piyasasına yönelmesine ve hisse senedi fiyatlarının artmasına neden olmaktadır. Bu q değerini artırarak; firmaların daha az miktarda hisse senedi çıkararak daha fazla yatırım yapma imkânına sahip olmasına neden olmaktadır. Sonuçta yatırımlar artmakta, hâsıla yükselmektedir. Daraltıcı para politikası uygulanması halinde mekanizma tersine işlemekte ve hâsıla düşmektedir.

Para politikasının hisse senedi piyasasında oluşturacağı değişim ekonomiyi başka bir şekilde daha etkilemektedir. Bilanço etkisi olarak isimlendirilen bu kanala göre, hisse senedi fiyatlarının değişmesi, şirketlerin bilançolarında bir etki oluşturmaktadır. Söz gelimi, genişletici para politikasının uygulanması hisse senedi fiyatlarını artıracığı için, şirketlerin öz sermaye oranları artmaktadır. Firmaların borç ödemelerini nominal olarak sabitlemesine karşın aktiflerinden olan öz sermayeyi sabitlememesi, hisse senedi fiyatlarındaki beklenmeyen artış sonucu, bankaların kredi sağlarken göz önünde bulundurduğu şirket bilançolarında olumlu bir etki oluşturmaktadır. Böylece ahlaki zafiyet ve ters seçim azalmakta, bankalar ise daha fazla kredi imkânı sağlamaktadır. Artan kredilerle birlikte yatırım harcamalarının artması, ekonomi üzerinde olumlu bir etki oluşturmaktadır (Mishkin, 2000: 287). Daraltıcı bir para politikasının uygulanması aynı mekanizmayla ekonomiyi olumsuz yönde etkileyecektir.

Son olarak, para politikasının ekonomide oluşturduğu beklentiler sonucu oluşan etkilerin incelenmesi önem taşımaktadır. Bu görüşe göre ekonomide oluşan beklentiler, yatırım ve tüketim harcamaları üzerinde etkili olmaktadır. Genişletici para politikası, bankalarda fon sıkıntısı olmayacağı beklentisine, firmalarda ve bireylerde ise geleceğe yönelik olumlu beklentilerin oluşmasına neden olmaktadır. Beklentilerin olumlu hale

gelmesiyle genişleyen kredi hacmi, artan yatırım harcamaları ve tüketim harcamaları, hâsılanın da olumlu etkilenmesine yol açmaktadır. Merkez bankası, ekonomik faaliyetleri yavaşlatmak istediğinde ise daraltıcı para politikasına giderek ekonomik birimlerin beklentilerini etkileyebilmektedir.

2. 1. 5. 2008 Finansal Krizi

1970'li yıllara kadar geleneksel finansman kaynaklarının kullanıldığı finansal piyasalarda, bu dönemden sonra artan yeniliklerle birlikte; teknoloji kullanımının artması, kredi piyasalarındaki gelişmeler ve sermaye piyasalarındaki yenilikler, türev piyasaların gelişmesindeki nedenlerin başında gelmektedir. Finansal piyasa risklerinden korunma ve belirsizliklerle mücadele amacıyla ortaya çıkan türev ürünler, günümüzde spekülasyon amaçlarıyla kullanılması sonucu ortaya çıkan olumsuzluklarla anılmaktadır (Kayahan, 2009: 24). Genel olarak "finansal türev ürünleri" şeklinde isimlendirilen finansal ürünler arasında; "vadeli işlem kontratları, opsiyon sözleşmeleri ve varlığa dayalı menkul kıymet uygulaması gibi bilanço dışı finansman teknikleri kullanılarak oluşturulan türevler" yer almaktadır. Türev piyasalarındaki bu gelişmeler ve türev ürünlerinin para piyasasını etkilemedeki rolü, bankalar ve aracı kurumlara yeni bir fonksiyon yüklemektedir. Devletin de güçlü teşvikleri sayesinde ipoteye dayalı kredilerdeki artışa ek olarak, ipoteye dayalı menkul kıymetleştirilerek kredi riskleri transfer edilmekte, aynı zamanda yeni bir likidite yaratma mekanizması da oluşturulmaktadır (Erol, 2009: 21).

Mortgage piyasasında, borçlanarak yeni bir konut satın alan birey, ödünç veren kurumu bir takım risklerle karşı karşıya getirmektedir. Menkul kıymetleştirme, ödünç para veren kuruma ikincil piyasayı kullanarak bu risklerini dağıtma imkânı vermektedir (Krugman, 2009: 133-137). Bu süreçle birlikte finansal sistem içerisindeki bu riskler ülke veya dünya genelinde dağıtılmış olmaktadır. Bundan dolayı, sistemin herhangi bir noktasında ortaya çıkabilecek bir aksaklık, ABD'de konut kredisi kullanan herhangi bir bireyin, Dünyanın herhangi bir bölgesindeki bir yatırımcıyla ekonomik olarak ilişki kurmasını sağlayan sistemin tamamının aksamasına neden olmaktadır. Nitekim bu aksaklıkların büyümesi dünya genelinde bir ekonomik krizle

sonuçlanmıştır. Bu kısımda mortgage piyasaları hakkında daha ayrıntılı bilgi verilmektedir.

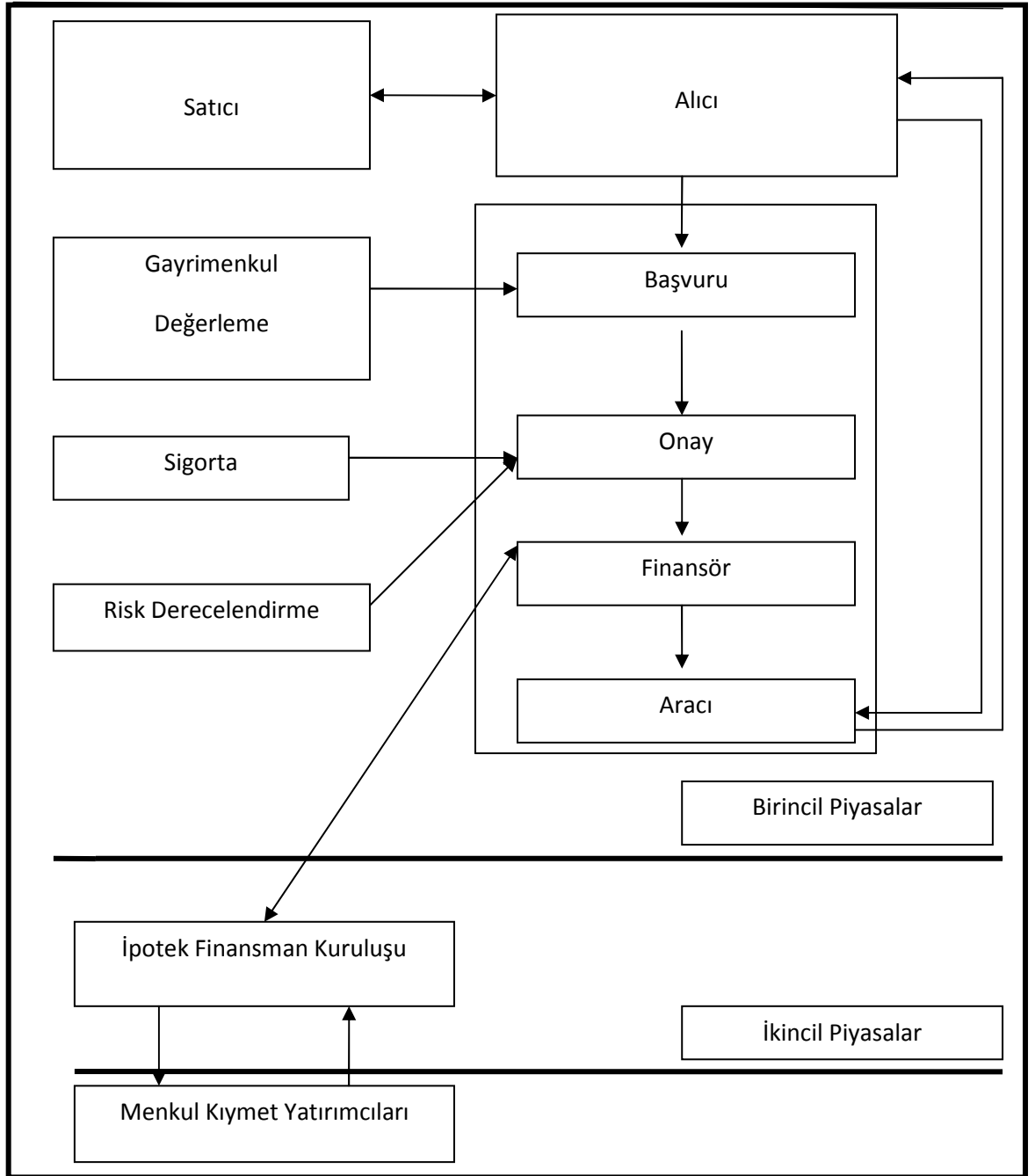
2. 1. 5. 1. Mortgage Sistemi

İnşaat sektörü, yapısı itibariyle birçok ekonominin önemli sektörleri arasında yer alırken, ekonomi içindeki pek çok sektörle ilişki içinde olması nedeniyle de ekonomik gelişmeler açısından bir lokomotif görevi üstlenmektedir. Bu nedenle inşaat sektörünün canlılık taşıması ekonominin pek çok unsuru açısından önem taşımaktadır. Ancak, konut, kişiler açısından yüksek meblağlı ve uzun vadede karşılanabilecek bir ihtiyaç niteliği taşımaktadır. Bu nedenle konut talebi ve arzının dengeli ve yüksek devam edebilmesi, bankaların uzun vadeli ve mümkün olduğunca maliyeti düşük kredi sağlayabilmesine bağlı bulunmaktadır. Ancak bankalar düşük getiri sağlayan ve bilançolarında uzun süre ölü yatırım olarak yer alan bu tip kredilere sıcak bakmamaktadır. Bu soruna paralel olarak ortaya çıkan mortgage sistemi, düşük gelirli insanlara uzun vadeli kredi imkânları sunarak konut sahibi olma imkânı sağlayan bir finansman sistemidir. Bu sistem, bireyler açısından önemli faydalar sağladığı gibi, sistemin iyi işlemesi, konut talebi ve arzını artıracığı için büyüme rakamlarına olumlu etkiler yaparak hükümetlerin politikaları açısından da önem taşımaktadır.

Geçmiş yüzyıllar öncesine dayanan ve konut sektöründe yoğun olarak kullanılan mortgage sistemi, bankalara ve yatırımcı kuruluşlara sağladıkları kredileri ikincil piyasalarda menkul kıymetleştirerek pazarlama imkânı sağlamakta ve bu sayede bankaların fon miktarlarını artırmaktadır. Modern anlamda ilk menkul kıymetleştirme işlemleri 1970 yılında ABD’de federal hükümetin Ginnie Mae(The Government National Mortgage Association) aracılığı ile konut kredilerini menkul kıymetleştirmeyi özendirmesiyle başlamıştır. Menkul kıymetleştirme işlemleri, 2000’li yıllara kadar Ginnie Mae ile birlikte ABD hükümetinin desteklediği Fannie Mae(Federal National Mortgage Association) ve Freddie Mac(Federal Home Loan Mortgage Corporation) tarafından yapılmıştır (Çölkesen, 2005: 35). 2000’li yıllardan sonra, ikincil piyasada ihraç edilen menkul kıymetlerin yüksek getiriler sağlaması, hükümet tarafından desteklenen kurumlar dışındaki Lehman

Brothers, Bear Sterns, Wells Fargo, Countrywide Special gibi çoğunluğunu Wall Street merkezli özel yatırım bankalarının oluşturduğu özel sektör finansal yatırımcılarının da bu alanda yoğunlaşmasına neden olmuştur (Birdal, 2009: 7). Sektördeki yatırımcı kurumların artması, menkul kıymetleştirilen değerlerin çok yüksek meblağlara yükselmesine neden olmuştur.

Bu kısımda, ipoteğe dayalı konut finansmanına dayalı mortgage sisteminin nasıl işlediği ele alınmaktadır. İpotek, gayrimenkul kredisi alan kişi ya da kurumun borcunu ödeyememesi halinde, kredi kuruluşunun gayrimenkulün satışını gerçekleştirerek alacağını tahsil edebilmesine olanak sağlayan ve gayrimenkulün siciline kamu tarafından alacaklının lehine konulan rehin hakkı olarak ifade edilmektedir (TCMB Kanunu, 1970). İpoteğe dayalı konut kredisinin; klasik ipotek kredisi, fiyat seviyesine endeksli ipotek kredisi, çift endeksli değişken oranlı ipotek kredisi gibi çeşitleri bulunmaktadır. Bununla birlikte, tüm mortgage kredisi çeşitleri ortak bir amaç olan uzun vadeli ve düşük maliyetli konut kredisi gereksinimini karşılama fonksiyonunu yerine getirmektedir (Özsan, 2005: 8).



Şekil 5. Mortgage Sistemi İşleyiş Süreci

Kaynak: Özsan, 2005: s.4

Şekil 5’de görüldüğü gibi Mortgage sisteminin işleyiş sürecinde, birincil ve ikincil mortgage piyasası olarak adlandırılan iki piyasa söz konusu olmaktadır. Birincil mortgage piyasasında, ilk olarak, konut alacak kişi konut kredisi almak için başvurusunu yapmaktadır. Bu Amerika’da “mortgage originatör” olarak adlandırılan ve ülkemizdeki emlak danışmanlığı mantığıyla çalışan kurumlar aracılığıyla yapılabileceği gibi, kanunla belirlenmiş banka

veya başka bir kurum aracılığıyla da gerçekleştirilebilmektedir. Burada temel amaç, kişinin gelir durumuna en uygun mortgage kredisinin bulunmaya çalışılmasıdır. İkinci aşamada, bankalar kredi başvurularını değerlendirmektedir. Krediyi alacak kişinin taşıdığı riskler ve alınacak olan konutun taşıdığı riskler değerlendirilerek kredi koşulları belirlenmektedir. Gelişmiş ekonomilerde belirtilen riskleri değerlendirme işlevi, bireyin daha önce kullandığı kredilerin toplam büyüklüğü, geri ödeme oranı, gecikmiş kredi ödemeleri ve halen toplam kredi limitlerinin toplam kredi borçlarına oranı gibi bilgilere sahip risk derecelendirme kuruluşları tarafından yerine getirilmektedir. Eğer kredi başvurusu olumlu karşılanmışsa, kredinin ödenememesi ve konutun varlığına(deprem, sel vs.) dair diğer sigortalama işlemleri yerine getirilerek, sağlanan para konut alıcısına teslim edilmekte ve konut alım-satımı gerçekleştirilmektedir. Bu aşamada önemli diğer bir işlem ise değerlendirme işlemidir. Banka konutun değerinin, profesyonel ve objektif kurumlarca tespit edilmesini istemektedir. Çünkü risklere karşı banka bilançosunda bulunan ipotek altına alınmış gayrimenkulün değeri, banka açısından önem taşımaktadır. Alıcı ve banka arasında geçen kredi işlemleri ile kredinin güvence altına alınmasını içeren bu kısım mortgage piyasasında birincil piyasayı oluşturmaktadır.

Gayrimenkul piyasası ne kadar gelişmiş olsa da bankalar; gayrimenkulün fiyatının düşmesiyle oluşan piyasa riskinin, kredinin geri ödenmemesi durumunda ortaya çıkan finansal riskin, gayrimenkul yatırımlarının karlılıkların azalmasıyla ortaya çıkan sermaye piyasası riskinin, enflasyonun artmasıyla ortaya çıkan satın alma gücü riskinin, gayrimenkullerin kısa sürede nakde çevrilmesinde yaşanan zorlukların ortaya çıkardığı likidite riskinin, deprem gibi doğal afetler ve çevresel faktörlerin gayrimenkulün değeri üzerinde yarattığı olumsuz etkiden doğan çevresel riskin, gayrimenkul yatırımlarının sağlam bir yasal yapı tarafından desteklenmemesi sonucu ortaya çıkan yasal riskin ve gayrimenkullerin yönetimi ile ilgili olarak ortaya çıkan yönetsel riskin etkisi altında kalmaktadır (İçellioğlu, 2011: 145). Bunun yanında, uzun vadeli ve düşük getirili konut kredileri karşılığında alınan gayrimenkul ipotekleri bankaların bilançolarında ölü yatırım olarak durmaktadır (Tunalı, 2008: 4). Bu noktada ikincil mortgage

piyasalarının amacı, bahsedilen riskleri kurumsal yapılar arasında dağıtıp, bankalara sağlanan fonları artırarak, daha likit bir bankacılık sektörü oluşturmaktır. Zaten mortgage sistemini diğer konut finansman sistemlerinden ayıran temel özellik, ipoteğe dayalı menkul kıymet işlemlerinin gerçekleştirildiği ikincil mortgage piyasasıdır. Zira birincil mortgage piyasasında yapılan işlemler, herhangi bir finansman sistemine dayalı konut satışında da yapılmaktadır.

Mortgage sisteminde ikincil mortgage piyasaları mortgage kredilerine dayalı menkul kıymet ihracı yapılan piyasalar olarak da tanımlanabilmektedir. İkincil mortgage piyasasında, yukarıda ifade edildiği gibi kamu kurumlarınca desteklenen finans kurumları ile birlikte genellikle emeklilik fonları ve sigorta şirketlerinden oluşan özel yatırım kurumları, yatırım bankaları, doğrudan müşteri ile ilişki halinde olmayan uzun vadeli ve düşük riskli yatırım ihtiyacı olan kişi veya kuruluşlar yer almaktadır.

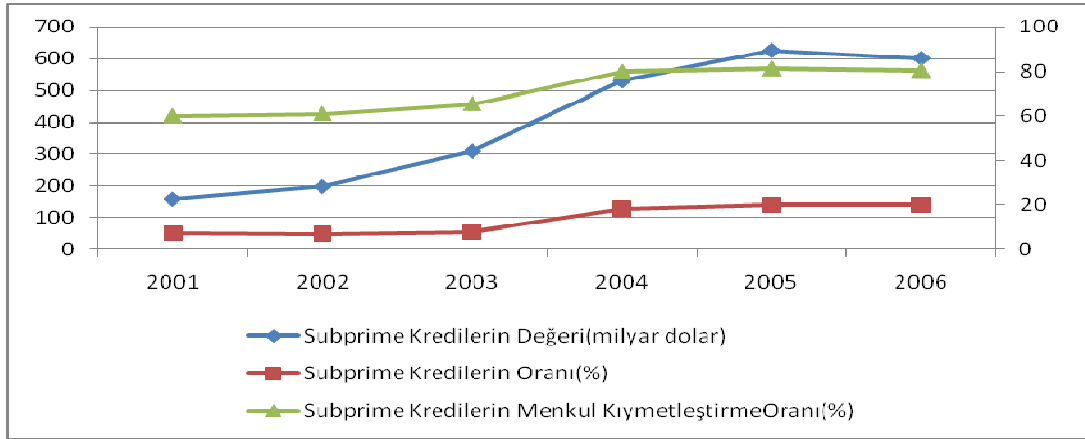
İkincil piyasalarda ilk olarak, menkul kıymetleştirme işlemlerini gerçekleştirecek yatırım kurumları, bankalardan veya mortgage kredisi veren diğer kuruluşlardan, bilançolarında bulunan konut alıcılarına sağlanmış mortgage kredilerini satın almaktadır. Bankalar, sattığı kredilerin aylık geri ödemelerinin takibi, sigorta işlemlerinin yapılması vb. hizmetleri müşteriye sağlayarak kredi üzerinden komisyon gelirin yanında kontratın imzalanmasından doğan sabit ücretler ve ödenecek faizin bir bölümünden (genelde %0.5-1 dolayında) pay almaktadır (Birdal, 2009: 7). Kredileri satın alan yatırım kurumları, satın aldığı mortgage kredilerini vade yapısına ve faiz oranına göre sınıflandırarak farklı mortgage havuzları oluşturmaktadır. Kredi alan kişiler bankaya aylık taksitlerini ödedikçe, banka komisyon yüzdesini keserek aylık geri ödemeleri yatırım kurumlarına iletmektedir.

İkinci olarak yatırım kurumları havuzdan elde edilecek nakit parayı, yani bankaların devrettiği alacakları, teminat gösterip sermaye piyasasında menkul kıymet (borçlanma senedi) ihraç ederek "menkul kıymetleştirme" işlemini gerçekleştirmiş olmaktadır. Menkul kıymetleştirme, "işletmelerin sahip oldukları kredi ve diğer alacaklarının, bazı kurumlara transfer edilmesi

ile menkul kıymet ihraç edilmesini sağlayan bir finansman modeli” olarak tanımlanmaktadır (Erol, 2009: 35). Menkul kıymetleştirilerek yatırımcılara sunulan yatırım araçları, sigorta kuruluşları tarafından menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemeleri ile sistemdeki diğer risklerin getirebileceği olumsuzluklar açısından teminat altına alınmaktadır. Bu durum, ipoteğe dayalı menkul kıymet yatırımcılarının geri ödenmeyen kredilerden doğan risklerden korunmasını ve bu güvenceyle daha çok yatırımcının ipotek piyasası içerisine girmesini sağlamaktadır (İçellioğlu, 2011: 144). Üçüncü olarak bu şekilde menkul kıymetleştirilen konut kredilerinden elde edilen fonlar, konut kredisinin sağlandığı sisteme tekrar aktarılmakta ve bankaların uzun vadeli konut kredilerini sağlayabilmesinin önü açılmış olmaktadır.

Yukarıda, 2008 Finansal Krizinin derinleşmesi ve dünya genelinde yaygınlaşmasının nedenlerinin başında konut sektöründeki menkul kıymetleştirme işlemlerinin yoğunlaşmasının geldiğini belirtmiştik. Esasında, menkul kıymetleştirme işlemlerinin subprime(eşikaltı) kredilerde yoğunlaşmasının finansal krizin nedeni olduğunu belirtmek daha doğru olacaktır. Dolayısıyla, bu kısımda subprime(eşikaltı) mortgage kredilerine dair açıklamalar yapacağız. Mortgage kredileri, kredi kullananların risk değerlerine göre çeşitli sınıflara ayrılmaktadır. Bu sınıflandırmada, risk derecelerine göre en altta yer alan ve finansal krizle ilgili olarak ön plana çıkan mortgage kredisi çeşidi subprime(eşikaltı) kredilerdir. Subprime (eşikaltı) konut kredileri, sürekli geliri olmayan ve gelirini belgelendiremeyen, geri ödeme riski ve borç/gelir oranı yüksek gerçek veya tüzel kişilere kullanılan kredileri tanımlamaktadır. Bunlar uyumsuz mortgage kredileri olarak da isimlendirilmektedir (Murphy, 2008: 11). Mortgage sisteminin işleyişindeki sorun, subprime(eşikaltı) mortgage kredilerindeki hızlı yükselişten kaynaklanmıştır. Bu yükseliş şekil 6’da da açıkça görülmektedir. Menkul kıymetleştirmelerin yüksek miktara ulaşmasıyla daha fazla fon sağlayabilir hale gelen bankalar, düşük geliri olan riskli kesime, faiz oranlarını söz konusu riski yansıtacak şekilde yükselterek konut kredisi sağlamaktadırlar. Subprime(eşikaltı) kredilerin ödenmeme durumuna karşı bankaların başka bir güvencesi, ipotek altına alınan gayrimenkullerin satılarak, kredi alacaklarının tahsil edilebilme imkânının bulunmasıdır. 2001

yılından 2006 yılına kadar olan konut fiyatlarındaki muazzam artışlar, bankaların böyle bir beklentiye girmelerindeki haklılık payını göstermektedir.



Şekil 6. Subprime(Eşikaltı) Kredilerin Değeri ve Menkul Kıymetleştirme Oranı

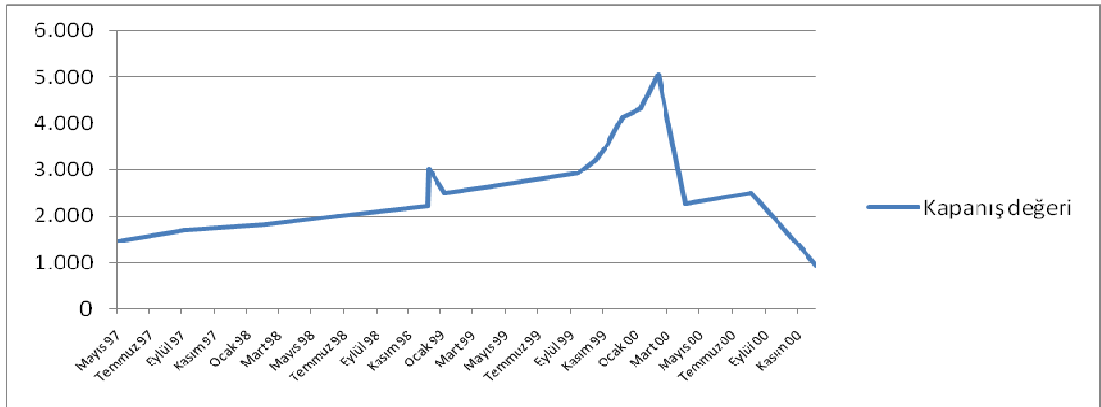
Kaynak: Inside Financial Mortgage Data, 2012.

2. 1. 5. 2. Mortgage Balonunun Oluşmasının Nedenleri

Bu kısımda mortgage piyasasında oluşan şişkinlik ve kırılganlığın nedenleri açıklanmaya çalışılacaktır. 17 Haziran 2009'da Amerikan Başkanının finansal krize karşı alınması gereken önlemler ve mali mevzuata dair verdiği brifingte de belirttiği gibi krizin oluşmasındaki en önemli neden mali piyasalarda yaşanan sorumsuz davranışlar şeklinde özetlenmektedir (Obama, 2009). Bununla birlikte mortgage krizinin oluşumuna dair Amerikan Senatosu tarafından çeşitli ekonomistlere hazırlatılan raporda; finansal krizin nedenleri; alınan yüksek riskler, karmaşık finansal ürünler, piyasayı düzenleyenlerin yetersizliği, kredi derecelendirme kuruluşlarının tutarsızlıkları şeklinde sıralanmaktadır. Bu raporda, finansal krizin Wall Street'in bünyesinde barındırdığı şişkinlikleri atmasını sağladığı dikkat çeken başka bir ifade olarak yer almaktadır (Amerikan Senatosu, 2010). Çeşitli kurum ve ekonomistlerin öne sürdüğü; FED'in faiz oranı politikaları, yabancı sermayede görülen artış, konut fiyatlarındaki hızlı artışlar, menkul kıymetleştirmelerin artması, yönetim ve denetim organlarının hataları gibi nedenler aşağıda açıklanmaktadır.

2. 1. 5. 2. 1. ABD Ekonomisinde Yavaşlama ve FED Politikaları

2008 finansal krizinin ortaya çıkmasında etkili olan mortgage piyasası balonunun, Amerikan ekonomisinde yaşanmış başka bir balonun olumsuz etkilerine karşı alınan önlemler sonucu ortaya çıktığı ifade etmek yanlış olmayacaktır. Zira Mortgage piyasasında yaşanan hızlı büyümenin başladığı 2000'li yılların başında, Amerikan borsasında internet hisse senetleri olarak adlandırılan yatırım araçları, yatırımcıların yoğun ilgisini çekmişti. Yatırımların yoğunluğu, şekil 7'de gösterilen NASDAQ(Amerikan Borsası) Teknoloji Endeksinin gelişimi incelendiğinde net bir şekilde görülmektedir. Verilere geçmeden önce NASDAQ endeksinin, "ABD'de, bilgi ve iletişim teknolojilerindeki önemli gelişmelerden ötürü ciddi karlar vaat eden, bilişim teknolojileri şirketlerinin hisselerinin alınıp satıldığı borsanın gelişimini gösterdiğini" ifade etmek gerekir (Sarıtaş, 2011: 49).



Şekil 7. İnternet Balonunun Oluşması ve Patlaması(NASDAQ Teknoloji Endeksi)

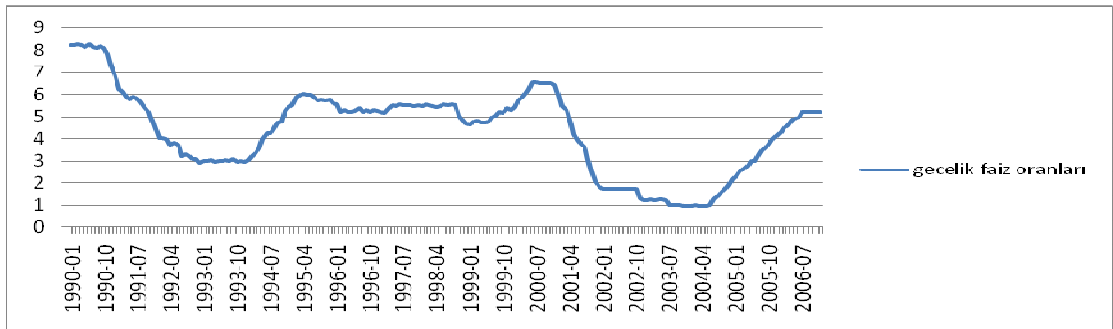
Kaynak: Federal Reserve Data, 2012

1990 yılından 1996 yılına kadar 500 seviyesinden 1100 seviyesine yükselen endeks, talebin artmasıyla birlikte 1998 yılı sonunda toplam 1000 puan artarak 2100 seviyesine ulaşmıştı. Bütün spekülasyon balonlarının ortak özelliği olan iyimser beklentiler arttığında talebin daha da artması "İnternet Balonu" içinde geçerli olmuştur. Bu iyimser hava ve spekülasyon alımlarının artmasıyla endeks bir senede, 1999 yılı sonunda tam 2000 puan artarak 4000 seviyesine ulaşmıştır (Ofek, 2001: 28). 2000 yılının başından itibaren spekülasyon alımları devam etmiş ve mart ayında 5000 seviyesine ulaşan

endeks bu aydan sonra spekülasyon balonunun patlamasıyla birlikte yıl sonunda 1000 seviyesinin altına inmiştir.

İki seneye yakın bir süre içinde NASDAQ Teknoloji Endeksinin oldukça yüksek seviyelere çıkıp, hızlı bir şekilde inişe geçmesini ifade etmek amacıyla kullanılan İnternet balonunun patlamasının meydana getirdiği durgunluk ve 11 Eylül 2001 yılında ABD’de gerçekleşen terör saldırılarının sebep olduğu olumsuz hava ABD’de durgunlukla birlikte ekonomik kriz beklentilerini ortaya çıkarmıştır. Dönemin FED başkanı Alan Greenspan ABD’yi bu durgunluktan kurtarmak için faiz oranlarında indirim gitmeyi uygun görmüştür. Şekil 8’de 1990-2006 yılları arasında ABD’de gecelik faiz oranının gelişimi görülmektedir. FED 1991-2001 yılları arasında %3-7 bandında belirlediği faiz oranlarında 2001 yılından itibaren indirim gitmiştir. Şekil 8’de de görüldüğü gibi, gecelik faiz oranları 2005 yılı başına kadar % 3’ün altında seyretmektedir.

Yukarıda belirtildiği gibi 2001 yılında ekonomide çıkan durgunluk, başta FED olmak üzere ekonomiden sorumlu yetkililerin faiz oranlarında indirim gitmesine neden olmuştur. Esasında ekonomiyi yönetenlerin bir başka amacı, düşen faiz oranlarıyla birlikte yatırımcıları, ekonominin lokomotif sektörü olan konut sektörüne yönlendirmektir. Bu sayede, ABD ekonomisini tehdit eden resesyon riskine karşı canlanma yaratılmış ve ekonomik istikrar sağlanmış olacaktır (Taylor, 2009: 11). Mortgage sektöründeki gelişmelerin seyrine bakılacak olursa bu amacın gerçekleştirilmiş olduğu görülmektedir.



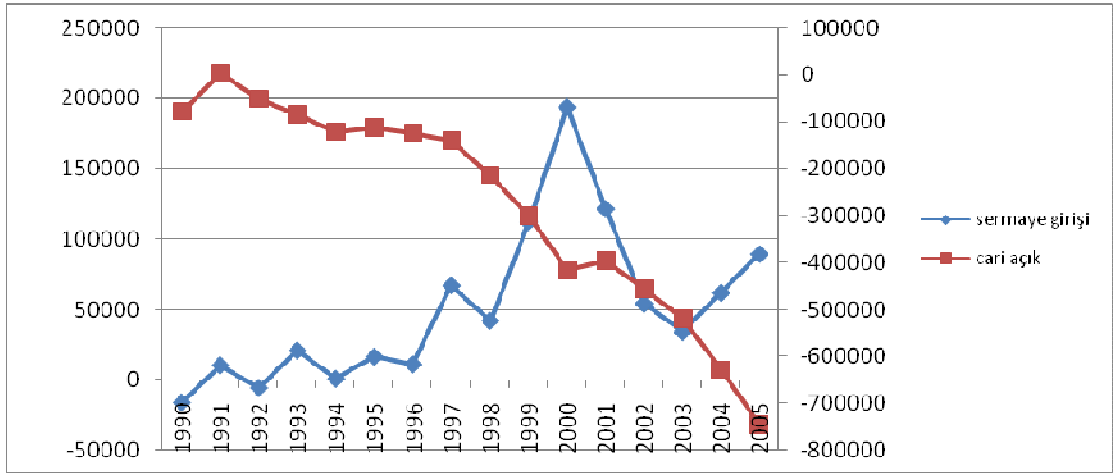
Şekil 8. 1990-2006 Yılları Arasında ABD Gecelik Faiz Oranlarındaki Değişim

Kaynak: Federal Reserve Data, 2012

Yukarıda ifade edilen gelişmelere paralel olarak, Amerikan ekonomisinde yaşanan durgunlukla birlikte karlılık oranlarının düşmesi, Amerikan piyasalarında büyük miktarda atıl fonlar oluşturmuştu. Yatırımcılar durgunluktan yeni çıktığı ve piyasaların riskli olduğu bu durumda, getirisi yüksek yatırım fırsatlarını kovalıyorlardı. Bu noktada getirisi diğer yatırım fırsatlarına göre yüksek olan konut sektöründe, ikincil piyasalarda gerçekleştirilen menkul kıymetleştirme işlemleri yatırımcılara, aradıkları fırsatı sunmuştur. Bu fırsat neticesinde, yatırımcılar atıl fonları, bankalara yönlendirmiş ve konut sektörünün talep yönü daha da gelişmiştir. O dönemde ekonominin bütün birimleri açısından, olumlu olan bu gelişmelerin, sonrasında dünya çapında finansal krizle sonuçlanacağı çoğu kimse tarafından tahmin edilememiştir (Williams, 2011: 347).

2. 1. 5. 2. 2. Yabancı Sermaye Artışı

2001 yılından itibaren mortgage balonunun oluşmasındaki başka bir nedenin, Amerika'nın yüksek cari açığının yarattığı mekanizma olduğu ileri sürülmektedir. Buna göre, aşağıda Şekil 9'da görüldüğü gibi ABD cari açığının milli gelire oranı, özellikle 2000'li yıllardan sonra yükseliş içindedir. Bu durum ABD'nin cari açığını karşılamak amacıyla hazine tahvili çıkarmasına neden olmuştur. Dünyanın en güvenli yatırım araçlarının başında gelen ABD hazine tahvilleri yoğun bir taleple karşılaşmış ve ülkeye yoğun bir yabancı sermaye akımıyla birlikte faiz oranlarındaki düşüş desteklenmiştir. Sonraki süreç cari açık-sermaye girişi mekanizmasının birbirini karşılıklı tetiklemesi olarak gelişmiş ve ülkeye yüksek miktarda fon girişi olmuştur. Bu durum, faiz oranlarındaki düşümlere bağlı olarak oluşan mortgage balonunun daha da şişmesinde önemli bir etken olmuştur (Bernanke, 2005).

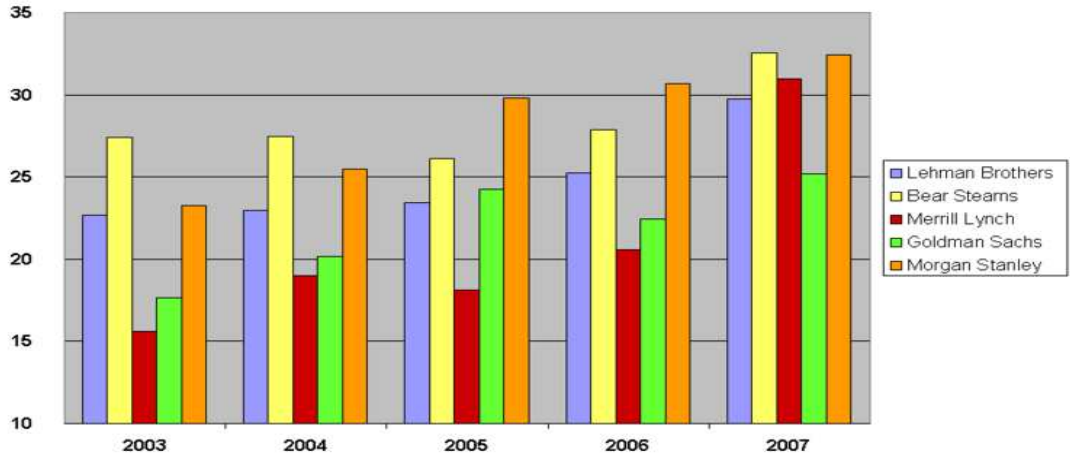


Şekil 9. 1990-2005 Yılları Arasında ABD Cari Açığı ve Yabancı Sermaye Girişindeki Değişim(milyon dolar)

Kaynak: Federal Reserve Data, 2012

2. 1. 5. 2. 3. Yönetim ve Denetim Hataları

Mortgage balonunun oluşmasında en önemli neden ikincil piyasalarda yapılan menkul kıymetleştirmelerin aşırı artış göstermesidir. Bu konuda kötü sonun başlangıcının ABD hükümetinin 1999 yılında 1933 yılında çıkan “*Glass–Steagall Act*” isimli yasayı yürürlükten kaldırarak ticari bankalar ve yatırım bankaları arasındaki ilişkilerdeki bazı sınırlamaları ortadan kaldırması olarak gösterilmektedir. 1933’de çıkarılan yasa ticari bankaların menkul kıymet şirketleri ile olan ilişkilerinde bazı sınırlamalar getiriyordu. Bu sınırlamaların kalkması menkul kıymetleştirme işlemlerindeki şeffaflığı ortadan kaldırmış ve balon ekonomisinin oluşmasında yasal zemin hazırlamıştır (Stiglitz, 2009). Yapılan araştırmalar Stiglitz’in bu iddiasının, mortgage balonunun oluşması ve sonrasında finansal krizin ortaya çıkmasında büyük rolü olduğunu ortaya koymuştur (Markham, 2010). Aşağıda “leverage ratio” olarak isimlendirilen ve firmaların risk oranının gösteren şekil 10 yer almaktadır. Şekil 10’daki oranlar yatırım bankalarının toplam borç miktarının, hisse değerine bölünmesiyle bulunmaktadır. Grafiğe bakıldığında 2003-2007 yılları arasında ABD’nin en büyük beş yatırım bankasının borç oranlarının nasıl riskli bir hal aldığı görülmektedir.



Şekil 10. 2003-2007 Yılları Arasında ABD'nin En Büyük Beş Yatırım Bankasının Bilançolarındaki Risk Durumu

Kaynak: Belirtilen Kurumların Yıllık Raporları, 2011.

Stiglitz'in belirttiği yasaya ek olarak, kredi sağlanmasında vatandaşlar arasında ayırım yapan(zenci-beyaz, çiftçi-memur vb) birçok yasa 1970-2000 yılları arasında esnekleştirilmiştir. Riskli kredilerin artmasında bu yasalarda ortaya çıkan esnekliğinde rolü bulunmaktadır (Thompson, 2009: 17).

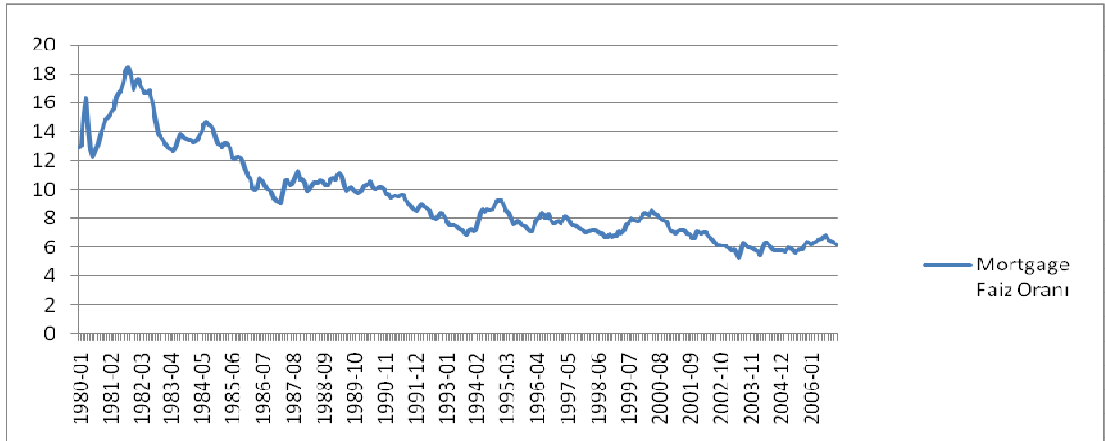
Kriz sürecinde en fazla eleştirilen kuruluşların başında, ABD Merkez Bankası FED gelmiştir. FED başkanı Ben Bernanke'nin 2007 yılında yaptığı konuşmada "Subprime(eşikaltı) piyasasından diğer piyasalara endişe verecek bir yayılma olacağını beklemediklerini" şeklindeki ifadesi FED'in kriz tehlikesini öngörmedeki yetersizliğini ortaya koymaktadır (Bernanke, 2007). FED'in 2001 yılından itibaren değişen risk ortamını algılamada ve bunlara karşı önlem almadaki yavaşlığı, mortgage piyasasının sağlıklı bir yapıya bürünmesine ve finansal sistemin kırılganlığının artmasına zemin hazırlamıştır.

Bunun dışında kamu kurumu niteliği taşıyan denetim kurumları da görevini yerine getirmemiştir. Denetim eksikliği nedeniyle, konut kredilerinin kullanım amacı, konut edinme yerine konut spekülatoörlüğüne dönüşmüş ve sistemde sorunlar çıkmaya başlamıştır (Öztürk ve Gövdere, 2010: 384). Mortgage sisteminde, kredi alıcılarının belirlenmesinde en önemli rolü risk derecelendirme kurumları üstlenmektedir. Zira asimetrik bilginin ortadan kaldırılmasında rol aldıkları için kredi fiyatlamasında aktif rol almaktadırlar.

Ancak risk derecelendirme kuruluşlarının gelirlerini tahvil ihraç eden kurumlardan elde etmesi, mortgage balonunun oluşması sürecinde zaman zaman objektif çalışıp çalışmadıklarının sorgulanmasına neden olmuştur (Ergün ve Gökdemir, 2010: 2109). Bu durumda, krizin oluşmasında önemli etkiye sahip riskli müşterilerin artmasında önemli bir rol oynamıştır.

2. 1. 5. 2. 4. Menkul Kıymetleştirme

2000'li yıllardan itibaren artış gösteren menkul kıymetleştirmelerin önemli etkilerinin başında, menkul kıymetleştirilen kredi alacaklarının ikincil piyasalarda yatırıma sunulması sonucu, bankaların ikincil piyasalardan daha fazla fon elde etmesi gelmektedir. Elde edilen bu fonlar tekrar mortgage kredisi olarak sisteme döndürülmüş ve bu şekilde ortaya çıkan döngü, mortgage kredisi faiz oranlarının düşmesine neden olmuştur. Aşağıda şekil 11'de, 30 yıl vadeli mortgage konut kredisi faiz oranlarında meydana gelen düşme açık bir şekilde görülmektedir. Konut kredisi faizlerinin düşmesi kredi talebindeki artışla birlikte, mortgage piyasasında balonun daha da şişmesine neden olmuştur.



Şekil 11. 1980-2006 Yılları Arasında 30 yıl vadeli Mortgage Kredisi Faiz Oranlarındaki Değişim (%)

Kaynak: Federal Reserve Data, 2012

Emlak kredilerinde menkul kıymetleştirme yoluna gidilmesinin en çok eleştirilen yönlerinden biride emlak kredisini sağlayan kurumun riski üstünden atması ve dolayısıyla kimi zaman gerekli belgelere ihtiyaç duymaksızın yüksek riskli kredilere yönelmesidir. Menkul kıymetleştirme işlemi sayesinde,

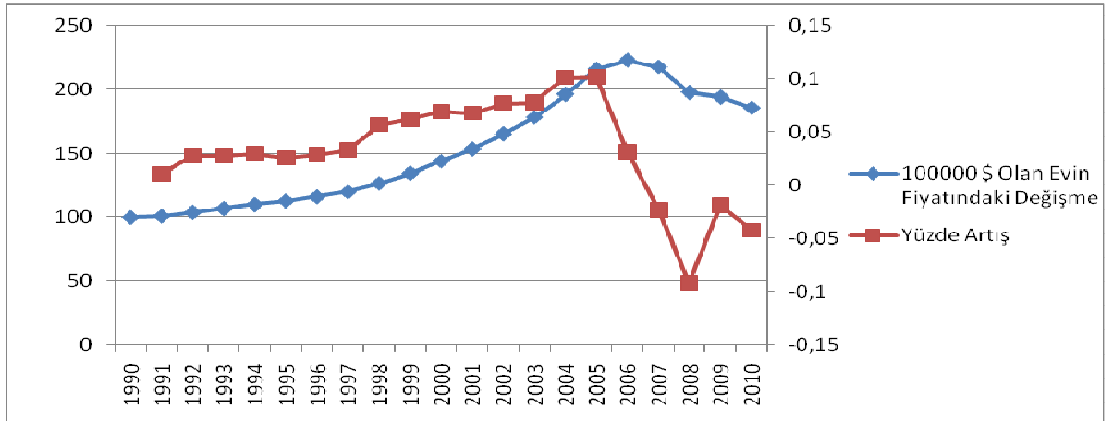
bankalar üstlendikleri riskleri sermaye piyasalarında diğer yatırımcılara aktarma imkânına sahip olmuştur. Bu durum ise bankaların kredi sağlama noktasında, ahlaki risk içine düşmesine neden olmuştur. Geleneksel mortgage sisteminde, krediyi sağlayan kurum, kredinin vadesi dolana kadar kontratı üzerinde tuttuğundan, batık riski karşısında son derece titiz davranmak zorundaydı. Menkul kıymetleştirmelerle birlikte, bankalar daha önceki yıllarda yaptıkları risk araştırmalarını ve sonrasında, kredi sağlama koşullarını esnetmeye başlamışlardır (Birdal, 2009: 8). Koşulların esnekleşmesi, kredi alma yeterliliğine sahip olmayan birçok bireyin kredi almasına neden olmuştur. Sonuçta, hem mortgage kredi miktarı, hem de kredi dönmelerinde sorun çıkarabilecek riskli kesimin(subprime mortgage kredisi) toplam mortgage kredileri içindeki oranı artmıştır.

2. 1. 5. 2. 5. Konut Fiyatlarındaki Hızlı Artışlar

Hükümet 2000'li yıllarda yaşanan durgunluktan sonra ekonominin lokomotif sektörü durumundaki konut sektörünü kullanarak ekonomide canlanmaya gitmek istemiştir. Uygulanan politikalar sonucu, konut sektöründe ortaya çıkan canlanma, konut fiyatlarında yükselişi beraberinde getirmiştir. Bu durum konut fiyatlarındaki artışların görüldüğü aşağıdaki şekil 12'den açık bir şekilde görülmektedir. Konut fiyatlarında görülen oldukça yüksek oranlı artışlar, ekonomideki olumlu havayla birlikte, fiyatlarda görülen yüksek artış eğiliminin devamlı olacağı beklentisinin oluşmasına neden olmuştur. Ekonomide oluşan bu durum, konut alma gücüne sahip olmayan bireylerin bile konut sahibi olmasına neden olmuştur. Zira konut fiyatlarındaki artışın sürekli olduğu bir durumda, krediyi ödeyememe durumuna düşen birey, elindeki konutu satarak krediyi geri ödeme imkânına sahip olmakta hatta bir miktar kar elde edebilmektedir (Duca ve diğerleri, 2010: 208). Bu süreç, aşağıda, sayısal bir örnekle açıklanmaktadır. 10000\$'ı olan bireyin kredi kullanarak konut aldığını ve bir sene sonunda %10 karla bu evi sattığını varsayalım. Birey 90000\$ kredi kullanarak 100000\$ değerinde konut satın almaktadır. Konut sahibi olmadan önce bir sene boyunca yapılan kira ödemeleri faiz ödemelerini gerçekleştirirse, konut sene sonunda 110000\$ olmaktadır. Aradaki işlem maliyetleriyle birlikte kredi kapandıktan sonra

10000\$ yaklaşık 20000\$'a ulaşmakta ve % 100'lere varan kar sağlanmaktadır. ABD gibi gelişmiş bir ülkede diğer yatırım araçlarının getirisi ve enflasyon oranının düşüklüğü düşünüldüğünde bu getirinin oldukça yüksek olduğu görülmektedir.

Yukarıda örneklendirilen getirinin büyüklüğüyle birlikte, 2004-05 döneminde konut fiyatlarındaki artışlara paralel olarak, spekülasyon amacıyla yapılan emlak yatırımları da artmıştır (Murphy, 2008: 12) Emlak sektöründeki balonun şişmesi süreci diğer sektörlerdeki gibi gelişmiştir. Yukarıda örnekle açıklanan karlılık oranı fark edildikten sonra, bu sektöre olan yatırımlar artmıştır. Bu sürece evi olmayıp konut sahibi olmak isteyen bireyler katıldığı gibi, ekonomik olarak üst gelir sınıfında yer alan bireylerde dahil olmaktadır. Çünkü karlılık oranı oldukça yüksekti. Ekonomi şişmeye başladıktan bir süre sonra bireylerde bu yükselişin kalıcı ve vazgeçilmez olduğu beklentisi uyanmıştır. Bireyler, karar alırken, kendi çevrelerinden edindikleri bilgiler ve yakın vadedeki deneyimlerini ön plana çıkarıp, genel trendi gözden kaçırmıştır.



Şekil 12. 1990-2010 Yılları Arasında ABD Konut Fiyatlarındaki Değişim

Kaynak:http://www.census.gov/compendia/statab/cats/prices/consumer_price_indexes_cost_of_living_index.html adresinden 20 Mart 2012'de alınmıştır.

Yale Üniversitesi Profesörlerinden R. J. Schiller, 1850-2004 yılları arasında 65 yaş üstü nüfusun oranı ve konut fiyatlarındaki değişimle ilgili tespit ettiği ilişkide, 65 yaş üstü nüfusun toplam nüfus içindeki payı ve konut fiyatları arasındaki paralel artışa dikkat çekmiştir. 1850-2000 yılları arasında

paralel seyreden bu iki göstergedeki değişim, 2000 yılından itibaren farklılaşmıştır. 2000 yılından itibaren konut sahibi olma miktarındaki artışın, 65 yaş üstü nüfustaki artıştan daha hızlı arttığını belirten Schiller bu durumun ortaya çıkardığı, konut sektöründeki balonu 2004 yılında fark eden Schiller, bu balonun daha da şişip patlayacağını belirterek, dikkatli olunması öngörüsünde bulunmuştur (Shiller, 2005). Nitekim bu tespitler doğru çıkmış ve mortgage balonu, bütün balonların seyrettiği süreci izlemiş ve ekonomin tamamını etkileyen hızlı bir çöküşle sona ermiştir.

2. 1. 5. 2. 6. Diğer Nedenler

Mortgage piyasasında, faiz yapısına göre iki farklı kredi sistemi bulunmaktadır. Bunlardan ilki sabit faizli ve uzun vadeli özelliklere sahiptir ve faiz riski kredi veren kuruluşlar tarafından üstlenilmektedir. Uzun vadede faiz oranı riskinden kaçınmak isteyen kredi kullanıcıları sabit bir faiz oranından kredi kullanmayı tercih etmektedir. İkinci tip kredi sistemi ise faiz riskinin kredi kullanıcısı üzerinde kaldığı değişken faizli kredilerdir (Birdal, 2009: 16). Şekil 11'de daha önce görüldüğü gibi 2000 yılından sonra faiz oranları birkaç yıl boyunca düşme eğilimi göstermiş ya da düşük seviyelerde seyretmiştir. Faiz oranlarının yükseleceğine dair herhangi bir beklentinin bulunmaması, kredi kullanıcılarının, sabit faizli sistemde, bankaların faiz oranı riskini üstlenmesi durumunda kredi maliyetine yansıtıkları fazla ödemededen kaçınmak için, değişken faiz oranlı kredi kullanmasına neden olmuştur. Bu durum mortgage sisteminde kredilerin geri dönememe oranını faiz oranlarındaki artışlara karşı kırılgan bir hale getirmiştir.

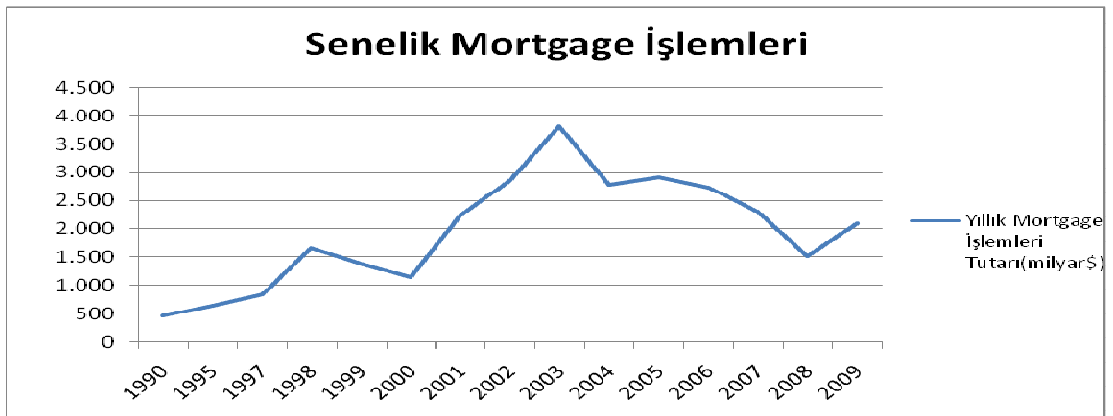
İkinci olarak, hükümet destekli bazı kurumlarında menkul kıymetleştirme sektöründe yer alması devlet garantisi olarak algılanmış, bu ise ikincil piyasa yatırımcılarının yatırımlarını artırıcı bir teşvik işlevi görmüştür. Nitekim krizden sonra Fannie Mae ve Freddie Mac gibi devlet garantisi altındaki iki kurum portföylerinde bulunan yaklaşık 5 trilyon dolarlık ipotek yükümlülüğüne devlet garantisi sağlayarak yükümlülüğü kısmi olarak devlete aktarmıştır (Newyork Times, 2008).

2. 1. 5. 3. ABD Mortgage Sektörünün 2000-2008 Yılları Arasındaki Gelişimi

Aşağıda, bazı göstergeler göz önünde bulundurularak, ABD Mortgage piyasasındaki gelişim incelenmektedir.

2. 1. 5. 3. 1. Mortgage Kredileri ve Konut Sahibi Olma Oranındaki Gelişmeler

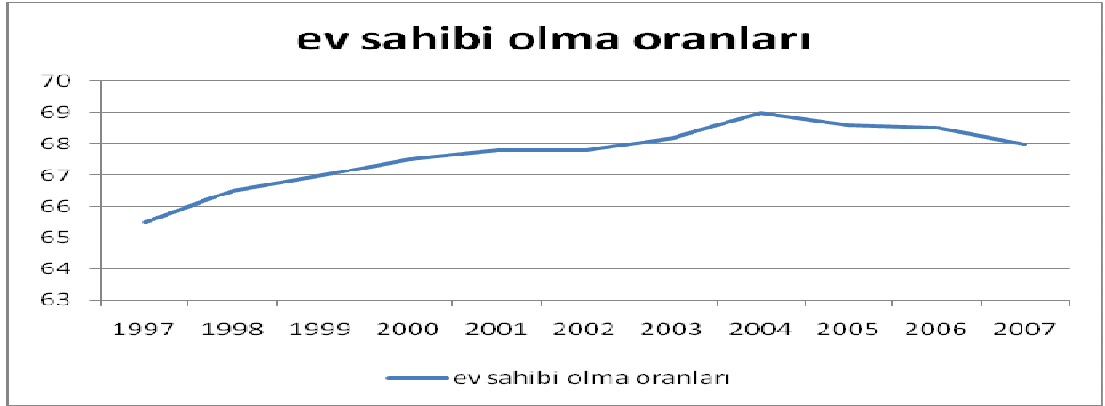
Yukarıda açıklanan sebeplerden dolayı, 2000 yılından itibaren yapılan mortgage işlemleri tutarında, oldukça yüksek bir artış yaşanmıştır. Aşağıda şekil 13'de 1990 yılından 2009 yılına kadar senelik mortgage işlemleri tutarı görülmektedir. Buna göre 1990 yılında yaklaşık 500 milyar dolar civarında gerçekleşen mortgage kredisi tutarı, 2000 yılında 1 trilyon doları aşmıştır. Sonraki üç sene boyunca hızlı bir artış yaşanmış ve 2003 yılında 3,75 trilyon dolarlık bir kredi tutarına ulaşılmıştır. Mortgage kredi tutarında, 2004 yılından finansal tehlikenin farkına varıldığı 2007 yılına kadar bir azalma olduğu görülse de tutarın 2,5 trilyon doların altına düşmediği görülmektedir. 2008 yılındaki finansal olumsuzluklarla birlikte keskin bir düşüş yaşanmış ve 1,5 trilyon doların altında bir işlem gerçekleşmiştir. Ancak bu keskin inişe devlet tarafından müdahale edilmiş ve işlem tutarı 2 trilyon dolar düzeyinde seyretmiştir. Mortgage işlemlerinde 2000-08 yılları arasında gerçekleşen bu yükseliş, mortgage piyasasında balonun nasıl şiştiğini açıkça ortaya koymaktadır.



Şekil 13. 1990-2009 Yılları Arasında Mortgage İşlemlerinin Senelik Tutarında Yaşanan Gelişmeler

Kaynak: http://www.census.gov/compendia/statab/cats/construction_housing.html adresinden 20 Mart 2012'de alınmıştır.

Amerika'da mortgage kredilerinde yaşanan artışlara paralel olarak, konut sahibi olma oranlarında da artış sağlanmıştır. Bu, aşağıdaki şekil 14'den de açıkça görülmektedir. Buna göre 1997 yılında %65 civarında olan konut sahibi olma oranı 2005-2006 yıllarına gelindiğinde %69 seviyesine ulaşmıştır. Ancak bu oran mortgage kriziyle birlikte artan hacizler ve konut alımlarının düşmesiyle %67 seviyesine gerilemiştir.

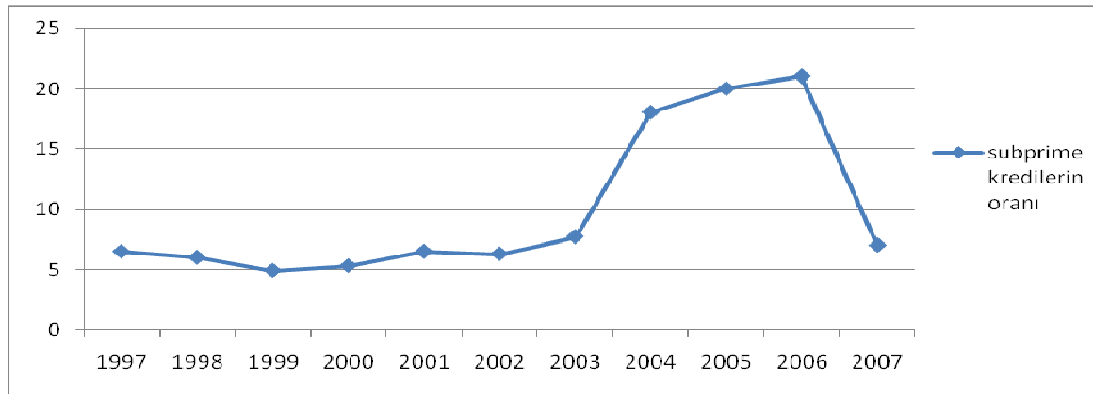


Şekil 14. 1997-2007 Yılları Arasında ABD'de Nüfusun Konut Sahibi Olma Oranında Değişim (%)

Kaynak: Harvard University-State of The Nation's Housing Report, 2008.

2. 1. 5. 3. 2. Mortgage Kredilerinde Risk Göstergesi Olabilecek Verilerde Gelişmeler

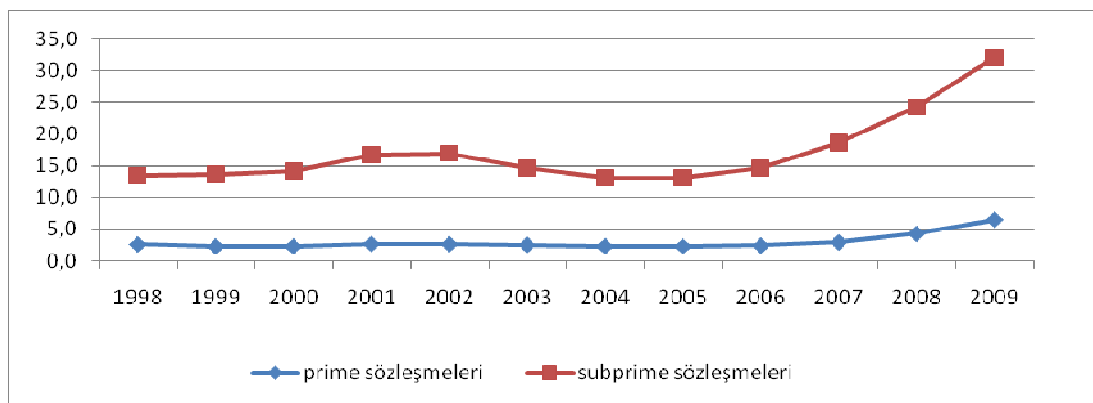
Birçok ekonomist, finansal krizin ortaya çıkış nedenleri arasında, subprime(eşikaltı) kredi miktarındaki yaşanan yükselişleri ön plana çıkarmaktadır. Aşağıda şekil 15 ve şekil 16'da bir yılda kullanılan subprime (eşikaltı) kredilerin, toplam mortgage kredileri içindeki oranı ve bir yılda kullanılan subprime(eşikaltı) ve prime kredilerin kendi içlerinde geri dönmeme oranları gösterilmektedir. Subprime(eşikaltı) kredilerin, toplam mortgage kredileri içindeki oranı 2000 yılında %5 seviyesindeyken 2004 yılında %10'u aşmıştır. 2007 yılına gelindiğinde %20 seviyesini aşan bu oran, bankaların kredi verme standartlarını yükseltmesiyle birlikte %7,5 seviyesine düşmüştür. Subprime(eşikaltı) kredi miktarındaki bu düşüşte; konut fiyatlarının düşmesi, beklentilerin kötüleşmesi ve genel olarak mortgage kredilerindeki düşmenin etkilerini de göz ardı etmemek gerekmektedir.



Şekil 15. 1997-2007 Yılları Arasında Subprime (eşikaltı) Kredilerin Mortgage Kredileri İçindeki Oranındaki Gelişmeler (%)

Kaynak: Harvard University-State of The Nation's Housing Report, 2008.

Mortgage krizinin oluşmasındaki temel göstergelerin başında, subprime(eşikaltı) kredilerdeki genel artışla birlikte, bireylerin aldıkları kredileri ödeyememe durumunu gösteren kredi geri dönmeme oranı gelmektedir. Aşağıdaki şekil 16'da prime ve subprime(eşikaltı) kredilerin geri dönmeme oranları görülmektedir. Buna göre, prime kredilerde yıllık bazda geri dönmeme oranı 2008 yılına kadar %5 seviyesini aşmamıştır. Buna karşın zaten geri ödeme riski en fazla olan kesime verilen kredileri ifade etmek için kullanılan subprime(eşikaltı) kredilerde geri dönmeme oranı yıllık bazda %10 seviyesinin altına hiç düşmezken, 2007-2008 yıllarına gelindiğinde %20-25 seviyesine ulaşmıştır.



Şekil 16. 1998-2009 Yılları Arasında Prime ve Subprime Kredilerde Geri Dönmeme Oranları (%)

Kaynak: http://www.census.gov/compendia/statab/cats/construction_housing.html adresinden 24 Şubat 2012'de alınmıştır.

2. 1. 5. 4. Mortgage Krizinin Başlaması ve Gelişimi

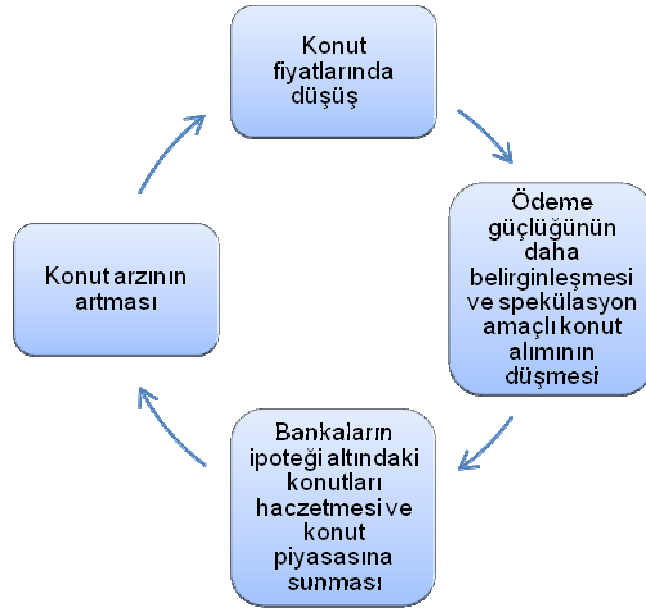
Yukarıda 2000'li yıllarda itibaren Amerikan Merkez Bankasının uyguladığı düşük faiz politikasından bahsedilmişti. Genel olarak faiz oranının düşük tutulup, piyasada paranın arttırılması enflasyona neden olmasına rağmen, 2001 yılında Çin'in Dünya Ticaret Örgütü'ne katılımıyla beraber imalat Çin'e kaymış ve ucuz ithal malları Amerika'daki enflasyonu maskeleymiştir (Eğilmez, 2010: 68). Çin ekonomisinin gelişmesi ile petrol ve diğer hammadde fiyatlarının önemli ölçüde artması, Amerika'nın dış ticaret açığının yükselmesine zemin hazırlamıştır. Bu durum var olan talebin düşürülmesini gerekli kılmıştır (Erolgaç, 2009: 28). Yukarıda da ifade edildiği gibi, FED, 2005 yılından sonra, enflasyonla mücadele amacıyla faiz oranlarında artışa gitmiştir. Faiz oranlarındaki artış, sermaye piyasalarında likidite sıkışıklığına neden olduğu için kredi almak zorlaşmıştır. Bunun konut piyasasına ilk etkisi, konut alımlarının yavaşlamasıdır. İkinci olarak, 2000'li yıllardan itibaren faiz oranlarında ortaya çıkan devamlı düşüşe bağlı olarak, faiz oranlarının uzun süre bu seviyelerde devam edeceği beklentisine kapılıp, değişken faizli mortgage kredisi kullanmış olan riskli müşteriler, faiz oranlarındaki artışla birlikte mortgage kredilerinde geri ödemelerde zorlanmaya başlamıştır.

Mortgage piyasalarında beklentilerin olumsuzlaşmasında, yukarıda bahsedilen faktörlerden, değişken faizli kredi kullananların geri ödeyememe oranlarındaki yükselme daha etkili olmuştur. Çünkü kredilerin ödenemeyeceğinin bankaya bildirilmesi, bankaların ipotekli konutları haczetmesiyle sonuçlanmıştır. Bankalar, bilançolarında yer alan hacizli konutları tekrar piyasaya arz edince, konut piyasası arzındaki artışa paralel olarak, konut fiyatlarında gerilemeler ortaya çıkmıştır. Bu durum, konut fiyatlarındaki artışı göz önünde bulundurarak konut kredisi alan kullanıcıları hayal kırıklığına uğratmıştır. Çünkü kredi kullananlar, aldıkları krediyi ödeme güçlüğüne düşeceklerini düşündüklerinde, kolaylıkla evlerini satabileceklerini ve evlerin satış fiyatlarının alış fiyatlarından yüksek olması nedeniyle borçlarını rahatlıkla ödeyebilecekleri algısına sahip durumdaydılar (Birdal, 2009: 19). Ancak konut fiyatlarındaki gerilemeyle birlikte kredi kullananların ellerindeki evlerin değeri konut kredisini ödeyebilecek seviyenin altına

inmiştir. Hal böyle olunca, çaresiz durumda kalan kredi kullanıcıları, bankalara kredi ödemelerini gerçekleştiremeyeceklerini bildirmişlerdir. Bunun yanında ikinci, üçüncü ve hatta daha fazla mortgage kredisi kullanarak fiyatları yükselişte olan konut sektörüne yatırım yapan bireyler, konut fiyatlarının düşmesiyle, ellerindeki konutların satılması durumunda ödedikleri kredi miktarını karşılamadığını görmüş ve kredi ödemelerinde temerrüde düşmüştür. Temerrüde düşen bireylerin ipotek altındaki konutlarını haciz eden bankalar, konut piyasasına her geçen gün daha fazla konut arz etmişlerdir. Bu durum konut sektöründe, fiyatların şekil 17’de görüldüğü gibi bir kısırdöngü sonucu konut fiyatlarının her geçen gün daha da düşmesine neden olmuştur.

Sistemin işleyebilmesi sektördeki unsurların yapması gerekenleri eksiksiz yerine getirmesiyle mümkündür. Bu noktada, bireylerin taleplerini devam ettirebilmesi için konut fiyatlarındaki beklentilerin olumlu olması ve kredi sağlamada sorun olmaması gerekmektedir. Hükümet ve para otoriteleri, istikrarlı bir sermaye piyasası için düşük ve istikrarlı bir faiz oranını sürdürülebilir kılmak zorundadır. Kredi sağlayanlar, karşı karşıya olduğu riskleri minimum düzeye indirip finansman sağlayabilmelidir. Sistemin bu üç unsurundan birinin görevini yerine getirmede göstereceği bir aksaklık sistemde tamir edilemez bozukluklara neden olabilecektir. Nitekim aşağıda şekil 17’de görüldüğü gibi, konut fiyatlarıyla ilgili ortaya çıkan bir olumsuzluk, sistemin bir kısırdöngü şeklinde finansal krize yönelmesine neden olmuştur.

2005-06 yıllarında, konut sektöründeki tehlikenin varlığı hissedilse de konut piyasasının sakin bir süreç geçirdiği görülmektedir. 2007 yılına gelindiğinde, dördüncü çeyrekte mortgage kredilerinde toplam ödenmeme oranı, 2007 yılının ilk çeyreğine göre yaklaşık %35 oranında artış göstermiştir. 2007 sonlarına doğru ortaya çıkan çöküntü, mortgage kredi standartlarının daha da sıkılaştırılmasını tetiklemiştir. Bu noktada, krizin çıkmasında kötümser beklentilerin ön plana çıktığı görülmektedir.



Şekil 17. Konut Fiyatlarının Düşmesine Neden Olan Kısırdöngü

Kaynak: Tarafımızca hazırlanmıştır.

Mortgage sistemi açıklanırken ifade edildiği gibi, sistem kredi kullanımında ortaya çıkan bütün riskleri ikincil piyasaları kullanarak ülkedeki ve dünyadaki diğer yatırımcılara aktarmaktaydı. Dolayısıyla sistemde ortaya çıkabilecek herhangi bir bozukluk sadece Amerika'da kredi kullandıran finans ve bankacılık kurumlarını değil bütün dünyayı etkilemekteydi. Birçok iktisatçının da ifade ettiği gibi finans sektöründe yaşanan güven kaybı, yatırımcıların konut sektörüne yaptıkları yatırımları azaltmasına neden olmuştur. Bu durum, hisse senetleri fiyatlarının sert bir şekilde düşmesine yol açtığı için, ABD'deki konut sektöründe trilyonlarca dolarlık kayıp yaşanmasına neden olmuştur (Naude, 2009: 3). Emeklilik fonları, sigorta şirketleri, yatırım bankaları ve hedge fonlarının elinde bulunan emlak destekli tahvillerin büyük bir hızla değer yitirmesi, bu değerlerin elden çıkarılmalarını imkânsız hale getirmiştir. Bilançolardaki varlıkların hızla değer kaybına uğraması, bankaların piyasada bulunan likiditeyi bankalara çekemediği için kredileri döndüremez hale gelmesine ve büyük bir likidite darlığı yaşamasına neden olmuştur (Birdal, 2009: 23).

Şirketler ve dev kuruluşlar, Mortgage Krizinin ortaya çıkardığı olumsuz etkilerden ilk defa 2007 yılının ilk çeyreğinde bahsetmeye başlamışlardır.

Başlarda ülke ekonomileri açısından fazla tehlike içermeyecek küçük çaplı zararlardan bahsedilse de, yıl sonuna doğru Amerika, İngiltere başta olmak üzere birçok gelişmiş ülkedeki dev finans kuruluşlarının zarar açıklamaları ülkelerin politikalarını bu konu üzerine yöneltmesine neden olmuştur (Murphy, 2008: 14). Nitekim bu konudaki en önemli adım 2008 yılının hemen başında Amerikan Hükümetinden gelmiş ve Ekonomik Krize Yönelik Kurtarma Paketi açıklanmıştır (USA Government, 2008). Ekonomik Krize giriş sürecinde önemli sayılabilecek diğer bir gelişme, 2008 yılı mart ayında elinde çok miktarda yüksek riskli konut kredisi tutan yatırım bankalarından Bear Stearns'ın iflas ederek, ABD hükümeti tarafından diğer bir yatırım bankası olan J.P. Morgan Chase'e satılmasıdır (J.P. Morgan, 2008). Yılsonuna kadar, başta Amerika olmak üzere Almanya, İngiltere, İsviçre, İzlanda, Fransa gibi ülkelerde çeşitli finans kurumları iflaslarını açıklasa da, Finansal Krizin alevlenmesi açısından en önemli nokta, birçok ülke milli gelirinden daha büyük olan, dev Amerikan yatırım bankası, 158 yıllık Lehman Brothers'ın 600 milyar dolarlık zararla iflasını açıklaması olmuştur. Lehman Brothers gibi dev finans şirketlerinin batışı, eşik-altı konut kredileriyle desteklenen yüksek riskli-yüksek getirili tahvilleri alan birçok Avrupa bankasına sıçramıştır (Engelen, 2008: 59) Lehman Brothers'in iflasını istemesiyle finansal piyasalardaki panik havasının maksimum noktaya ulaşması diğer Amerika ve Avrupa'daki diğer finans kurumlarının iflasını daha da hızlandırmıştır. Merrill Lynch, sigorta firması American International Group, Washington Mutual ve Wachovia gibi bankalar iflas etmiş, Goldman Sachs ve Morgan Stanley gibi dev kuruluşlar daha sıkı düzenlemelere tabi tutularak devlet yardımı almışlar ve kısmen finansal yapılarını toparlamışlardır. Freddie Mac, Fannie Mae, Northern Rock ve Fortis krizin sarstığı devasa kurumlardan diğer bazılarıdır. Bu kurumların başarısızlıkları Mortgage balonunun patlamasıyla birlikte portföylerinde bulunan varlıkların yükümlülüklerinin piyasa değerini aşmasından kaynaklanmıştır (Murphy, 2008: 14).

Piyasalarda bulunan bu panik havası dünya genelinde borsaların sert düşüşler yaşamasına, finansal piyasaların aşırı risk taşıyor bir hale gelmesine neden olmuştur. Krizin alevlenmesinin hemen ardından ilk olarak, 10 Ekim

2008'de G8 ülkeleri temsilcileri Washington'da toplanıp yaptıkları açıklamalarla piyasaları sakinleştirmeye çalışmışlardır. Hemen ardından 11 Ekim'de bu defa AB ülkeleri Paris'te toplanıp acil eylem planı üzerinde mutabık kalmaya çalışmışlardır. Neticede ekonomilerin durgunluğa girmesini önlemek için piyasaya kısa sürede trilyon dolarlar sürülmüş, ancak güven bunalımının yaşandığı bu panik ortamında, alınan tedbirlere rağmen finansal krizin etkisi oldukça yıkıcı olmuştur. Finansal piyasalardaki olumsuz hava ve piyasalarda yaşanan güven kaybı, kısa sürede krizin yıkıcı etkilerinin reel piyasalara sirayet etmesine neden olmuştur. Dünya ekonomilerinde makroekonomik göstergelerin bozulmasına yol açan kriz, büyüme oranlarının düşmesine ve işsizlik oranlarının artmasına neden olmuştur.

Kriz gelişmiş ülkelerde başlamasına rağmen, 2009'un başından itibaren gelişmekte olan ülkeleri de etkilemeye başlamıştır. Bu ülkelerin çoğunda; borsalar ciddi değer kayıpları yaşamış, ülke paraları değer yitirmiş, ülke tahvilleri ve ticari bonolarda risk primleri artmış, yabancı sermaye akımları ve banka borçlanmaları ise önemli oranda düşmüştür (Paivo, 2009).

2. 1. 6. 2008 Finansal Krizin Ülke Ekonomileri Üzerindeki Etkisi

2008 finansal krizini son yirmi yılda karşılaşılan diğer ekonomik krizlerden ayıran en temel özelliklerden biri, gelişmiş ülkelerde ortaya çıkmış olmasıdır. Böyle olmasına rağmen başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere, dünyanın geri kalan bütün ekonomileri bu ekonomik krizden farklı düzey ve şiddette etkilenmiştir. Bu farklılık, ülkelerin kendi ekonomilerinde ve uluslararası ekonomik ilişkilerinde makro ekonomik ve kurumsal olarak sahip olduğu farklılıklardan kaynaklanmıştır. Çalışmanın bu bölümünde, ülkelerin sahip olduğu farklılıkları yansıtacak şekilde, ülkeleri gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler olarak ikiye ayrılacak, ülkelerin ekonomik krizden etkilenme şekillerini ve düzeylerini ortaya koymaya çalışılacaktır. Son olarak Türkiye'nin sahip olduğu ekonomik veriler ışığında Türkiye'nin ekonomik krizden nasıl ve ne kadar etkilendiği ortaya koymaya çalışılacaktır.

2. 1. 6. 1. 2008 Finansal Krizinin Gelişmiş Ülke Ekonomilerine Etkisi

ABD’de, 2006 yılından itibaren, finansal piyasalarda riskli ortamın bulunduğu dair çeşitli demeçler verilmiştir. Buna ek olarak, birçok iktisatçı mortgage kredi balonundaki şişmeyle birlikte, mortgage kredi riskleri ve mortgage kredi kalitesindeki düşüşlerden bahsetmiştir. Ancak, ekonomide konut fiyatlarındaki artışların söz konusu olması, olumsuz durumların göz ardı edilmesine neden olmuştur. 2007 yılının sonuna doğru konut fiyatlarında düşüşlerin başlamasıyla birlikte ekonomideki birçok kesim tehlikenin farkına varmıştır (Demyanyk ve Hemert, 2011).

2007 yılının sonuna doğru ABD’de başlayan riskli ortam, sonrasında başta İngiltere olmak üzere diğer AB ülkeleri, Japonya, Kanada, Avustralya gibi gelişmiş ülkelere sıçramıştır. Başta AB ülkeleri olmak üzere, gelişmiş ülkelerin finans kurumlarının da riskli mortgage kâğıtlarına yatırım yapmış olmasına ek olarak, gelişmiş ülkelerdeki finansal piyasaların birbirine girmiş olması krizin bu derece hızlı yayılmasında büyük rol oynamıştır. Bunların yanında, IMF’nin 2009 yılında yayınladığı küresel finansal istikrar raporunda, toksik varlıkların %65’inin ABD, %30’unun AB, %3’ünün Japonya ve kalanın da diğer ülke ekonomileri tarafından üretildiği belirtilmektedir (Uluslararası Para Fonu [IMF], 2009). Her ne kadar panik havası bütün gelişmiş ülkelerde söz konusu olsa da, ABD’nin dünya gelirin %20’sini üretmesi ve finansal krizin oluşmasında başrol oynayan riskli kâğıtların miktar olarak büyüklüğü, ön planda bu ülkenin kalmasına neden olmuştur.

2. 1. 6. 1. 1. Gelişmiş Ülkeleri Etkileme Mekanizmaları

Finansal krizin gelişmiş ülkelerdeki ilk etkisi, 2007 yılından itibaren riskli kredilerin geri dönme oranlarının düşmesiyle ortaya çıkmıştır. Emlak fiyatlarının düşmeye başlamasıyla birlikte bilinen sürecin işlemesi, sırasıyla; mortgage kredisi kullananlar, mortgage kredisi kullandıran bankalar ile kullanılmış mortgage kredisini menkul kıymetleştiren yatırım bankaları ve sigorta fonlarında büyük bir şok ortaya çıkarmıştır. Bundan sonra, batık kredi oranlarındaki artışa paralel olarak, Amerika başta olmak üzere Almanya, İngiltere, İsviçre, İrlanda gibi ülkelerde finans kurumlarının iflas etmesi bu

kurumlara olan güveni azaltarak, finansal piyasalarda zaten bulunan panik havasını daha da artırmıştır (Murphy, 2008: 15). 2008 yılının dördüncü çeyreğinde Lehman Brothers'in iflas etmesiyle birlikte en üst noktaya ulaşan finansal panik havası, piyasalarda likidite sıkıntısını daha da derinleştirmiştir (Claessens ve diğerleri, 2010: 13).

Bu mekanizmada, kredi daralmasının ortaya çıkmasının iki temel nedeni vardır. Birincisi, kredi borçlularının geri ödemede düştüğü zorluğu gören mevduat sahipleri, bankaların içine düşeceği likidite sıkıntısını tahmin etmekte ve mevduatlarını çekerek, bankaların likidite sıkıntısını daha da derinleştirmektedir. İkinci olarak, bankalar, belirtilen panik ortamında, piyasa faiz oranından müşterilerine kredi açmak yerine riski daha az olan devlet tahvillerine yönelmeyi tercih etmekte, kredi açma opsiyonunda ise faiz oranlarını yüksek tutmaktadırlar (Furceri ve Ugane, 2009: 31). Kredi kullanımının daralması, yatırımcılardaki güven eksilmesiyle birleşince, gelişmiş ülkelerdeki finansal piyasalarda, hisse senedi piyasalarında yatırımların düşmesine neden olmuştur. Mali piyasalarda yaşanan bu durgunluk, dünya borsalarını da etkilemiş ve kısa sürede büyük düşüşler yaşanmasına neden olmuştur (IMF, 2010).

Reel piyasalarda ortaya çıkan daralma ise iki nedene dayandırılabilir. Birincisi, emlak balonunun şiştiği dönemlerde Amerika, İngiltere gibi gelişmiş ülkelerde, emlak fiyatlarının yükselmesiyle zenginlik hissine kapılan bireyler, tüketimlerini artırmış ve ekonomide büyük bir canlanma oluşturmuştu. Varlık fiyatlarındaki düşmeyle birlikte, bireyler tüketim harcamalarını düşürmüş ve reel sektörde daralmaya neden olmuştur. İkincisi ise, güven ortamının tamamen çöktüğü bu süreçte kredi krizinin ortaya çıkması reel sektör açısından likidite sorununun ortaya çıkmasına neden olmuştur. Yeterli kaynak temin edilememesinin yanında piyasada var olan güvensizlik ortamı bireylerin tüketim, şirketlerin ise yatırım harcamalarını durma noktasına getirmiştir. Harcamaların kısılması, toplam talepte düşüşe neden olunca, şirketler var olan üretimlerinde de düşüşe gitmiş ve işten çıkarmalar artmıştır. İşsizliğin artması-toplam talebin düşmesi döngüsüne girilmesi, durgunluğun her geçen gün daha da artmasıyla sonuçlanmıştır (Seguino, 2009).

2008 yılının sonuna doğru, reel sektörde, kredi daralması sonucu artan şirket iflasları dikkat çekmiştir (Murphy, 2008: 16). Bunun yanında pek çok köklü firma büyük zararlar verdiğini kamuoyuyla paylaşmıştır. 2008 yılının dördüncü çeyreğinde, "Detroit Üçlüsü"(Detroit Three) olarak da bilinen, ABD'nin önde gelen üç otomobil üreticisi, Ford, Chrysler, General Motors'un, 2008 yılı ilk yarısındaki toplam reel kayıplarını 28.6 milyar dolar olarak açıklaması, gelişmiş ülkelerde reel piyasaların finansal krizden ne ölçüde etkilendiğini açıklaması açısından çarpıcı bir örnektir (McNally, 2009: 36-37).

Bu noktadan sonra, ülkelerin Merkez Bankalarının piyasaya likidite pompalaması süreci başlamıştır. 2008 yılının sonunda sadece FED 1 trilyon dolarlık parasal genişleme ve riskli menkul kıymet alımına gitmiştir (Krugman, 2009: 186). Şimdiye kadar gelişmiş ülkelerdeki batık mortgage kredilerine hükümetler tarafından sağlanan desteğin 10 trilyon doları aştığı iddia edilmektedir (Murphy, 2008: 16). Diğer maliye ve para politikalarıyla birlikte bütün bu politikalar, piyasalardaki güvensizlik ortamı nedeniyle finansal piyasalardaki işleyişin tam olarak iyileşmesini sağlayamamıştır (Cornett ve diğerleri, 2011: 311).

2. 1. 6. 1. 2. 2008 Finansal Krizinin Gelişmiş Ülkelerin Ekonomik Göstergeleri Üzerindeki Etkisi

Yukarıda yapılan açıklamalarla birlikte finansal krizin gelişmiş ülke ekonomilerinde ortaya çıkardığı etkiyi görmenin en iyi yolu ekonomik krizden önce ve ekonomik kriz sırasında ülke ekonomilerine ait ekonomik göstergelerin nasıl bir yön izlediğidir. Bu sayede ekonomik krizin olumlu veya olumsuz etkilerinin ne düzeyde gerçekleştiği tahmin edilebilecektir. Aşağıda gelişmiş ülkelere ait göstergeler, ABD, Avrupa Birliği(AB) ve diğer gelişmiş ülkeler¹ şeklinde üçe ayrılarak incelenmektedir.²

¹ İçerdiği ülkeler Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, İngiltere ve Amerikadır.

² Bu sınıflandırma IMF'nin 2011 World Economic Outlook raporunda, ülkelerin kişi başına düşen milli gelir, satın alma gücü gibi özelliklerini kullanarak hazırladığı sınıflandırma kullanılmıştır.

2. 1. 6. 1. 2. 1. ABD Ekonomik Göstergelerine Etkisi

Aşağıdaki çizelgede ABD'ye ait KBDG'deki yıllık artış, işsizlik oranları ve enflasyon oranları bulunmaktadır. Bunun yanında, finansal krizin ABD ekonomisi üzerindeki etkisini diğer ülkelerle karşılaştırarak, daha net görebilmek için Avrupa Birliği(EU27) ve Gelişmiş Ülkelere ait verilerin ortalamaları da görülmektedir.

Çizelge 4. 2007-2010 Yılları Arasında ABD Büyüme, İşsizlik ve Enflasyon Oranları

	Kişi Başına Düşen Milli Gelirdeki Büyüme(%)				İşsizlik Oranları(%)				Enflasyon Oranları(%)			
	07	08	09	10	07	08	09	10	07	08	09	10
ABD	0,9	-0,9	-4,3	2,1	4,5	5,8	9,3	9,6	2,8	3,8	-0,3	1,6
Temel Gelişmiş Ülkeler	1,8	-0,8	-4,7	2,2	6,0	6,1	7,8	7,8	1,8	2,8	0,2	1,4
Avrupa Birliği (AB-27)	2,7	-0,1	-4,6	1,8	7,1	6,9	8,9	9,5	3,5	5,3	1,1	2

Kaynak: Worldbank Data, 2012.

Büyüme rakamlarının incelenmesi, ekonominin genel olarak performansını yansıttığı için önemlidir. Bunun yanında birçok ekonomist, büyüme rakamları incelenirken genel ekonomik büyümeden ziyade, kişi başına düşen gelirdeki(KBDG) büyüme rakamlarını incelemenin daha yerinde olacağı konusunda hemfikir durumdadır. ABD'de finansal krizin büyüme rakamları üzerindeki etkisi 2008 yılından itibaren görülmeye başlamıştır. Bu durum finansal krizin, gelişmiş ülkeler üzerindeki etkisinin 2007 yılının sonundan itibaren oluşmaya başladığını göstermektedir. Nitekim diğer gelişmiş ülkeler ve AB geneli büyüme rakamları incelendiğinde bu görüş doğrulanmaktadır. 2008 yılının sonunda reel sektörde yaşanan şirket iflasları ve büyük miktarda şirket zararlarındaki artış, 2009 yılında finansal krizin reel etkilerinin daha da derinleşeceği tahminlerine neden olmuştur. Çizelgeye bakıldığında, KBDG'de %4'lere varan düşüşlerin gerçekleşmesi, beklentilerin gerçekleştiğini göstermektedir. 2010 yılına gelindiğinde KBDG'de %2 düzeyindeki pozitif büyüme rakamlarına bakıldığında, krize

karşı geliştirilen kısa vadeli ekonomi politikaların kısmen de olsa başarılı olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

İşsizlik rakamlarına bakıldığında, 2008'deki yaklaşık %1,5'lük artış, büyüme rakamlarında olduğu gibi krizin etkilerini, bu yıl itibariyle göstermeye başladığının bir işareti olarak algılanabilir. 2009 yılına gelindiğinde, işsizlik oranında %3'lük artış görülmektedir. Gelişmiş ülkeler ve Avrupa Birliği'nin işsizlik rakamlarındaki artışlarla karşılaştırıldığında krizin Amerika'nın istihdam düzeyindeki etkilerinin daha derin olduğu söylenebilir. 2010 yılı işsizlik oranlarına bakıldığında, KBDG'de yakalanan pozitif büyüme rakamlarının, işsizlik rakamları üzerinde etkisiz kaldığı görülmektedir. Bazı iktisatçılar, finansal krizden çıkışın yalnızca ekonomik büyüme rakamlarındaki toparlanmalar olarak algılanmaması gerektiğini ifade ederek; bireylerin eski işlerine geri dönmelerinin yanında, devamlı gelişen finansal ve teknolojik yeniliklerle uyumlu olarak yeni iş alanları yaratılması gerektiği üzerinde durmaktadır (Baily ve Elliot, 2009: 10). Bu fikir doğrultusunda, büyümede yakalanan pozitif rakamlar, işsizlikte düşüşle desteklenmeyince, ekonomik krizden çıkıldığını savunmak yanlış olacaktır.

Enflasyon oranlarına bakıldığında, ekonomik olarak olumsuzluk şeklinde nitelendirilebilecek rakamlara rastlanmamaktadır. Hatta 2004 yılından itibaren ABD ekonomisi açısından ciddi bir sorun olarak görülen enflasyon rakamları, ekonomik krizle birlikte toplam talebin düşmesiyle, tehdit olmaktan çıkmıştır.

2000'li yıllardan sonra ABD ekonomisinin verdiği yüksek cari açıktan daha önce bahsedilmişti. Aşağıda bulunan çizelge 5, finansal krizi sürecinde ABD'nin cari açığının milli gelirinin ne kadarını oluşturduğunu ifade eden cari açık oranının nasıl seyrettiğini göstermektedir. Buna göre, 2007 yılına kadar, ABD milli gelirinin %5'i kadar olan cari açık, 2008'de küçük bir düşüşün ardından, 2009 yılında yaklaşık %2,5'lük bir düşme göstermiştir. Cari açığın seyrinin diğer gelişmiş ülkelerdeki seyri izlememesi, ABD'nin diğer gelişmiş ülkelerden cari açık konusunda farklılık gösterdiğinin bir belirtisidir. Diğer gelişmiş ülkeler kriz öncesinde cari fazla verirken, krizle birlikte cari açık vermeye başlamıştır. Bu durum, gelişmiş ülkeler içinde yer alan Japonya,

Almanya, Kanada gibi ülkelerin ihracatı yüksek ülkeler olması, ancak krizle birlikte dünya talebinin düşmesine bağlı olarak ihracat rakamlarının düşmesinden kaynaklanmaktadır. ABD gibi ithalatı yüksek, AB ülkelerinin cari açık rakamları, 2007-09 yılları arasında ABD ile aynı düzeyde seyretmektedir. 2010 yılında cari açığın düşmeye devam etmesi AB ülkelerinin dış talebinin artmadığının bir göstergesidir.

Çizelge 5. 2007-2010 Yılları Arasında ABD'nin Cari Dengesi ve Bütçe Dengesi

	Cari Açık/Milli Gelir(%)				Bütçe Açığı/Milli Gelir(%)			
	07	08	09	10	07	08	09	10
ABD	-5,08	-4,74	-2,68	-3,23	-2,9	-6,6	-11,6	-10,7
Temel Gelişmiş Ülkeler	0,3	-0,14	-0,33	-0,78	-1,5	-2,8	-7,5	-7,2
Avrupa Birliği	-5,1	-4,97	-1,04	-0,7	-0,8	-2,3	-6,8	-

Kaynak: Worldbank Data ve OECD Stats, 2012.

ABD'nin bütçe açıkları krizden önce milli gelirin yaklaşık %2-3'ü kadar gerçekleşmektedir. 2008 yılından itibaren hükümetin riskli mortgage kâğıtları nedeniyle çeşitli finans kurumlarının kurtarılması ve ekonomik krizden çıkış için uyguladığı ekonomi politikaları, bütçe açıklarının artmasına neden olmuştur. Gelişmiş ülkelerle birlikte, AB'nin gelişmiş ülkelerinin finans piyasalarının da aynı olumsuzlukları yaşaması, bu ülkelerin finansal krize karşı geliştirdiği politikaların aynı olması nedeniyle, bütçe açıklarının da aynı yönde hareket etmesine neden olmuştur.

2. 1. 6. 1. 2. 2. Avrupa Birliği Ülkelerinin Ekonomik Göstergelerine Etkisi

Avrupa Birliğinin KBDG'deki değişmesine bakıldığında; kriz öncesinde çoğu AB ülkesinin büyüme rakamlarının, ABD'den daha iyi durumda olduğu görülmektedir. Finansal krizin gelişmiş ülkelerde ortaya çıkmış olmasına paralel olarak, 2008 yılında gelişmiş AB ülkelerinin de finansal krizin etkisine girdiği görülmektedir. Bu durum, gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarının daha birbirine girmiş olmasına ek olarak birçok AB ülkesinin portföyünde yüklü miktarda mortgage kâğıdı bulunmasından kaynaklanmaktadır. Danimarka,

Finlandiya, Fransa, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, İsveç, İngiltere, İspanya gibi ülkelerin 2008 yılı büyüme rakamlarının negatif olması, ekonomik krizin etkisini bu tarihte göstermeye başladığının bir işareti olarak algılanmaktadır. Avrupa Birliğine nispeten yeni katılmış Bulgaristan, Letonya, Polonya, Romanya, Slovakya, Slovenya gibi gelişmekte olan ekonomiler, 2008 yılında ortalama %5'e varan büyüme rakamları tutturmuştur. Ancak 2009 yılına gelindiğinde gelişmekte olan ülkelerin pozitif olan büyüme rakamları da negatife dönmüştür. 2009 yılında, gelişmekte olan ülkelerin çoğunda, KBDG'de minimum %5'lere varan küçülmeler görülmektedir. Bunlara kıyasla daha gelişmiş ülkelerde ekonomik küçülme oranları, daha düşük düzeyde kalmaktadır. Finansal krizin Avrupa Birliğindeki olumsuz etkilerinin en yüksek olduğu 2009 yılında, Avrupa Birliği devletlerinde KBDG ortalama % 6,1 küçülmüştür. 2010 yılına gelindiğinde, Avrupa Birliği ülkelerinde büyüme rakamlarının pozitive döndüğü görülmektedir. Ancak, günümüzde de birçok ekonomist tarafından ekonomik açıdan en riskli ülkeler arasında görülen PİGS(Portekiz, İtalya, Yunanistan, İspanya) ülkelerinden Yunanistan ve İspanya ile birlikte İrlanda'da negatif büyüme rakamlarının olduğu görülmektedir.

Her ne kadar ekonomik kriz, Avrupa Birliği'nin tamamında etkili olsa da çeşitli kıstaslar göz önünde bulundurularak, geçiş ekonomileri ve AB-15 ülkelerinin krizden etkilenme düzeylerinin karşılaştırıldığı çalışmalarda, geçiş ekonomilerinin krizden daha fazla etkilendiği görülmektedir. (Furceri ve Zdzienicka, 2011: 22). Berglöf, Korniyenko ve Zuttelmeyer (2009) yaptıkları çalışmada, bu durumun nedenlerini, finansal krizin gelişmekte olan ülkeleri etkileme mekanizmalarının yanında, yaşanan siyasal istikrarsızlıklar ve Avrupa Birliğinin desteklediği yapısal reformların sekteye uğraması olarak ifade etmektedir.

Çizelge 6. 2007-2010 Yılları Arasında AB(27) Ülkelerinin Büyüme, İşsizlik, Enflasyon Oranları

	Kişi Başına Düşen Milli Gelirdeki Büyüme(%)				İşsizlik Oranları(%)				Enflasyon Oranları(%)			
	07	08	09	10	07	08	09	10	07	08	09	10
Avusturya	3,3	0,9	-4,1	2	4,4	3,8	4,8	4,4	2,1	3,2	0,5	1,8
Belçika	2,1	0,1	-3,6	1,3	7,5	7	7,9	8,3	1,8	4,4	0	2,1
Bulgaristan	6,9	6,7	-5	0,8	-	-	-	-	8,4	12	2,7	2,4
Güney Kıbrıs	3,5	2,4	-2,5	0,5	3,9	3,6	5,3	6,2	2,3	4,6	0,3	2,3
Çek Cumhuriyeti	5,4	1,5	-4,7	2	5,3	4,4	6,7	7,3	2,9	6,3	1	1,4
Danimarka	1,1	-1,3	-6,3	0,8	3,8	3,3	6	7,4	1,7	3,3	1,3	2,2
Estonya	7	-4,9	-13,8	3,1	4,7	5,5	13,	16,9	6,5	10	0	2,9
Finlandiya	4,8	-0,1	-8,7	3,2	6,8	6,3	8,2	8,4	2,5	4	0	1,2
Fransa	1,6	-0,6	-3,2	0,9	8	7,4	9,1	9,3	1,4	2,8	0	1,5
Almanya	3,4	1,2	-4,8	3,8	8,6	7,5	7,7	7,1	2,2	2,6	0,3	1,1
Macaristan	0,2	1	-6,6	1,4	7,4	7,8	10	11,2	7,9	6	4,2	4,8
İrlanda	2,8	-4,4	-7,6	-0,7	4,6	6	11,	13,5	4,8	4	-4,4	-0,9
İtalya	0,9	-1,9	-5,6	1	6,1	6,7	7,8	8,4	1,8	3,3	0,7	1,5
Litvanya	10,4	3,4	-14,2	2,9	4,3	5,8	13,	17,8	5,7	10,9	4,4	1,3
Letonya	10,5	-3,8	-17,5	0,3	6	7,4	17,	18,7	10,	15,4	3,5	-1
Lüksemburg	5	-1	-7	0,8	4,1	5,1	5,1	4,4	2,3	3,4	0,3	2,2
Malta	3,8	4,6	-3,7	2,6	-	-	-	-	1,2	4,2	2	1,5
Hollanda	3,6	1,4	-4	1,1	3,2	2,8	3,4	4,5	1,6	2,4	1,1	1,2
Polonya	6,8	5,1	1,5	3,8	9,6	7,1	8,2	9,6	2,3	4,3	3,8	2,7
Portekiz	2,1	-0,1	-3	1,3	8	7,6	9,5	10,8	2,8	2,5	-0,8	1,3
Romanya	6,2	9,5	-8	1,1	6,4	5,8	6,9	7,3	4,8	7,8	5,5	6
Slovakya	10,3	5,7	-5,1	4	11	9,6	12,	14,4	2,7	4,5	1,6	0,9
Slovenya	6,2	3,4	-8,8	0,9	4,8	4,4	5,9	7,2	3,6	5,6	0,8	1,8
İspanya	1,8	-0,6	-4,4	-0,4	8,3	11,3	18	20,1	2,7	4	-0,3	1,9
İsveç	2,5	-1,3	-5,9	1,4	6,1	6,1	8,3	8,4	2,2	3,4	-0,4	1,1
İngiltere	2,8	-1,7	-5	1,4	5,2	5,3	7,7	7,8	2,3	3,6	2,1	3,2
Yunanistan	2,5	-0,5	-3,6	-3,8	8,3	7,7	9,5	12,5	2,8	4,1	1,2	4,7
AB Ortalaması	4,4	0,9	-6,1	1,5	6,3	6,3	9,1	10,3	3,5	5,3	1,1	2,0

Kaynak: Worldbank Data, 2012.

İşsizlik oranlarına bakıldığında, finansal krizin geçiş ekonomileri üzerindeki olumsuz etkilerinin büyüklüğü çarpıcı bir şekilde görülmektedir. İşsizlik oranlarında, 2007 yılından 2009 yılına gelindiğinde, gelişmiş

lkelerden Belçika, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İsveç, İngiltere gibi ülkelerle, Avrupa Birliğinin genel ortalamasında en fazla %2-4 oranında bir artışa rastlanırken, Almanya, Polonya gibi ülkelerin işsizlik oranının düştüğü görülmektedir. Bunun yanında PİGS lkeleriyle, geçiş ekonomilerinde bu oranın %10'ların üstüne çıktığı gözlenmektedir. 2010 yılına geldiğimizde KBDG'deki olumlu duruma karşın, işsizlik oranlarının artmaya devam etmesi, ABD'de olduğu gibi Avrupa Birliği'nde de krize karşı uygulanan ekonomi politikaların sosyal niteliğinin gözden geçirilmesi ihtiyacını doğurmaktadır.

Enflasyon oranlarındaki gelişmelere bakıldığında, kriz öncesinde gelişmiş ülkelerde karşılaşılan oranlarının ABD'ye göre daha olumlu olduğunu söylenebilir. Bununla birlikte geçiş ekonomilerinden Letonya, Litvanya, Macaristan, Romanya, Bulgaristan, Estonya gibi ülkelerde daha yüksek enflasyon rakamları bulunmaktadır. Krizle birlikte toplam talepteki genel düşüşe bağlı olarak çoğu AB lkesi, enflasyon oranlarında, %0-2 hatta negatif enflasyon oranları tutturmuştur. Bununla birlikte Romanya ve Macaristan %5 düzeyinde bir enflasyon oranına sahiptir.

AB yesi ülkelerin cari açık rakamlarına bakıldığında, geçiş ekonomilerinin kriz öncesinde tehlikeli boyutlara ulaşan cari açık rakamlarının, krizden etkilenmeye başladıkları 2009 yılında düşmeye başladığı, hatta birkaç geçiş ekonomisinin cari fazla verdiği görülmektedir. İhracat yapma yeteneği yüksek olan İsveç, Finlandiya, Belçika, Almanya, Lsemburg gibi ekonomilerin kriz döneminde yaptıkları ihracat miktarının düşmesi ise bu ülkelerin krizden önce verdikleri cari fazla miktarının düşmesine neden olduğu görülmektedir. Cari açık rakamlarına bakıldığında, tehlike boyutunun en yüksek olduğu ülkeler ise ekonomik krizden öncede ortalama %15 olan cari açıkları, ekonomik krizle minimum %10'a düşen Portekiz, İspanya ve Yunanistan'dır.

Finansal krizden önce, Avrupa Birliği lkelerinin bütçe dengesi incelendiğinde birçok ülkenin bütçe açığı veya bütçe fazlasının milli gelirin %0-2'si arasında seyrettiği göze çarpmaktadır. Kuzey Avrupa lkelerinden Danimarka, Finlandiya ve İsveç ise %5 düzeyinde bütçe fazlası vermektedir.

Özellikle krizin en etkili olduğu 2009 yılından sonra, bütçe açıklarının hızlı bir artışa geçtiği görülmektedir. Yunanistan, Portekiz, İspanya gibi ülkelerin bütçe açıklarının milli gelirin %10'unu aşması ve kısa vadeli borçlarının yüksekliği bu ülkeleri borçların sürdürülebilirliği noktasında Avrupa Birliğinin en riskli ülkeleri haline getirmiştir. Bu ülkelerin dışında ise, İrlanda'nın 2010 yılında %31,3 olarak gerçekleşen bütçe açığı oranı Avrupa Birliği içinde dikkat çeken başka bir ülke olmasına neden olmuştur.

Çizelge 7. 2007-2010 Yılları Arasında AB(27) Ülkelerinin Cari Denge ve Bütçe Dengesi

	Cari Açık/Milli Gelir(%)				Bütçe Açığı/Milli Gelir(%)			
	07	08	09	10	07	08	09	10
Avusturya	3,52	4,86	2,70	3,02	-0,4	-0,4	-3,4	-3,7
Belçika	1,53	-1,40	-1,65	1,35	-0,2	-1,2	-6	-4,3
Bulgaristan	-27,16	-22,91	-8,76	-1,54	0,1	1,8	-3,9	-
Güney Kıbrıs	-8,38	-12,98	-8,82	-12,12	3,4	0,9	-6,1	-
Çek Cumhuriyeti	-4,56	-2,21	-2,55	-3,12	-0,7	-2,7	-5,9	-4,8
Danimarka	1,53	2,93	3,37	5,53	4,8	3,4	-2,7	-2,8
Estonya	-16,17	-10,00	3,85	3,50	2,6	-2,7	-1,7	0,3
Finlandiya	4,31	2,46	2,07	1,87	5,2	4,2	-2,2	-2,8
Fransa	-1,03	-1,76	-1,52	-1,74	-2,7	-3,3	-7,5	-7,1
Almanya	7,49	6,30	5,72	5,73	0,2	0,0	-3,3	-4,3
Macaristan	-7,32	-7,21	-0,21	1,10	-5	-3,8	-4	-4
İrlanda	-5,34	-5,80	-2,84	0,45	0,1	-7,3	-	-
İtalya	-2,44	-2,88	-1,94	-3,51	-1,5	-2,7	-5,3	-4,5
Litvanya	-14,56	-13,35	4,68	1,47	-1	-3,3	-7,5	-
Letonya	-22,33	-13,34	8,83	3,05	-0,3	-4,1	-9	-
Lüksemburg	10,16	5,26	6,37	7,73	3,6	2,9	-0,7	-1,1
Malta	-6,21	-5,30	-7,14	-4,15	-2,2	-4,5	-3,8	
Hollanda	6,71	4,37	4,29	6,63	0,2	0,7	-5,3	-5
Polonya	-6,23	-6,60	-3,98	-4,66	-1,9	-3,7	-7,1	-7,9
Portekiz	-10,15	-12,64	-10,93	-9,98	-2,6	-2,8	-9,4	-9,8
Romanya	-13,63	-11,86	-4,32	-4,01	-2,5	-5,4	-8,3	-
Slovakya	-4,88	-6,31	-3,62	-3,45	-1,9	-2,3	-6,8	-7,7
Slovenya	-4,86	-6,89	-1,27	-0,83	0	-1,7	-5,5	-5,8
İspanya	-10,02	-9,69	-5,14	-4,57	1,9	-4,1	-	-9,5
İsveç	9,30	9,09	7,38	6,63	3,8	2,5	-0,5	-0,1
İngiltere	-2,53	-1,55	-1,70	-3,18	-2,8	-4,9	-	-
Yunanistan	-14,62	-15,04	-11,16	-10,26	-5,1	-7,7	-	-8,8
AB Ortalaması	-5,1	-4,97	-1,04	-0,70	-0,8	-2,3	-6,8	-

Kaynak: Worldbank Data ve Eurostat Statistics, 2012.

2008 finansal krizinin Avrupa Birliği ülkeleri üzerindeki en önemli etkisi, ülkelerin, nihai bütünleşmeyi sağlamak amacıyla geçilen ortak para biriminin

devamlılığı açısından yeterli performansları gösterememelerine neden olmasıdır. Bu ülkelerin başında Yunanistan gelmektedir. Sahip olduğu yüksek bütçe açıkları nedeniyle, politika esnekliğine sahip olamayan Yunanistan'a Euro bölgesinin devamlılığı için, 2012 yılında yüksek meblağlı bir kurtarma paketi sağlanması beklenmektedir. Ekonomistler, Yunanistan'ın buzdüğünün görünen kısmı olduğunu, bu ülkeyi başta Güney Avrupa ülkeleri olmak üzere diğer Avrupa ülkelerinin takip edebileceğini ifade etmektedir.

2. 1. 6. 1. 2. 3. Diğer Gelişmiş Ülkelerin Ekonomik Göstergeleri Üzerindeki Etkisi

Aşağıda diğer gelişmiş ülkelere ait KBDG'deki büyüme, işsizlik ve enflasyon oranları bulunmaktadır. Diğer gelişmiş ülkeler sınıflandırmasında seçilen ülkeler, IMF'nin 2011 Küresel Ekonomik raporunda, ABD ve Avrupa Birliği dışındaki gelişmiş ülkelerle ilgili yaptığı sınıflandırma göz önünde bulundurularak seçilmiştir.

KBDG'deki büyüme rakamlarına bakıldığında, ABD ve AB'nin gelişmiş ülkelerinde görülen tablonun bir benzeri ile karşılaşılmaktadır. Kriz öncesinde %1-5 arasında büyüme rakamlarına sahip olan bu ülkelerde, nispeten yeni sanayileşmiş ülkelere, Hong Kong, Güney Kore ve Singapur'un daha yüksek büyüme rakamlarına sahip olduğu görülmektedir. 2008 yılında gelişmiş ülkelerin genelinde seyreden olumsuz durum çizelgede belirtilen ülkelerde kısmen geçerlidir. Krizin derinleştiği 2009 yılında, Güney Kore dışında ülkelerin tamamında negatif büyümeler göze çarpmaktadır. 2010 yılına gelindiğinde İzlanda ve Norveç dışında pozitif büyüme rakamları tutturulmuştur. Yeni sanayileşmiş ülkelere Singapur, Güney Kore, Hong Kong gibi ülkelerin tutturduğu yüksek büyüme rakamları dikkat çeken durumlar olarak göze çarpmaktadır. Finansal kriz sürecinde, en büyük yıkıma uğrayan ülkelerin başında sayılan İzlanda'nın tutturduğu büyüme oranları, yıkım kelimesini doğrular niteliktedir.

Çizelge 8. 2007-2010 Yılları Arasında Diğer Gelişmiş Ülkelerin Büyüme, İşsizlik, Enflasyon Oranları

	Kişi Başına Düşen Milli Gelirdeki Büyüme(%)				İşsizlik Oranları(%)				Enflasyon Oranları(%)			
	07	08	09	10	07	08	09	10	07	08	09	10
Avustralya	1,7	1,7	-0,6	0,6	4,4	4,2	5,6	5,2	2,3	4,3	1,8	2,8
Kanada	1,1	-0,5	-4	2	6	6,1	8,3	8	2,1	2,4	0,3	1,8
Hong Kong	5,3	1,5	-3	6	-	-	-	-	2	4,3	0,6	2,3
İzlanda	3,3	-0,6	-7	-3,8	2,3	3	7,2	7,6	5,1	12,7	12	5,4
İsrail	3,5	2,4	-1,6	2,8	7,3	6,1	7,5	6,6	0,5	4,6	3,3	2,7
İsviçre	2,7	0,8	-3,1	1,6	3,6	3,4	4,1	4,2	0,7	2,4	-0,5	0,7
Japonya	2,4	-1,1	-6,2	4,1	3,9	4	5	5	0,1	1,4	-1,3	-0,7
Güney Kore	4,8	2	0	5,9	3,2	3,2	3,6	3,7	2,5	4,7	2,8	2,9
Norveç	1,6	-1,2	-2,9	-0,6	2,5	2,6	3,2	3,6	0,7	3,8	2,2	2,4
Singapur	4,3	-3,8	-3,7	12,5	3,9	4	5,9	-	2,1	6,5	0,6	2,8
Yeni Zelanda	1,9	-2,5	-1,6	-	3,7	4,2	6,1	6,5	2,6	3,9	1,9	2,9

Kaynak: Worldbank Data, 2012.

İşsizlik oranlarına bakıldığında, KBDG'deki karşılaşılan durumun bir benzeriyle karşılaşılmaktadır. 2009 yılına gelindiğinde işsizlik oranındaki en büyük artışın İzlanda'da olduğu gözlenmekle birlikte İsrail'in %7'ler seviyesinde sahip olduğu rakamı devam ettirdiği görülmektedir. Bunların dışında kalan ülkelerin tamamında %0,5-2,5 arasında artışla karşılaşılmaktadır. 2010 yılında ABD ve AB'de büyüme rakamlarındaki olumlu havaya karşın, işsizlik oranlarında düşme olmamasına getirilen eleştiriler bu ülkeler içinde geçerlidir.

Enflasyon oranlarındaki gelişmelere bakıldığında, karşılaşılan oranların ABD ve AB'den daha olumlu olduğu söylenebilir. Kriz öncesinde %0-2,5 seviyesinde olan enflasyon oranlarının daha da alt seviyelere indiği ve bu nedenle enflasyon rakamlarında, ekonomik açıdan tehlikeli bir durum söz konusu olmadığı ifade edilebilir. Bununla birlikte İzlanda'yla ilgili diğer iki göstergede karşılan olumsuz durum enflasyon oranlarında da geçerlidir. Çizelgeden de görüldüğü gibi 2007'de %5,1 olan enflasyon oranı, 2008'de %12,7'ye çıkmış, 2009'da krize rağmen %12 seviyesinde olan enflasyon oranı, 2010'da %5 seviyesine düşse de gelişmiş bir ülke için tehlike sınırlarının üstünde sayılmaktadır.

Çizelge 9. 2007-2010 Yılları Arasında Diğer Gelişmiş Ülkelerin Cari Açık ve Bütçe Açığı Rakamları

	Cari Açık/Milli Gelir(%)				Bütçe Açığı/Milli Gelir (%)			
	07	08	09	10	07	08	09	10
Avustralya	-6,77	-4,60	-4,75	-	2,1	0,5	-4,1	-4,8
Kanada	0,84	0,42	-2,99	-3,13	1,4	-0,4	-4,9	-5,6
Hong Kong	12,34	13,69	8,58	6,21	-	-	-	
İzlanda	-15,64	-26,54	-11,85	-11,27	5,4	-13,5	-10	-10,1
İsrail	2,73	0,91	3,57	2,92	-1,5	-3,8	-6,4	-5
İsviçre	9,29	1,27	7,86	14,57	3,6	2,2	-0,9	-0,1
Japonya	4,81	3,21	2,83	3,59	-2,4	-2,2	-8,7	-7,8
Güney Kore	2,07	0,34	3,93	2,78	4,7	3	-1,1	0
Norveç	14,30	17,80	12,02	12,46	17,5	19,1	10,7	10,6
Singapur	28,77	15,69	18,68	23,74	-	-	-	-
Yeni Zelanda	-7,83	-9,82	-2,56	-	4,5	0,4	-2,6	-4

Kaynak: Worldbank Data ve OECD Stats, 2012.

Yukarıdaki çizelge 9'da cari açık ve bütçe açığının, milli gelirin ne kadarını oluşturduğunu gösteren veriler bulunmaktadır. Ekonomik krizden önce cari fazla veren Kanada, Hong Kong, Norveç ve Singapur'un bu fazlasının ekonomik krizle birlikte düştüğü; İsviçre, Japonya, Güney Kore ve İsrail'in ise var olan cari fazlalarının, krizden önceki seviyelerde kaldığı görülmektedir. Finansal krizden önce cari açık veren, Yeni Zelanda ve Avustralya'nın cari açıklarında krizle birlikte düşme görülmektedir. Şimdiye kadar incelenen ekonomik göstergelerde krizden en çok etkilenmiş ülke olarak görünen İzlanda'nın ekonomik krizden önce %20 seviyelerinde olan cari açıkları, ekonomik krizle birlikte %10 seviyesinde seyretmektedir.

Bütçe açığı verilerine baktığımızda ekonomik krizden önce bütçe fazlası veren ya da çok düşük miktarda bütçe açığı veren Norveç dışındaki ülkelerin tamamı krizle birlikte bütçe açığı vermeye başlamıştır. Norveç'inde aralarında yer aldığı Kuzey Avrupa ülkelerinde %5'in üzerinde verilen bütçe fazlaları, bu ülkelerin disiplinli bütçe uygulamaları ve sosyal güvenlik yapılarındaki oturmuş düzenden kaynaklanmaktadır.

2. 1. 6. 2. Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkisi

Gelişmiş ülkelerde, 2007 yılının sonundan itibaren iyice artan panik havası ve ardından ortaya çıkan finansal kriz, 2008 yılından itibaren, gelişmiş ülkelerin reel ekonomik göstergelerinde de kendini göstermeye başlamıştır.

Bununla birlikte gelişmekte olan ÷lkelerde, finansal piyasalar, gelişmiş ÷lkelerdeki kadar dñnya piyasalarıyla i içe geçmemiştir. Bu ve buna benzer sebepler, finansal krizin gelişmekte olan ÷lkeler üzerindeki etkisini gecikmeli olarak g÷stermesine neden olmuştur. Bu kısımda finansal krizin gelişmekte olan ÷lkeleri etkilediği bu etki kanalları üzerinde durulmaktadır.

2. 1. 6. 2. 1. 2008 Finansal Krizinin Gelişmekte Olan ÷lkelere Etki Kanalları

Finansal krizin gelişmekte olan ÷lkeler üzerinde etkisini g÷sterme kanalları, krize karşı geliştirilecek politikalar açısından bñy÷k ÷nem taşıtmaktadır. Bu nedenle, literatürde bu konu üzerinde yapılmış çok sayıda çalışma g÷ze çarpmaktadır. Literatürde, gelişmekte olan ÷lkelerin tamamına etki eden üç kanal konusunda uzlaşma olduğu s÷ylenebilir. Bunlar:

- i. Güven bunalımı ve bankaların kredi kısıtlamasına gitmesi
- ii. Dış ticaret
- iii. Uluslararası finansal akımların dñřüře geçmesi

Bu üç etki kanalına işçi gelirlerinin dñřmesi, uluslar arası yardımların dñřmesi, turizm gelirlerinin dñřmesi ve petrol-hammadde ihracatından sağlanan gelirlerin dñřmesi eklenebilir. Bu kısımda, bu faktörler üzerinde durulmaktadır.

2. 1. 6. 2. 1. 1. Güven Bunalımı ve Banka Kredilerinin Dñřmesi

Ekonomik krizin, gelişmiş ÷lkelerde yayılmasında da etkili olan bu kanal gelişmekte olan ÷lkelerde de aynı şekilde işlemektedir. Bireyler, finansal piyasaları riskli bulmalarının bir sonucu olarak, bankalarda bulunan mevduatlarını çekmekte ve bankaları likidite sıkıntısına dñřürmektedir. Bununla birlikte bankalar, ellerinde bulunan mevduatları kredi olarak vermek yerine, daha güvenli olan devlet tahvillerine yönlendirmekte, ya da kasalarında rezerv olarak tutmaktadır. Kredilerin dñřmesi sonucu dñřen tñketicim ve yatırım harcamaları, toplam talebi dñřürerek, GSYİH'yı dñřürücü etkide bulunmaktadır.

Kredilerin daralması noktasında bir noktaya dikkat çekmek gerekmektedir. Uluslar arası bankalar, Latin Amerika, Geçiş Ekonomileri,

Afrika ve Asya'da yer alan gelişmekte olan ülkelerin çoğunda, yerel anlamda da etkili durumdadır. Dolayısıyla bu bankaların karşılaşacağı olumsuz bir durum, şubelerinin bulunduğu bütün ülkelerde etki ortaya çıkarmaktadır. Çin'in hemen hemen bütün finansal kurumların devlet kontrolünde olmasından dolayı, bu etki kanalından etkilenmemesi bu kanalda yer alan bu ayrıntıya dayandırılmaktadır (Asian Development Bank [ADB], 2009).

Diğer kanallarla karşılaştırıldığında nispi olarak bu kanaldan en çok etkilenen ülkeler, büyümesi iç talebe bağımlı olan Filipinler, Hindistan, Pakistan, Türkiye gibi ülkeler olmuştur (Akyüz, 2010: 24).

2. 1. 6. 2. 1. 2. Uluslar arası Finansal Akımların ve Doğrudan Yabancı Yatırımların Düşmesi

Gelişmekte olan ülkeler, 1980'li yıllardan sonra ödemeler bilançosunun sermaye kaleminde gerçekleştirdiği liberilizasyon politikalarıyla, ülkelerine yüksek miktarda yabancı sermaye çekmeyi başarmışlardır. Yabancı sermaye bir ülkeye, doğrudan fiziki yatırım şeklinde geldiği gibi, ülke içinde bulunan finansal piyasalardaki karlı fırsatları değerlendirmek için likit şekilde de gelebilmektedir. Yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkelere gitmesinin temel şartı, minimum risk altında en çok getiriye sağlayabiliyor olmasıdır.

Yukarıda belirtilen temel mantık altında, 2008 finansal krizinin gelişmekte olan ülke piyasalarını riskli hale gelmesi, yabancı sermayenin yönünü daha güvenli fakat daha az getirisi olan gelişmiş ülke piyasalarına çevirmesine neden olmuştur. Bu durum gelişmekte olan ülkeler açısından döviz yetersizliğiyle birlikte, likidite sıkıntısı içine düşülmesine neden olmuştur. Bunun ilk etkisi, döviz kurunun yükselmesi şeklinde gerçekleşmiştir. Döviz kurunun yükselmesi, dış borçlanma maliyetini artırdığı için, banka kredileri üzerinde daralma meydana gelmiştir (Te Velde ve diğerleri, 2009: 7). Kredi daralması, özel harcamalarda daralmaya neden olmuştur. Finansman maliyetlerinin yükselmesi, kamu harcamaları ve ihracatta da bir daralmaya neden olduğu için var olan daralma daha da derinleşmiştir. Ülkede döviz sıkıntısının oluşmasının bir başka sonucu, hâlihazırda var olan kısa vadeli borç stokunun döndürülmesinin zorlaşmasıdır. Bu durum finansal krizle birlikte, birçok ülkenin borç krizine girmesine neden olmuştur.

Çizelge 10. 2007-2010 Yılları Arasında Doğrudan Fiziki Yatırımda Değişim (%)

	2007	2008	2009	2010
Arap Ülkeleri	16,49	18,85	-17,95	-24,46
Doğu Asya Ülkeleri	40,56	0,28	-32,63	47,94
Latin Amerika Ülkeleri	51,18	13,07	-35,88	29,63
Orta Doğu ve Kuzey Afrika Ülkeleri	6,29	18,73	-20,69	-21,44
Güney Asya Ülkeleri	25,51	55,98	-22,84	-29,04
Sub-Saharan Afrika Ülkeleri	78,65	24,76	-5,89	-22,18
Dünya Geneli	47,51	-18,98	-29,38	-1,06
Brezilya	84,14	30,28	-42,41	86,67
Çin	28,99	9,43	-34,79	62,05
Hindistan	25,31	70,34	-17,99	-32,13
Endonezya	40,99	34,49	-47,66	172,76
Güney Kore	-50,25	85,54	-32,07	-106,67
Meksika	48,29	-11,57	-41,69	21,82
Rusya	85,42	36,19	-51,34	17,45
Türkiye	9,22	-11,53	-56,89	10,33

Kaynak: Worldbank Data, 2012.

Doğrudan fiziki yatırımlar, hammaddeye yakınlık, ucuz işgücü, pazara yakınlık, vergi teşvikleri gibi nedenlerle uluslararası şirketlerin, yatırımlarını daha fazla kar elde etmek amacıyla bu özellikleri bünyesinde barındıran ülkelere kaydırmasıdır. Yukarıdaki çizelge 10'da, finansal krizin, doğrudan yabancı yatırımların ekonomileri açısından büyük önem taşıdığı bazı gelişmekte olan ülkelerle, dünyanın çeşitli bölgelerine yapılan doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi verilmektedir. Çizelgeye göre, 2009 yılında doğrudan fiziki yatırımlar, verilen bütün ülke ve ülke gruplarında, %10-50 arasında daralma görülmektedir. Bu daralma, ekonomik büyüme açısından doğrudan fiziki yatırımların önemli olduğu birçok ülkede ekonomik daralmanın önemli nedenlerinden biri olmuştur. Kriz sonrasında gelişmekte olan ülkelerin çoğunda toparlanmalar görülse de, doğrudan fiziki yatırım miktarında bir önceki seneye göre düşüş yaşayan ülkelere de rastlanmaktadır.

Doğrudan fiziki yatırımların gelişimini bölgeler ve çeşitli ülkeler üzerinde inceledikten sonra, ekonomik krizin başlangıcından itibaren yabancı

sermaye kıtlığının çeşitli ülkelerde ortaya çıkardığı farklı sonuçlar incelenmektedir. Bunlar şu şekilde sıralanabilir.

- i. Çin, sermaye hesabının liberalleştirilmesi konusunda katı davranan ülkelerin başında gelmektedir. Dolayısıyla portföy yatırımı veya sıcak para şeklinde gelen akımların Çin ekonomisi üzerinde çok büyük bir etkisi bulunmamaktadır. Dolayısıyla diğer gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırıldığında bu kanalın etkisinin en az olduğu ülkelerin başında Çin gelmektedir (Yongding, 2010: 16).
- ii. 1997 Asya ekonomik krizini yaşayan Güney Kore, Tayvan gibi Doğu Asya ülkeleri, yabancı sermaye hesabındaki serbestlik karşısında daha tedbirli davranmaktadırlar. Bunun yanında bu bölgedeki ülkelerin yıllardır verdikleri cari fazlalar önemli dış rezervlere sahip olmalarını sağlamaktadır. Bu nedenle bu etki kanalının bu ülkeler üzerindeki etkilerinin de sınırlı olduğu söylenebilir (Akyüz, 2008).
- iii. Düşük gelirli ülkeler, uluslar arası sermaye piyasalarıyla daha az entegre olduğu için, yabancı sermaye akımlarının etkisi sınırlı olmuştur. Buna ek olarak petrol ihraç eden Körfez ülkeleri de yıllardır verdikleri cari fazlalar nedeniyle bu kanalın etkisinden korunmuşlardır (Ocampo, 2009: 708).
- iv. Latin Amerika ülkeleri ve Geçiş Ekonomileri ile özellikle Türkiye, Pakistan gibi ülkelerde yatırım ve tüketim harcamalarının yapılabilmesi için yabancı sermayeye ihtiyaç duyulmaktadır. Dolayısıyla gelişmekte olan ülkeler içinde, bu kanaldan en fazla etkilenen ülkelerin, sözü edilen ülkeler olduğu söylenebilir (Akyüz, 2008).

2. 1. 6. 2. 1. 3. Dış Ticaret Kanalı

Gelişmekte olan ülkelerde, finansal krizin etki kanalları arasında en önemli kanalın dış ticaret kanalı olduğu ifade edilebilir (Berkmen ve diğerleri,

2009: 15). Gelişmiş ülkelerde harcamaların düşmesine paralel olarak, ithalat talebinde yaşanan düşmeler, gelişmekte olan ülkelerin ihracatlarında ve sonrasında üretimlerinde daralma yaşanmasına neden olmuştur. Özellikle, ihracat rakamları ve ekonomik büyüme rakamları arasında yüksek korelasyon bulunan ülkelerin, finansal krizden en fazla etkilendiği kanalın dış ticaret kanalı olduğu ifade edilmektedir (James ve diğerleri, 2008: 44). İhracattaki değişimin ne düzeyde olduğu aşağıdaki çizelge 11'den görülmektedir.

Çizelge 11. Finansal Krizin 2009-2010 Yıllarında İhracat Rakamları Üzerindeki Etkisi (%)

Bölgeler ve Ülkeler	2009	2010
Dünya	-12	14
Kuzey Amerika	-15	15
Latin Amerika	-8	5,5
Avrupa Birliği	-14,5	11
Asya	-11	23
Güney Doğu Asya Ülkeleri Ortalaması	-7,5	20
Çin	-10,5	28,5
Hindistan	-6	22
Japonya	-25	27,5

Kaynak: World Trade Organisation Data, 2012.

Gerçekleştirilen ihracatın ekonomik gelişme açısından öneminin her ülke açısından farklılık göstermesi ülkelerin bu kanaldan farklı düzeylerde etkilenmesine neden olmuştur. Bu durum aşağıda ele alınmaktadır.

- i. Dünyanın en büyük ihracatçısı durumundaki Çin'in en fazla etkilendiği kanal dış ticaret kanalıdır. Yaptığı ihracatın büyük bölümü ABD ve AB'ye olan Çin bu ülkelerde yaşanan daralma sonucu ihracat rakamlarında büyük düşüşle karşılaşmıştır (Yongding, 2010: 8).
- ii. Büyüme ve ihracat rakamları arasında yüksek korelasyon bulunan Tayland, Singapur, Endonezya, Güney Kore gibi Güney Doğu Asya ülkeleri ve Brezilya Meksika gibi Amerika kıtası ülkeleri de dış ticaret kanalından önemli düzeyde etkilenmiştir.

- iii. Asya'dan Kamboçya, Bangladeş, Afrika'dan Benin, Kenya, Gana, Nijerya, Uganda, Zambiya ve Güney Amerika'dan Bolivya gibi ülkeler, sınırlı olarak gerçekleştirebildikleri tekstil ve tarımsal ürünlerin dış talebinin düşmesiyle birlikte ekonomik daralma içine girmişlerdir. Ekonomik krizden başka kanallarla da etkilenmiş olsalar da, dış ticaret kanalı bunlar arasında önemli bir yere sahiptir (Velde, 2008).
- iv. Gelişmekte olan ülkelerin hepsi bu kanaldan etkilenmiş olmakla birlikte, daha öncede ifade edildiği gibi, bu kanaldan diğer ülkelere göre daha az etkilenmiş ülkeler Filipinler, Hindistan, Pakistan, Türkiye gibi ekonomik büyümesi daha çok yerel talebe bağımlı ülkelerdir (Akyüz, 2010: 24).

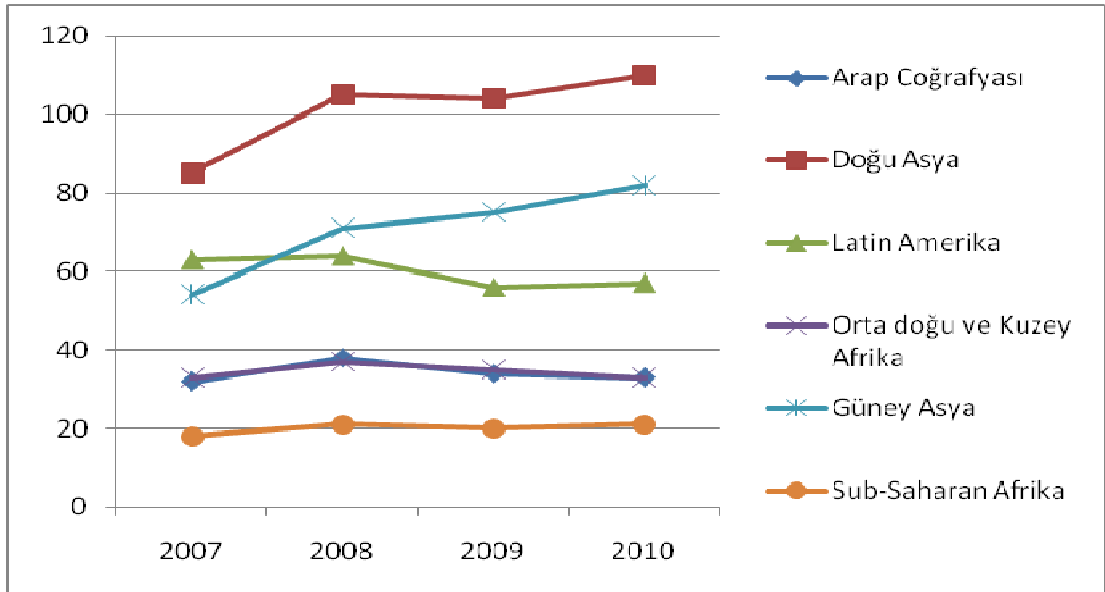
2. 1. 6. 2. 1. 4. Finansal Krizin Diğer Etki Kanalları

Krizin gelişmiş ülke ekonomileri ve çoğu gelişmekte olan ülke ekonomisi için en olumlu yönü düşen petrol, hammadde ve emtia fiyatlarının, enflasyon üzerinde olumlu bir etki oluşturmasıdır (ADB, 2009). Bu durum birçok ülke açısından olumlu bir durum oluştururken, bu ürünlerin ihracatını gerçekleştiren ülkeler için büyük gelir kayıplarına neden olmuştur. Petrol ve doğalgaz ihracatçısı Ortadoğu ülkeleri, Rusya, Bağımsız Devletler Topluluğu, Venezüella ve Afrika ülkeleri bu durumdan olumsuz etkilenen ülkeler arasında yer almaktadır. Krizden önceki 7-8 yıl boyunca kesintisiz artış gösteren petrol ve doğalgaz fiyatları, bu ülkelerin, ekonomik performansları üzerinde önemli bir rol oynamıştır. Ancak fiyatların düşmeye başlaması, ekonomik daralmayla birlikte cari açık problemlerinin baş göstermesine neden olmuştur (Ocampo, 2009: 5). Fosil yakıt ihracatının dışında bakır, nikel, platin gibi madenlerin ihracatını yapan Angola, Bostwana, Çad, Gabon, Demokratik Kongo Cumhuriyeti, Nijerya gibi Afrika ülkeleri, bu kanaldan olumsuz etkilenen diğer ülkeler arasında yer almaktadır (Berg ve diğerleri, 2009: 4).

Krizin gelişmekte olan ülkeleri etkilediği bir diğer kanal, işçi gelirleri transferlerindeki düşmeler aracılığıyla ortaya çıkmıştır. Bu durum, gelişmiş ülkelere göç eden gelişmekte olan ülke vatandaşlarının, gelişmiş ülkelerdeki

ekonomik daralmaya bağılı olarak işsiz kalmalarından kaynaklanmıştır. İşçi gelirlerindeki düşme miktarı aşağıdaki şekil 18'den de görülmektedir. Ekonomik krizin yaşandığı 2009 yılında, verilen coğrafyaların tamamında ortalama olarak 5 milyar dolarlık bir azalma görülmektedir. Tahmin edilen miktarın altında kalan bu miktarın, birçok ülke açısından yüksek düzeyde olumsuzluk doğurmayacağı tahmin edilmektedir (Akyüz: 2010: 20). Ancak ülke bazında, işçi gelirlerinin ödemeler bilançosunun önemli bir kalemini oluşturduğu Meksika, Haiti, Nepal gibi ülkelerde %10'lara varan azalma bu ülkelerin bu kanaldan önemli düzeyde etkilenmesine neden olmaktadır (Naude, 2009: 7). Bu ülkelere ek olarak, döviz kaynakları oldukça sınırlı olan

Afrika ve Asya'daki bazı düşük gelirli ülkelerin de bu kanaldan olumsuz etkilenme düzeyi yüksek ülkeler grubuna eklenebileceğini belirtmek gerekir (Berg ve diğerleri, 2009: 2).



Şekil 18. 2007-2010 Yılları Arasında İşçi Gelirleri Transferindeki Değişim
Kaynak: Worldbank Data, 2012.

Doğrudan etki kanalı olarak isimlendirilen diğer bir etki kanalının, gelişmiş ülkelerdeki menkul kıymetleştirilmiş konut tahvillerine yatırım yapmış Çin ve petrol ihraç eden Arap ülkelerini etkilemesi beklenmiştir. Arap ülkeleriyle ilgili istatistikî verilerin sınırlı olması, bu etki kanalının bu ülkeler üzerindeki etkisinin tahmin edilmesini olanaksız hale getirmektedir. 2010

yılına girildiğinde, Çin'in ise Merkez Bankasında bulunan 2.1 trilyon dolarlık yabancı değer yaklaşık 1 trilyon doları ABD kaynaklı menkul değerlerden oluştuğu belirtilmektedir. Bunun büyük kısmı, devlet ya da devlet garantili menkul değerler olup, konut sektöründen Fannie Mac ve Freddie Mae kaynaklı 400 milyar dolarlık bir yatırım bulunmaktadır. 2008 yılında, bu kurumların iflasın eşiğine gelmesiyle birlikte Çin'in Mortgage Krizi nedeniyle en büyük yıkıma uğrayan ülke olacağı tahmin edilmekteydi (Yongding, 2010: 12). Ancak, iflasların gerçekleşmemesi tahminleri boşa çıkarmıştır. Dolayısıyla, en azından Asya'da gelişmekte olan ekonomiler seviyesinde riskli kâğıtların batmasının doğrudan etkisinin sınırlı olduğu ifade edilebilir (James ve diğerleri, 2008: 27).

Gelişmiş ülkeler ve uluslararası kurumların gelişmekte olan ülkelere yaptıkları yardım, düşük gelirli ülkelerde sürdürülen kalkınma politikalarının devamlılığı açısından büyük önem taşımaktadır. Kriz süresince zaman zaman yardımlarda yaşanan kesilme, ekonomik açıdan bu yardımlara bağımlı olan ülkelerde ekonomik krizin şiddetinin artmasına neden olmuştur (Berg ve diğerleri, 2009: 5).

Turizm gelirlerinin düşmesi, ekonomisi turizme dayanan Afrika ve Orta Doğu ülkeleri ile Yunanistan, İspanya gibi ülkelerde olumsuz etkilerin oluşmasına neden olmuştur. Bu kanal büyük ekonomiler açısından çok önemli olmasa da, ekonomisi turizme dayanan küçük ekonomiler açısından tahrip edici etkiler doğmasına yol açmıştır (Naude, 2009: 6).

2. 1. 6. 2. 2. 2007-2010 Yılları Arasında Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme, İşsizlik, Enflasyon Oranları

Avrupa Birliğinin gelişmekte olan ülkelerinde de gördüğümüz gibi, finansal kriz gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkilerini 2009 yılından itibaren göstermeye başlamıştır. Yukarıda gelişmekte olan ülkelere ait çeşitli ekonomik göstergelerin bulunduğu Çizelge 12 yer almaktadır. Çizelgede yer alan göstergelerden kişi başına düşen gelirdeki büyüme oranlarına bakıldığında, 2007 yılında büyüme rakamlarının genel olarak %5'in üzerinde olduğu görülmektedir. Finansal krizin, gelişmiş ülkelerde etkisini göstermeye başladığı 2008 yılında, çizelgede yer alan bütün ülkeler pozitif büyüme

rakamlarına sahip olsalar da, bir önceki yılın büyüme oranlarına göre daha düşük rakamların yakalandığı görülmektedir. Ekonomik krizin gelişmekte olan ülkelere etkisinin en fazla olduğu 2009 yılında, çizelgede yer alan ülkelerin çoğunda ekonomik daralma yaşandığı görülmektedir. Bununla birlikte, son yıllarda dünya ekonomisinin en çok gelişme gösteren ülkelerinin başında gelen Çin ve Hindistan bu yılda yaklaşık %7,5 düzeyinde bir büyüme rakamı tutturarak, krizin ekonomik büyüme rakamları üzerindeki etkisini minimum zararla atlattımlardır. 2010 yılına gelindiğinde gelişmekte olan ülkelerin çoğu, finansal krizin ekonomik büyüme üzerindeki negatif etkilerinden kurtulmuş görünmektedir.

Çizelge 12. 2007-2010 Yılları Arasında Gelişmekte Olan Ülkelerin Ekonomik Göstergelerindeki Değişim

	Kişi Başına Düşen Gelirdeki Büyüme(%)				İşsizlik Oranları(%)				Enflasyon Oranları(%)			
	07	08	09	10	07	08	09	10	07	08	09	10
Arjantin	7,7	5,8	0	8,2	8,5	7,8	8,6	-	8,8	8,6	6,3	10,8
Brezilya	5	4,2	-1,5	6,5	7,1	7	8,3	-	3,6	5,7	4,9	5
Çin	13,6	9	8,6	9,8	4	-	4,3	-	4,8	5,9	-0,7	4
Meksika	1,9	0	-7,4	4,2	3,4	3,5	5,2	5,3	4	5,1	5,3	4,2
Hindistan	8,2	3,4	7,5	7,3	-	-	-	-	6,4	8,4	10,9	12
Rusya	8,8	5,3	-7,7	4,1	6,1	6,3	8,4	7,5	9	14,1	11,7	6,9
Endonezya	5,1	4,8	3,4	5	9,1	8,4	7,9	7,1	6,4	9,8	4,8	5,1
Tayland	4,2	1,7	-2,9	7,1	1,2	1,2	1,2	-	2,3	5,4	-0,9	3,3
Şili	3,5	2,6	-2,6	4,2	7,1	7,8	9,7	8,1	4,4	8,7	1,7	1,4
Malezya	4,6	3	-3,2	5,4	3,2	3,3	3,7		2	5,4	0,6	1,7
Hırvatistan	5,1	2,2	-5,8	-0,9	9,6	8,4	9	11,8	2,9	6,1	2,4	1
Sırbistan	5,8	4,2	-3,1	1,3	18,1	13,6	16,6	19,2	6,4	12,4	8,1	6,1
Belarus	8,9	11,3	1,1	7,8	-	-	-	-	8,4	14,8	12,9	7,7
Ukrayna	8,5	2,8	-14,4	4,6	6,4	6,4	8,8	-	12,8	25,2	15,9	9,4
Filipinler	4,7	2,3	-0,5	5,8	7,4	7,3	7,5	7,4	2,8	9,3	3,2	3,8
Uruguay	6,2	6,8	2,5	8	9,1	7,5	7,3	-	6,4	8,1	7,9	7,1
Venezüella	6,9	3,5	-4,7	-3	7,5	6,9	7,5	-	18,7	31,4	28,6	29,1
Mısır	5,1	5,2	2,8	3,3	8,9	8,7	9,4	-	9,3	18,3	11,8	11,3
Suudi Arabistan	-0,8	1,5	-2,2	1,3	5,6	5	5,4	-	4,2	9,9	5,1	5,3

Kaynak: Worldbank Data, 2012.

Gelişmekte olan ülkelerin işsizlik oranları, ekonomik krizden önce birkaç ülke dışında %5-8 arasındadır. 2009 yılında bu oranların maksimum %2 artış gösterdiği görülmektedir. Bu rakamlar, finansal krizin, gelişmekte olan ülkelerin işgücü piyasasını, gelişmiş ülkelerde olduğu kadar olumsuz

etkilemediğini ortaya koymaktadır. 2010 yılında işsizlik rakamları, ekonomik krizin işgücü piyasası üzerindeki olumsuz etkilerinin yavaş yavaş ortadan kalktığını göstermektedir.

Enflasyon rakamlarına bakıldığında, ekonomik krizin gelişmekte olan ülkeler üzerindeki nadir olumlu etkilerinden birinin bu göstere üzerinde olduğu görülmektedir. 2007 yılında, Venezüella ve Ukrayna dışındaki ülkelerde ortalama %5 olan enflasyon oranının, 2008 yılında artışa geçtiği göze çarpmaktadır. 2009 yılında enflasyon oranlarının, petrol fiyatlarındaki düşme ve dış talepteki düşmeyle birlikte tekrar eski düzeyine indiği görülmektedir. Enflasyon rakamlarında ilgi çekici bir nokta, geçmişte yüksek enflasyon nedeniyle sıkıntılar yaşamış, Rusya gibi çeşitli ülkelerin ekonomik krizin fiyatlar üzerindeki baskıyı azaltıcı etkisini kullanarak, enflasyon rakamlarında düşüşler sağlamasıdır.

Çizelge 13. 2007-2010 Yılları Arasında Gelişmekte Olan Ülkelerin Cari Açık Rakamları

	Cari Açık/Milli Gelir(%)			
	07	08	09	10
Arjantin	2,82	2,07	2,74	0,84
Brezilya	0,11	-1,71	-1,52	-2,27
Çin	10,13	9,12	5,23	5,15
Meksika	-0,85	-1,49	-0,72	-0,55
Hindistan	-0,65	-2,55	-1,88	-3,00
Rusya	5,98	6,23	3,98	4,75
Endonezya	2,43	0,02	1,97	0,80
Tayland	6,35	0,81	8,30	4,63
Şili	4,54	-1,94	1,60	1,79
Malezya	15,94	17,47	16,48	11,48
Hırvatistan	-6,6	-7,2	-8,8	-5,2
Sırbistan	-17,69	-21,76	-7,14	-7,34
Belarus	-3,9	-6,7	-8,6	-13
Ukrayna	-3,69	-7,09	-1,48	-2,19
Filipinler	4,76	2,09	5,56	4,47
Uruguay	-0,92	-4,75	0,66	-0,40
Venezüella	7,97	12,02	2,63	3,67
Mısır	0,32	-0,87	-1,77	-2,06
Suudi Arabistan	24,26	27,78	5,62	15,36
Arap Coğrafyası	13,08	14,20	1,84	5,34
Güney Doğu Asya	5,83	4,69	3,99	4,06

Kaynak: Worldbank Data, 2012.

Yukarıdaki çizelge 13'de cari açığın milli gelirin ne kadarını oluşturduğunu gösteren veriler bulunmaktadır. Çizelgede, ekonomik krizden önce %10'un üzerinde cari fazla veren Çin, Malezya, Venezüella, Suudi Arabistan gibi ülkelerden sadece Malezya'nın bu rakamı sürdürebildiği görülmektedir. Çin'in bu rakamları sürdürememesi, gelişmiş ülkelerde düşen talebin etkisiyle, ihracatının düşmesinden; Venezüella ve Suudi Arabistan'la birlikte Arap Coğrafyasının geneli için verilen rakamlardaki düşme ise, bu ülkelerin ödemeler bilançosunda önemli bir yer tutan petrol gelirlerinin, petrol fiyatlarındaki düşmeye paralel olarak azalmasından kaynaklanmaktadır. Rusya'nın cari fazla rakamlarındaki %3 oranındaki azalma da petrol ve emtia fiyatlarındaki düşmeden kaynaklanmaktadır. 1980'li yıllardan sonra ihracata dayalı üretim stratejisiyle yüksek miktarda cari fazla veren ülkelerin cari dengelerinin ekonomik kriz boyunca nasıl bir seyir izlediğine bakıldığında; ekonomik kriz öncesinde, ortalama olarak milli gelirin %6'sı kadar cari fazla veren Güney Doğu Asya ülkeleri, krizle birlikte ihracatın düşmesi nedeniyle %2'lik bir azalma yaşamışlardır. Cari fazla veren ülkelerde bu gelişmeler olurken, cari açık veren Sırbistan, Ukrayna gibi ülkelerde ise, cari açık veren ülkelerin çoğunda karşılaştığımız gibi cari açığa azalma meydana geldiği görülmektedir.

2. 1. 6. 3. 2008 Finansal Krizinin Türkiye Ekonomisine Etkisi

Bu kısımda 2008 finansal krizinin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri incelenecektir.

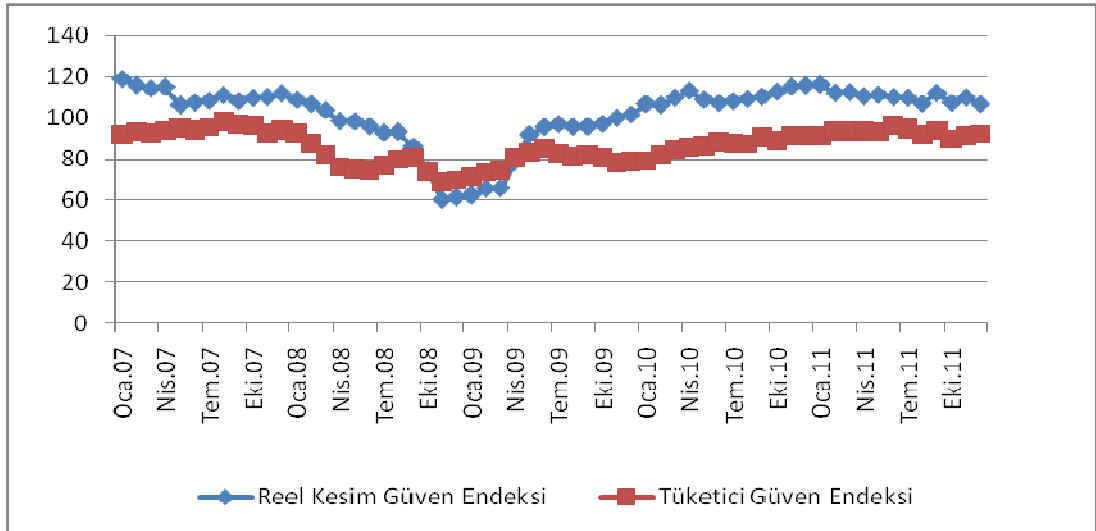
2. 1. 6. 3. 1. Finansal Krizin Türkiye Ekonomisini Etkileme Kanalları

Bu kısımda, bir önceki bölümde açıklanan finansal krizin gelişmekte olan ülkeleri etkileme kanalları, Türkiye verileri göz önünde bulundurarak, finansal krizin Türkiye ekonomisini hangi kanallardan, ne düzeyde etkilediği ortaya koyulmaya çalışılmaktadır. Literatürde, 2008 yılından itibaren finansal krizin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkisini inceleyen çok sayıda çalışma bulunmaktadır. TEPAV (2008) tarafından ortaya koyulan bir çalışmada, Türkiye'nin krizden etkilenme kanalları; "kredi kanalı, portföy yatırımı kanalı, dış ticaret kanalı ve güven bunalımı kanalı şeklinde dörde ayrılarak

incelenmektedir. Buna ek olarak, Özatay(2009), Aydoğuş(2009), Kibritçioğlu(2010) gibi birçok çalışmada da, küresel krizin Türkiye'ye etki kanalları bu dört temel üzerinde kurulmaktadır. Bu çalışmada, literatürde genel bir uzlaşma olan yukarıdaki kanallara ek olarak, gelişmiş ülkeler için incelenen; işçi gelirlerinin düşmesi, turizm gelirlerinin düşmesi ve toksik atıkların doğrudan etkisi şeklindeki etki kanallarına da yer verilmektedir.

2. 1. 6. 3. 1. 1. Güven Bunalımı ve Banka Kredilerinin Düşmesi

Reel kesim güven endeksi ve tüketici güven endeksi, finansal krizin, ekonomiler üzerinde ortaya çıkardığı yıkım konusunda en önemli göstergelerin başında gelmektedir. Zira güven endeksleri yükseldikçe, reel sektörde, ekonomiye olumlu etkiler yapan, yatırım ve tüketim miktarı artmaktadır. Aşağıdaki şekil 19'da, Türkiye ekonomisine ait reel kesim güven endeksi ve tüketici güven endeksinin seyrine bakıldığında, 2008 yılının son aylarından 2009 yılı ortalarına kadar büyük bir düşüş yaşandığı görülmektedir. Endekslerin seyri, ileride incelenecek olan Türkiye ekonomisine ait büyüme, işsizlik ve sanayi üretimindeki düşüş verilerindeki aşağı ve yukarı yönlü değişimlerle aynı seyri izlemektedir.

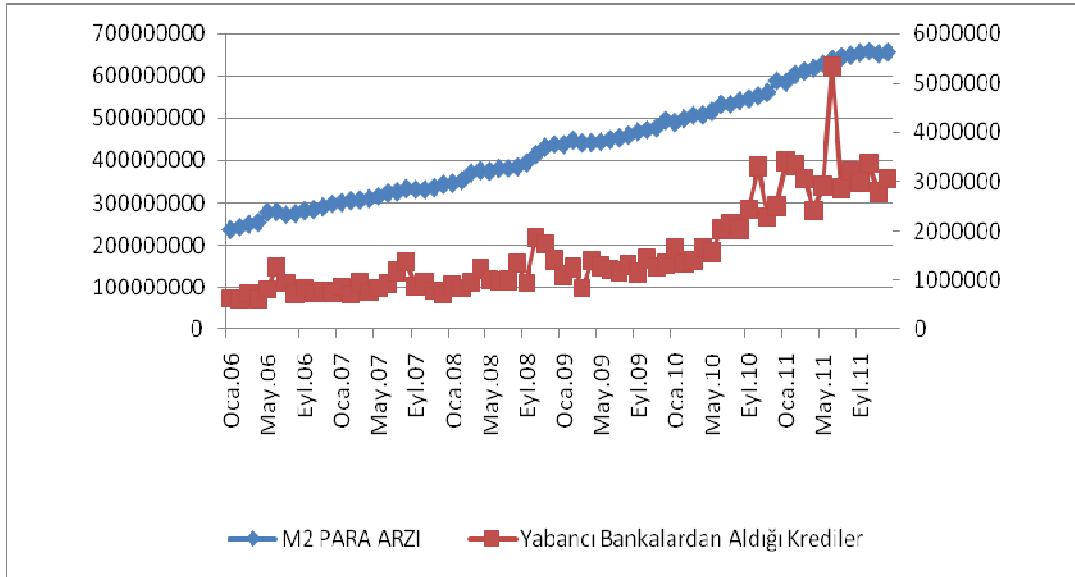


Şekil 19. 2007-2011 Yılları Arasında Türkiye Ekonomisi, Reel Kesim Güven Endeksi ve Tüketici Güven Endeksindeki Değişim

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu [TÜİK], 2012.

2008 finansal krizinden önce, Türkiye’de hem bankalar hem de şirketler yurtdışı bankalardan önemli miktarlarda kredi kullanmıştır. Krizle birlikte, yurtdışındaki bankalardan sağlanan kredi hacminin daralması, bankaların ve şirketlerin bilanço küçültmeye gitmesine neden olmuştur (Togan, 2009: 13). Bu durum, reel döviz kurunun artmasının neden olduğu kredi maliyetlerinin yükselmesi, krizle birlikte ülkelerin risk priminin artmasına bağlı olarak kredi maliyetlerinde artışlar yaşanması ve yabancı kredi kurumlarının portföylerindeki likiditenin düşmesinden kaynaklanmaktadır (Te Velde ve diğerleri, 2009: 7). Bankaların yaşadığı likidite sıkıntısı, piyasalarda azalan güven ortamıyla birleşince, ülke içinde kredi hacminin küçülmesine neden olmuştur (Naude, 2009: 4). Bankalar, var olan mevduatlarını kredi vermek yerine, kredi faizleri ile devlet iç borçlanma senetleri faizi arasındaki faiz oranları açılmasına rağmen, mevduatları daha az riskli kamu tahvillerine yönlendirmiştir (Yılmaz, 2009).

Kredi hacmi üzerinde etkili olan diğer bir gösterge para arzıdır. Artırılan para arzı, piyasada güven söz konusu olması durumunda bankaların verdiği kredi miktarında artış sağlayacaktır. Aşağıdaki şekil 20 bankaların yurtdışından temin ettikleri kredi miktarı ve M2 para arzının gelişimini göstermektedir. Şekil 21 ise bu süreçte, yurtiçi toplam kredi hacmi ve tüketici kredilerindeki değişimi göstermektedir. Şekil 20’de bankaların yurtdışındaki bankalardan aldığı kredinin 2008 yılı Eylül ayına kadar dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. Bu tarihten itibaren 2009 yılı Mayıs ayına kadar düşüş gösteren, sağlanan kredi miktarı bu dönemden sonra dalgalı bir şekilde artışa geçip, 2011 yılının ilk çeyreğinde maksimum düzeye ulaşmaktadır. M2 para arzındaki gelişime bakarsak, Ocak 2006’dan 2011 yılı aralık ayına kadar sürekli artış içinde olan, para arzında 2008 Eylül döneminde maksimum noktaya ulaşan finansal panik havasının etkilerini ortadan kaldırmak için daha yüksek bir artış yapıldığı gözlemlenmektedir.

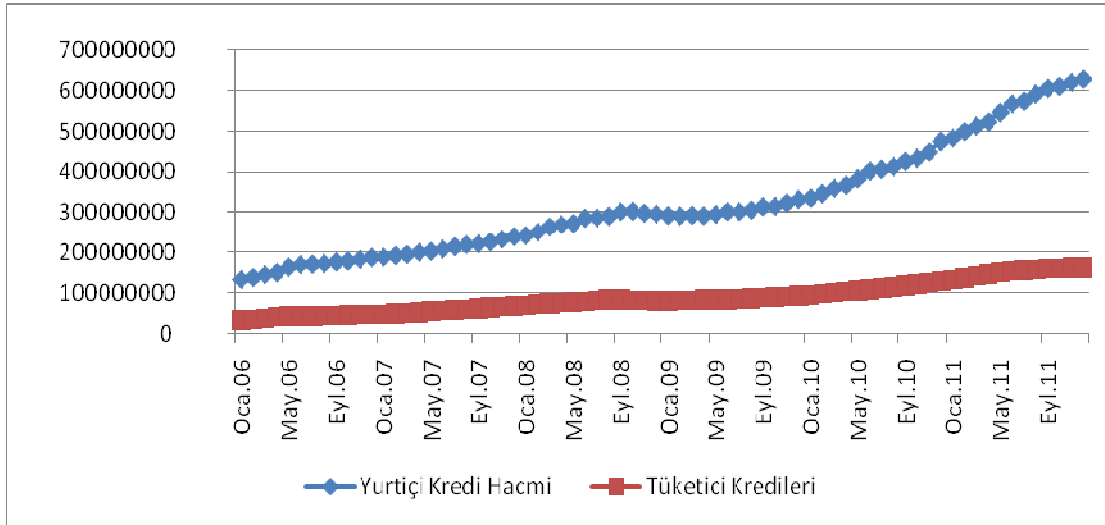


Şekil 20. 2006-2011 Yılları Arasında Türkiye Ekonomisi Para Arzındaki ve Bankaların Yabancı Bankalardan Aldığı Kredilerdeki Değişim

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası [TCMB] Data, 2012.

Yurtiçi kredi miktarı ve tüketici kredileri miktarı, yukarıda bahsedilen göstergeler ve piyasada bulunan güvensizlik ortamının etkisiyle 2008 yılı eylül döneminden itibaren düşüşe geçmektedir. Ancak bu düşmelerin çok keskin olmadığı görülmektedir. 2010 yılına kadar 2008 yılı seviyesinin altında kalan yurtiçi kredi ve tüketici kredisi miktarları, bu tarihten itibaren hızlı bir artışa geçmektedir.

Kredi hacmindeki düşmelerin büyüme rakamlarıyla paralellik göstermesi, Türkiye'nin bu kanaldan etkilendiğini göstermektedir. Zaten krizin gelişmekte olan ülkelere etkisinin ifade edildiği bölümde bu kanaldan en çok etkilenen ülkelerin, büyümesi iç talebe bağımlı olan Türkiye gibi ülkeler olacağı ifade edilmişti (Akyüz, 2010: 24).

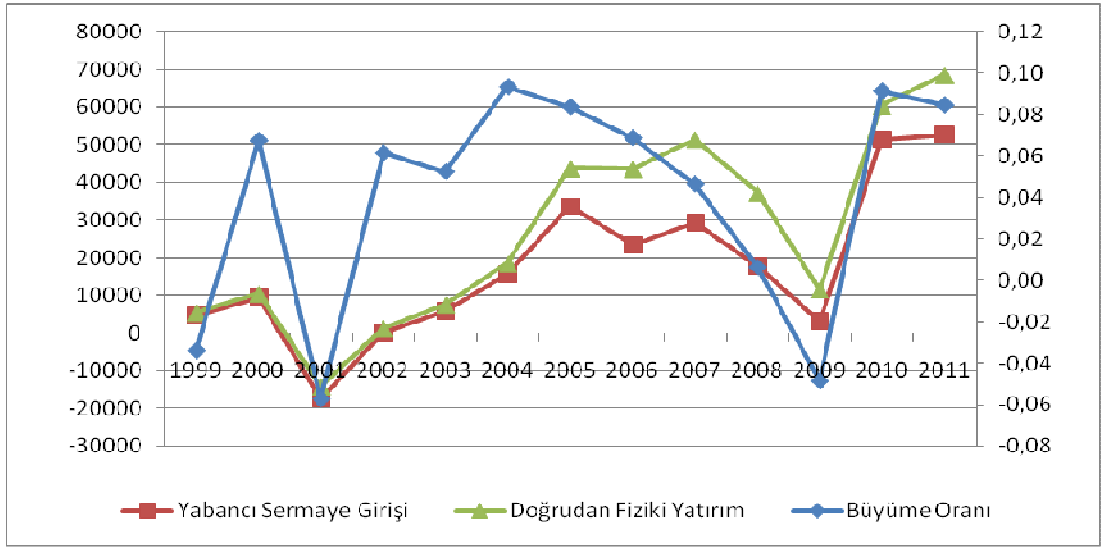


Şekil 21. 2006-2011 Yılları Arasında Türkiye Ekonomisinde Yurtiçi Toplam Kredi ve Tüketici Kredisi Miktarındaki Değişim

Kaynak: TCMB Data, 2012.

2. 1. 6. 3. 1. 2. Uluslar arası Finansal Akımların ve Doğrudan Yabancı Yatırımların Düşmesi

Türkiye, özellikle son on yıldır yabancı sermaye girişine bağlı büyüyen bir ülke durumuna gelmiştir. Bu Türkiye'nin başta enerji olmak üzere üretim yapmak için gerekli malları ithal etmek zorunda kalmasından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla, finansal sermaye girişinde veya doğrudan yabancı yatırımında görülecek bir düşme ekonominin daralması sonucunu doğurmaktadır. Bu durumun 2008 finansal krizinde Türkiye'nin büyüme rakamları üzerinde yarattığı etki aşağıda yer alan şekil 12'yle ifade edilmeye çalışılmaktadır. Bu noktada, bu konuyu kısmen ilgilendirdiği için ifade etmek gerekir ki; yabancı sermayenin bir ülkeye girişinin devamlılığı ancak borçların sürdürülebilirliğiyle mümkündür. Türkiye'nin borçlarının sürdürülebilirliği ve ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği ilişkisi nedeniyle hassas bir denge üzerinde durduğunu belirtmek gerekmektedir.



Şekil 22. 1999-2011 Yılları Arasında Türkiye Ekonomisi, Yabancı Sermaye Girişi, Doğrudan Fiziki Yatırım Miktarları ve Ekonomik Büyüme Oranları

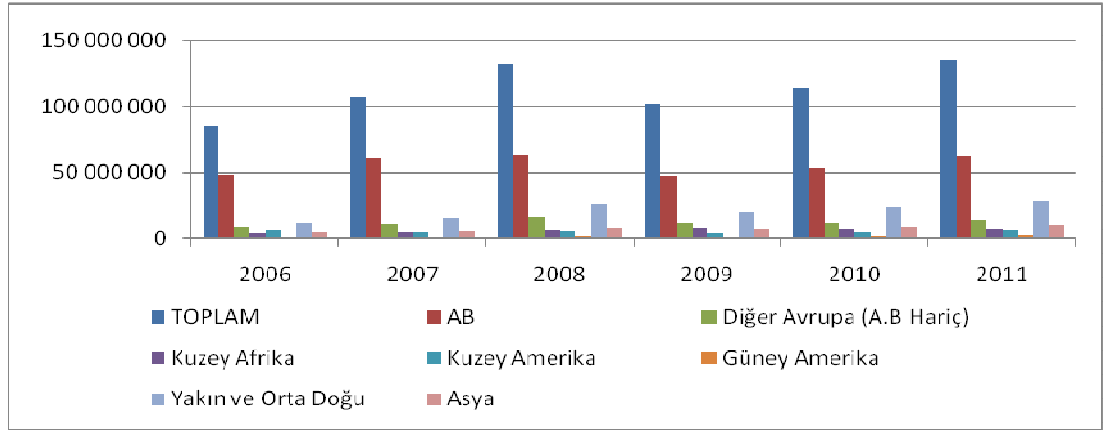
Kaynak: TCMB Data, 2012.

Yukarıdaki Şekil 22, Türkiye'ye ait yabancı sermaye girişi, doğrudan fiziki yatırım miktarı ve büyüme oranları görünmektedir. 1998 yılında, negatif büyüme rakamları ve yabancı sermaye girişi aynı yönde hareket etmektedir. Sonrasında artışa geçen yabancı sermaye miktarına paralel olarak büyüme oranlarında da artış sağlanmıştır. Türkiye'nin 2001 krizinde, yabancı sermaye girişi ve büyüme oranları yine aynı yönde hareket etmektedir. 2002 yılından 2009 yılına kadar yıllık 10 milyar doların üzerinde olan yabancı sermaye girişi döneminde %3-9 arasında büyüme rakamları görülmektedir. 3 milyar dolarla yabancı sermaye girişinde bir önceki döneme göre %82'lik bir azalışın olduğu 2009 yılında, ekonominin küçüldüğü görülmektedir. 2010 ve sonrasında artan yabancı sermaye girişleriyle birlikte pozitif büyüme rakamları yakalanmıştır. Yabancı sermaye girişi ve büyüme oranları arasındaki aynı yönlü ilişkiye rağmen, doğrudan fiziki yatırımlar ve büyüme arasındaki ilişkinin zayıf olduğu görülmektedir. Nitekim doğrudan fiziki yatırımların çok düşük miktarlarda gerçekleştiği 2002-05 yılları arasında yüksek büyüme rakamları yakalanırken, özelleştirme uygulamalarıyla birlikte doğrudan fiziki yatırımların yıllık 20 milyar doları aştığı 2006-07 yıllarında, büyüme rakamları düşüşe geçmektedir.

Yabancı sermayenin büyüme rakamları üzerindeki etkilerini ifade ettikten sonra, Türkiye’de çıkarabileceği diğer etkilere de bakalım. Öncelikle hızlı sermaye çıkışı, ülkede döviz kıtlığı ortaya çıkarmaktadır. Döviz kurunun yükseldiği bu durumda, borçlanma maliyetleri arttığı gibi, hali hazırda var olan dış borçların ödenmesi de zorlaşmaktadır. Karşılaşılan bu borç çıkmazı, yatırım ve tüketimin daralmasına neden olduğu gibi, TCMB’nin döviz rezervleri yeterli olmadığı durumlarda, ülkenin borç krizine girmesine kadar ilerleyebilmektedir. TCMB’nin 2012 itibariyle sahip olduğu 80 milyar dolarlık döviz rezervi, ekonomistler tarafından olumlu karşılanmaktadır.

2. 1. 6. 3. 1. 3. Dış Ticaret

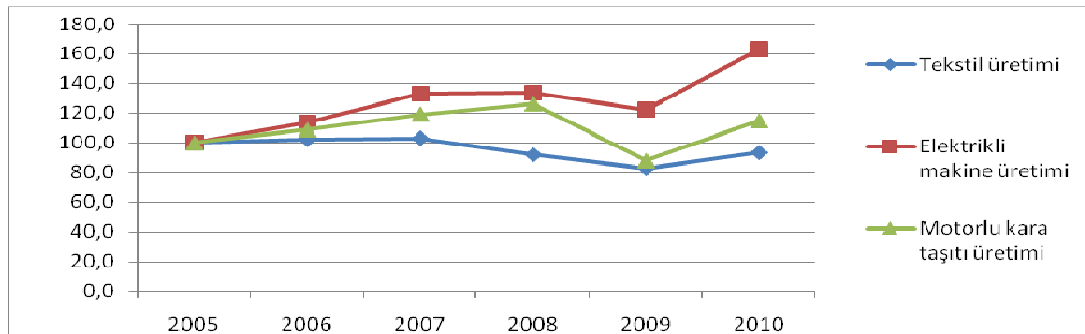
Aşağıda Şekil 23, Türkiye’nin gerçekleştirdiği ihracatın ülke grupları içindeki dağılımı görülmektedir. Türkiye, 2008 yılında, ihracatının %70’ini AB ülkeleri başta olmak üzere gelişmiş ülkelere gerçekleştirmiştir. Türkiye’nin 2009 yılında yaşadığı %23’lük ihracat daralması, büyük oranda gelişmiş ülkelerdeki talep düşmesine bağlı olarak, gerçekleşmiştir. Nitekim rakamlara bakıldığında; AB, Kuzey Amerika, Diğer Avrupa ülkeleri ve Ortadoğu ülkelerine yapılan ihracatta %25 azalma yaşanırken, Asya’ya yapılan ihracatta %5 azalma, Kuzey Afrika’ya yapılan ihracatta %26’lık bir artış yaşandığı görülmektedir. Bu noktada bir hususa dikkat çekmek gerekmektedir. Finansal kriz sürecinde düşen döviz kuru, ihracat açısından Türkiye’yi avantajlı duruma getirmiştir. Ancak yapılan çalışmalar bu ülkelerin talebinde meydana gelecek değişimin, malların fiyatlarından ziyade ülkelerin gelirlerine karşı daha duyarlı olduğunu göstermiştir (Küçükkiremitçi ve diğerleri, 2008: 10). Bundan dolayı, döviz kurunda yaşanan düşme beklenen etkiyi gösterememiştir.



Şekil 23. 2006-2011 Yılları Arasında Türkiye'nin İhracat Yaptığı Ülke Grupları

Kaynak: TÜİK, 2012.

İhracat rakamlarında yaşanan bu düşüşler, Türkiye ekonomisinin finansal krizin dış ticaret kanalıyla olumsuz etkilendiğini göstermektedir. Ancak diğer gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında, büyüme rakamları ve ihracat rakamları arasındaki ilişkisi düşük olan Türkiye ekonomisinde, çok büyük olumsuzlukların olmadığı ifade edilebilir. Bu, Türkiye ekonomisinin ihracattan çok iç taleple büyümesinden kaynaklanmaktadır. Bununla birlikte, sektörlerin tamamında olmasa da, 2009 yılında ihracat yapılan ürünler grubundan; tekstil ürünlerinde %15-35, motorlu taşıtlarda %33, beyaz eşya ve makinelerde %20 daralma yaşandığı görülmektedir. Söz konusu sektörlerde yaşanan üretim daralması aşağıdaki Şekil 24'den daha ayrıntılı bir şekilde görülmektedir.

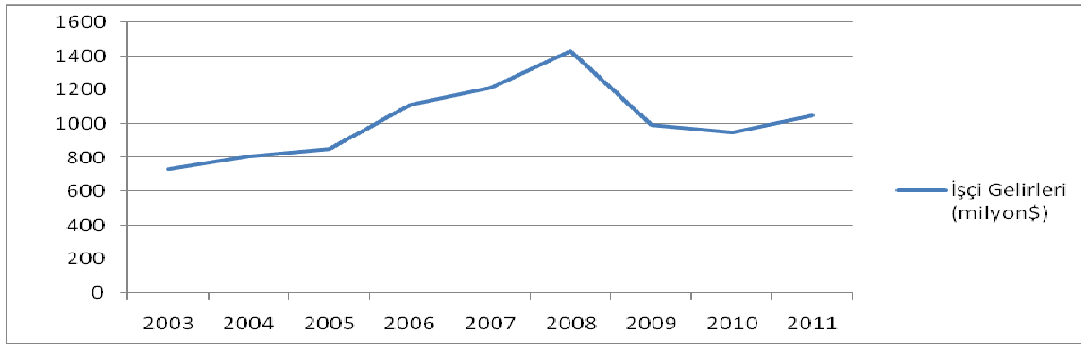


Şekil 24. 2005-2010 Yılları Arasında Türkiye'de İhracata Yönelik Üretim Yapan Sektörlerde Üretimdeki Değişme

Kaynak: TÜİK, 2012.

2. 1. 6. 3. 1. 4. Diğer Etki Kanalları

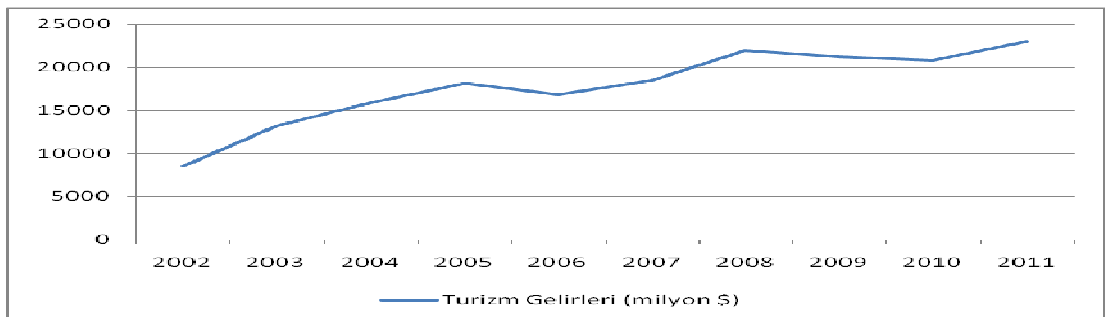
Finansal krizin gelişmekte olan ülkeleri etkilediği kanallardan biri olan işçi gelirleri transferlerindeki düşmelerin Türkiye'yi nasıl etkilediği aşağıdaki Şekil 25 incelenerek anlaşılmaktadır. Grafiğe göre 2008 yılında, 1,4 milyar \$ olan işçi transferleri, 2009 yılında 1 milyar \$'a inmiştir. Finansal kriz nedeniyle ortaya çıkan 400 milyon\$'lık azalmanın, Türkiye ekonomisinin büyüklüğü göz önünde bulundurulduğunda, çok küçük olumsuzluğa sebep olduğu görülmektedir.



Şekil 25. 2003-2011 Yılları Arasında İşçi Gelirlerindeki Değişme

Kaynak: TCMB Data, 2012.

Doğrudan etki kanalı, Türkiye'nin gelişmiş ülkelerdeki menkul kıymetleştirilmiş konut tahvillerine yatırım yapma oranı çok düşük seviyelerde kaldığı için, Türkiye ekonomisini etkileyen bir kanal değildir (Akın ve Kamışlı, 2010: 7). Bunun aksine Türkiye, turizm sektöründen oldukça yüksek döviz elde eden bir ülkedir. Finansal krizle birlikte birçok ülke ekonomisini etkileyen turizm gelirlerinin düşmesi, Türkiye ekonomisi üzerinde çok etkili olmamıştır.



Şekil 26. 2002-2011 Yılları Arasında Türkiye'nin Turizm Gelirlerindeki Değişim (milyon \$)

Kaynak: TCMB Data, 2012.

Türkiye'nin turizm gelirlerinin incelendiği yukarıdaki Şekil 26'ya göre, finansal kriz döneminden önce 21 milyar\$ olan turizm gelirleri, finansal krizle birlikte çok küçük düşüşler göstermiştir. Türkiye'nin turizm sektörünün finansal krizden çok fazla etkilenmemesinin nedenleri; bu dönemde hükümetin "komşularla sıfır sorun" politikasının bir sonucu olarak, komşu ülkelerden(özellikle İran) gelen turist sayısında artış görülmesidir. Turizm gelirlerindeki düşmenin çok büyük boyutlara ulaşmaması, turizm sektörünün krizden minimum düzeyde etkilendiğini ve bu kanalın Türkiye ekonomisi üzerinde önemli olumsuzluklar çıkarmadığını göstermektedir.

2. 1. 6. 3. 2. Finansal Krizin Türkiye'nin Ekonomik Göstergeleri Üzerindeki Etkisi

Türkiye ekonomisi, cari açığa bağlı olarak büyüyen bir ekonomidir. Başka bir ifadeyle Türkiye'nin ekonomik olarak büyümesi, cari açıkla ters, yabancı sermaye girişiyle aynı doğrultuda hareket etmektedir. Bu ihracatın artırılabilmesi için, ülkeye yabancı sermaye girişinin olması gerektiğini belirtmektedir. Bunun nedeni, Türkiye ihracatının ithal girdiye bağlı olması nedeniyle ekonomik olarak büyüdükçe daha fazla ithalat yapmak zorunda kalmasıdır. Bunun yanında, bankalar ve şirketler sıcak para girişine bağımlı olarak büyümektedir. Bankaların, gelişmiş ülkelerde borçlanabilme olanaklarının sınırlı bir hale gelmesi özel tüketim harcamalarını düşürürken, şirketlerin de yatırım harcamalarını azaltmıştır. Ekonomik büyüme rakamlarına bakarsak, finansal krizin etkilerini diğer gelişmiş ülkelerin aksine 2008 yılında göstermeye başladığı görülmektedir. Bu durum, uluslar arası finansal piyasalarda oluşan panik havası nedeniyle Türkiye'de yabancı sermaye girişinde %40'lara varan düşüşler yaşanması ve bunun ortaya çıkardığı likidite sıkıntısının güven kriziyle birleşmesi nedeniyle ortaya çıkmıştır. 2009 yılına gelindiğinde, %4,8 oranında daralma yaşandığı görülmektedir. Yabancı sermaye girişindeki düşmenin yanında dış ticaret rakamlarının düşmesi ve sanayi üretim endeksinin düşmesi bunda büyük rol oynamıştır. 2010 ve 2011 yılında sanayi üretim endeksi ve dış ticaret rakamlarındaki artışla birlikte, tüketici güven endeksindeki iyileşmeye bağlı olarak artan toplam talep büyüme rakamlarının da artışa geçmesine neden olmuştur.

Çizelge 14. 2006-2011 Yılları Arasında Türkiye Ekonomisine Ait Ekonomik Göstergeler

EKONOMİK GÖSTERGELER	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ekonomik Büyüme (%)	6,8	4,6	0,6	-4,8	9,1	8,4
İşsizlik Oranı (%)	10,2	10,3	11	14	11,9	9,8
Enflasyon Oranı (%)	9,6	8,7	10,4	6,2	8,5	6,4
Cari Açık/GSYİH (%)	-6,1	-5,9	-5,7	-2,3	-6,4	-
Bütçe Açığı/GSYİH (%)	-0,6	-1,6	-1,8	-5,5	-3,6	-1,3
İhracat (milyar\$)	85,5	107,2	132	102,1	113,8	134,9
İthalat(milyar\$)	139,5	170	201	140	185	240
Dış Ticaret Dengesi(milyar\$)	-54	-62,7	-69,9	-38,7	-71,6	-105,8
Sanayi Üretim Endeksi(2005=100)	107,8	115,3	114,2	103,2	116,5	-

Kaynak: Bütçe Ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü(BUMKO) İstatistik, Worldbank Data, TCMB Data, TÜİK, 2012.

İşsizlik rakamlarına bakıldığında, sanayi üretiminde yaşanan düşüşe bağlı olarak, 2008 yılında artışa geçen işsizlik oranının, 2009 yılında daha da arttığı görülmektedir. İşsizlik oranının artmasında, özellikle ihracata yönelik üretim yapan tekstil ve motorlu taşıt sanayisinde, ithalattaki daralmaya bağlı olarak yaşanan işten çıkarmaların etkisi olduğu söylenebilir. 2011 yılında düzelen ekonomik göstergelerle birlikte %9'a varan ekonomik büyüme oranı, işsizlik oranının %9,8'e düşmesini sağlamıştır.

2006-08 yılları arasında %8,5-10,5 arasında seyreden enflasyon oranları, 2009 yılında %6,2'ye düşmüştür. Bu düşüşte, azalan iç taleple birlikte, emtia fiyatlarında, özellikle de petrol fiyatlarında yaşanan düşmenin büyük etkisi vardır. 2010 yılında toplam talepteki artışla birlikte artışa geçen enflasyon oranı, %8,5 oranına çıkmış fakat 2011 yılında tekrar %6,2 seviyesine düşmüştür.

Bütçe açığının GSYİH içindeki oranına bakıldığında, 2008 yılına kadar %1 düzeyinde gerçekleşen bütçe açığı oranı, 2009 yılında, cari transfer harcamalarındaki artışa bağlı olarak % 5,5 düzeyinde gerçekleşmiştir. 2009 yılından itibaren düşüşe geçen bütçe açığı, 2010 yılında %3,2'ye, 2011 yılında %1,3'e kadar düşmüştür. 2010-11 yılında düşüşe geçen bütçe açığı oranı, bütçe harcamalarındaki azalıştan çok, bütçe gelirlerindeki artıştan kaynaklanmaktadır. Avrupa'da birçok ülkenin bütçe açıkları nedeniyle yaşadığı sıkıntılara rağmen, Türkiye'nin gösterdiği başarılı bütçe performansı, hükümetin finansal krizin olumsuz etkilerinin tamiri noktasında daha esnek politikalar geliştirebilmesine fırsat vermektedir.

2008 Finansal krizinden önce, gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan krizlerin çoğunun nedeni cari açığın sürdürülememesi olarak belirtilmektedir. Tehlike sınırı, cari açığın, milli gelirin %5-6'sı kadar olması olarak belirtilse de, bu oran her ekonomi için farklılık göstermektedir. Birçok iktisatçı bu oranların birkaç puan üstünü tehlike sınırları olarak görmektedir. Türkiye'nin cari açıklarına bakarsak, Türkiye'nin gösterdiği cari açık performansının tehlike sınırları içinde olduğunu söyleyebiliriz. Nitekim 2006-08 yılları arasında %6 seviyesinde seyreden cari açık oranı, 2009 yılında ithalat talebindeki düşmeye bağlı olarak %2,5 seviyesine düşse de, 2010 yılında %6,4'e çıkmıştır. Tehlikenin farkında olan Türk hükümeti, 2011 yılında, lüks otomobillerde ve cep telefonlarında vergi artışına giderek, cari açık probleminde karşı müdahale etmiştir.

3. YÖNTEM

Bu çalışmada, 2008 finansal krizi sürecinde TCMB'nin uyguladığı para politikası incelenerek, uygulanan para politikasına dair genel bir çerçeve oluşturulmaya çalışılmıştır.

Bu bölümde sırasıyla; araştırmanın modeli, bilgi toplama kaynakları ve bilgilerin toplanıp değerlendirilmesine dair süreçler belirtilmektedir.

3. 1. Araştırmanın Modeli

Ekonomik kriz, para politikası ve 2008 finansal krizine ilişkin bilgiler verildikten sonra, 2008 finansal krizi sürecinde Türkiye'de rastlanan para politikası uygulamalarının analizi için nitel yöntemler benimsenmiştir. Bu süreçte TCMB'nin yayınladığı raporlar ve açıklamalar ayrıntısıyla incelenerek genel bir çerçeve oluşturulmaya çalışılmıştır.

3. 2. Bilgi Toplama Kaynakları

Çalışmada başvuru kaynakları arasında, TCMB'nin para politikasına dair yayınladığı raporların dışında, konumuzla ilgili kitaplar, makaleler, yüksek lisans tezleri ile süreli ve süresiz yayınlar bulunmaktadır. Çalışmada kullanılan veriler, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Türkiye İstatistik Kurumu, Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu(IMF), Federal Rezerve, Avrupa Birliği İstatistik Kurumuna ait veritabanları kullanılmıştır.

3. 3. Bilgilerin Toplanması ve Değerlendirilmesi

İlk aşamada, ekonomik kriz ve para politikasına dair kaynaklar incelenerek literatürde bu konularda oluşmuş genel eğilim verilmiştir. İkinci aşamada, 2008 Finansal Krizi'nin gelişimi incelenerek, finansal krizin gelişim aşamalarıyla ilgili fikir oluşturulmaya çalışılmıştır. Son aşamada, TCMB'nin uyguladığı politikalar, finansal krizin gelişim süreciyle birlikte ele alınmıştır.

4. BULGULAR ve YORUM

4. 1. 2008 Finansal Krizinde TCMB'nin Para Politikası Uygulamaları

2001 krizinden sonra, TCMB'nin bağımsızlığının ileri boyutlara taşınması için önemli atılımlar yapılmıştır. TCMB kanununda, bankanın temel amacının fiyat istikrarı olduğu belirtilmiş, bununla birlikte temel amacıyla çelişmemek kaydıyla ülkenin diğer ekonomi politikalarına da katkı sağlanabileceği ifade edilmiştir. Yapılan yeniliklerle birlikte, enflasyon hedeflemesi rejimine geçen TCMB, 2002-2005 döneminde örtük enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamıştır. 2001 yılında %60'ları aşan enflasyon rakamları, başarılı politikalar sonucu 2005 yılında %10'a kadar indirilmiştir. Nitekim bu konuda yapılan çalışmalarda, örtük enflasyon hedeflemesi programının, uygulandığı 2002-2004 arasında, fiyat istikrarı konusunda önemli başarılar sağladığı ifade edilmektedir (Karahana, 2005: 46). Bu bakımdan örtük enflasyon hedeflemesi dönemi, TCMB'nin enflasyon hedeflemesi rejimi için deneyim kazanmasını sağlamış ve başarılı sonuçları sayesinde uygulanan para politikalarına güveni artırmıştır (TCMB, 2006: 17).

TCMB, 2006 ve sonrasında yayınladığı enflasyon raporlarında, örtük enflasyon hedeflemesinde elde edilen başarıyla tek hanelere kadar indirilen enflasyon rakamlarının ardından, para politikasına olan güvenin tesis edildiğini, bundan sonra, birlikte daha şeffaf bir politika uygulanması amacıyla, açık enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmaya başlandığını belirtmektedir. Açık enflasyon hedeflemesinde, orta vadede, TÜFE üzerinden hesaplanan yıl sonu enflasyon oranı şeklinde, 3 yıllık bütçe uygulamasına paralel olarak 3 yıllık hedefler belirlenerek kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Sonrasında uygulanan para politikalarıyla, enflasyon oranı belirlenen hedeflerin etrafından oluşturulan bir aralık içinde tutulmaya çalışılmaktadır (TCMB, 2006: 21).

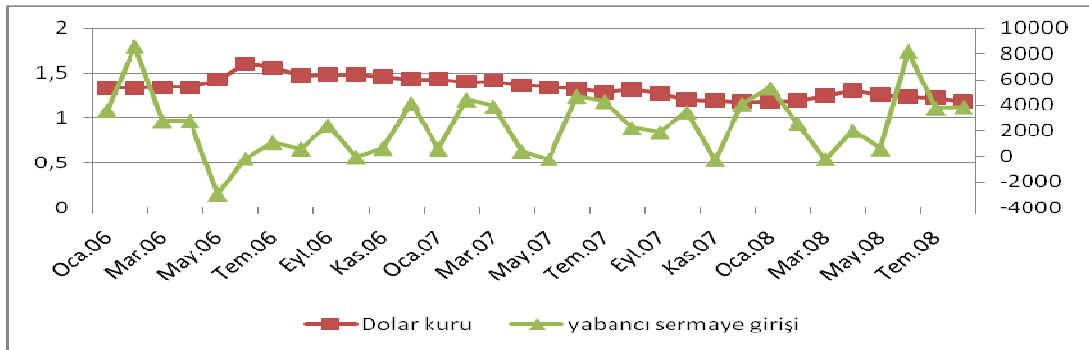
Yukarıda ifade edildiği gibi, Merkez bankasının tek hedefi fiyat istikrarıdır. Dolayısıyla, politikalarını buna göre şekillendirmektedir. Merkez

bankasının temel politika aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır. Bunun yanında, gerekli görüldüğü takdirde zorunlu karşılık oranları veya etkin likidite yönetimi gibi destekleyici araçlar da kullanılmaktadır.

2008 yılı öncesinde, TCMB'nin para politikasına dair genel yaklaşımını anlattıktan sonra, aşağıda finansal kriz öncesinde, Türkiye'de uygulanan para politikası incelenmektedir. 2008 finansal krizi öncesinde uygulanan para politikası, finansal kriz döneminde uygulanacak para politikalarında, TCMB'nin sahip olduğu imkânların ve politika esnekliğinin boyutunu göstermesi açısından büyük öneme sahiptir.

4. 1. 1. 2008 Finansal Krizi Öncesinde Uygulanan Para Politikası

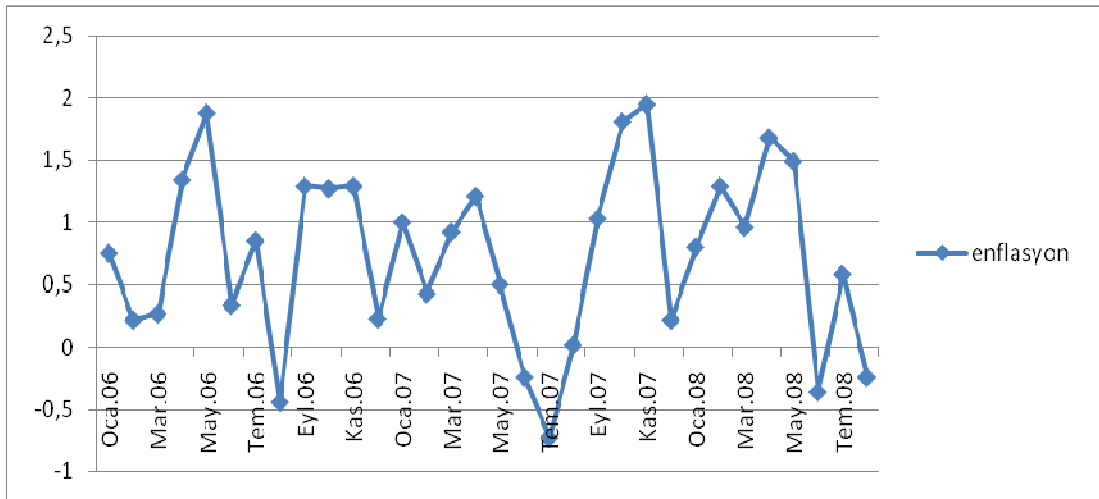
Aşağıdaki şekil 27'de Ocak 2006-Ağustos 2008 yılları arasında Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye girişi ve dolar kuru arasındaki ilişki görülmektedir. Şekil 27'den de görüldüğü gibi 2006 Mayıs ayından itibaren, uluslararası sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkeler aleyhine değişmiş ve bunun sonucu olarak Türkiye'nin de dâhil olduğu birçok ülkeden sermaye çıkışları olmuştur. Bu dönemde yerli para döviz karşısında, yaklaşık olarak %30 civarında değer kaybı yaşamıştır. Döviz kurunun değer kaybetmesinin yanında, gıda fiyatlarında yaşanan artışlar enflasyonun yükselmesine neden olmuştur. Merkez Bankası, bu duruma döviz alım ihalelerine ara verilmesiyle birlikte, likidite düzenlemeleri şeklinde önlemler alarak müdahale etmiştir. Ancak 2006 yılında gösterilen bütün bu çabalara rağmen, %5 olarak hedeflenen enflasyon oranı %9,6 olarak gerçekleşmiştir.



Şekil 27. 2008 Finansal Krizi Öncesinde Yabancı Sermaye Girişindeki ve Dolar Kurundaki Değişim

Kaynak: TCMB Data, 2012.

2007 yılına geldiğimizde, yılın ilk aylarında yakalanan enflasyon rakamlarının başarılı olduğu söylenebilir. Ancak Ağustos ayından itibaren, dünya'daki fiyat hareketlerine bağlı olarak enflasyon oranlarında önemli artışlar gözlenmektedir. TCMB, sonraki yıllarda yayınladığı raporlarda bu durumu şöyle açıklamaktadır. Türkiye'de gıda fiyatlarının TÜFE içindeki ağırlığının yüksek olması, 2007 yılının ikinci yarısından itibaren küresel ölçekte yaşanmış olan gıda ve enerji fiyatlarındaki yükselişin, enflasyon oranları üzerinde büyük bir etki oluşturmasına neden olmaktadır. Bu çerçevede, Merkez bankasının 2007 yılından itibaren enerji ve gıda fiyatlarını dışlayan enflasyon göstergelerini ön plana çıkardığı görülmektedir. Bu göstergeler üzerinde yapılmış çalışmalar, yükselen enflasyon rakamlarının, döviz kuru ve küresel fiyat artışlarıyla yakın bir bağ olduğunu ortaya koymuştur. Bu araştırmalara dayanarak yayınlanan enflasyon raporlarında, gerçekleşen rakamların küresel fiyat düzeyiyle alakalı olduğu ve bu durumun kısa süreceği iddia edilmektedir (TCMB, 2008a. 4). TCMB, 2007 yılında % 8,4'lük bir enflasyon rakamı tutturmuştur. Bu rakamın, 2007 yılı enflasyon hedefi olan %4'ün belirsizlik aralığının üst sınırı olan %6'nın oldukça üstünde kalması, TCMB'nin hesap verebilirliğinin bir sonucu olarak hükümete hitaben açık bir mektupla bu durumun sonuçlarını izah etmesine neden olmuştur.



Şekil 28. 2008 Finansal Krizi Öncesinde Enflasyondaki Aylık Değişim (%)

Kaynak: TCMB Data, 2012.

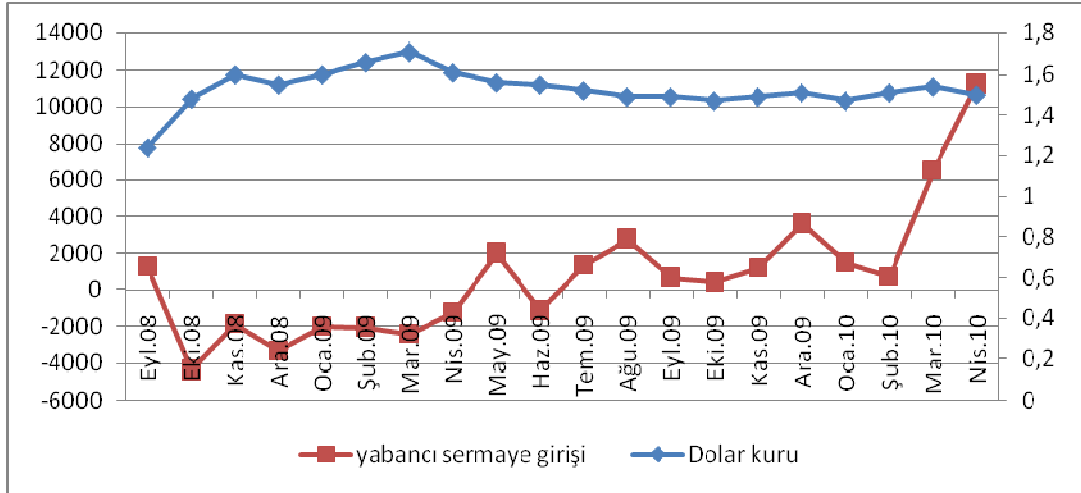
2008 yılına girilirken, hükümetle yapılan görüşmeler dâhilinde, bizimde incelediğimiz 2008-09-10 yılları için %4'lük enflasyon hedefi belirlenmiştir (TCMB, 2007: 3). Bununla birlikte, 2008 yılına, 2007 yılından itibaren belirgin şekilde etkili olan arz şokları ve küresel mali piyasalardaki sorunların ortaya çıkardığı panik havasıyla girilmiştir. 2007 yılının Ağustos ayından itibaren başlayan ve TCMB tarafından geçici olması öngörülen arz şokları fiyat artışları üzerindeki etkisini sürdürmüştür. Bununla birlikte, 2007 yılının son aylarında mortgage piyasalarındaki risklerin iyice belirginleşmesiyle, uluslar arası finans piyasalarındaki panik havası, döviz kurunda değer kaybı yaşanmasına neden olmuştur (TCMB, 2009a: 31). Bu gelişmeler enflasyon hedefinin belirlenen hedefin üzerinde seyretmesine neden olduğu için, Mayıs, Haziran ve Temmuz aylarında toplam 150 baz puanlık bir faiz artırımına gidilmiştir. Uygulanan bu daraltıcı politikalar, 2008 Temmuz ayından itibaren etkisini göstermeye başlamış ve fiyat artışlarındaki yükselmeler durdurulmuştur.

2008 yılında para politikasıyla ilgili önemli gelişmelerden biri, enflasyon hedeflerinin hükümetle birlikte yukarı doğru güncellenmesi olmuştur. 2008 yılı için saptanan %4'lük enflasyon oranının gerçekleşmesi konusundaki şüphelerin iyice artması, enflasyon hedeflemesinde, karşılaşılabileceği üst üste üç yıl hedeften sapmayla karşılaşılabileceği sinyalini vermiştir. Bu durum, enflasyon hedeflemesi politikasının itibarını sarsmak bir yana, kurumlara olan güvenin de tahrip olmasına neden olacaktır (TCMB, 2008a: 4) TCMB bu sebeplerden hareketle, nedenleriyle birlikte hükümete hitaben yazılan açık mektupta, orta vadeli enflasyon hedeflerinin tekrar belirlenmesini önermiştir. Bu önerinin hükümet tarafından olumlu karşılanması üzerine yeni hedefler 2009-10-11 yılları için sırasıyla, 7,5-6,5-5,5 olarak belirlenmiştir.

4. 1. 2. 2008 Finansal Krizi Boyunca Uygulanan Para Politikası

2008 yılı Eylül ayından itibaren, dünya piyasalarında oluşan panik havası, Türkiye ekonomisini de etkilemiş ve yüksek miktarda dolar talebi nedeniyle Türk Lirasının değerinde büyük bir düşüş yaşanmıştır. Döviz kurundaki bu değişime rağmen, yaklaşık 1,5 yıldır enflasyon üzerinde büyük bir baskı unsuru oluşturan küresel emtia ve gıda fiyatlarındaki artışın hızlı bir

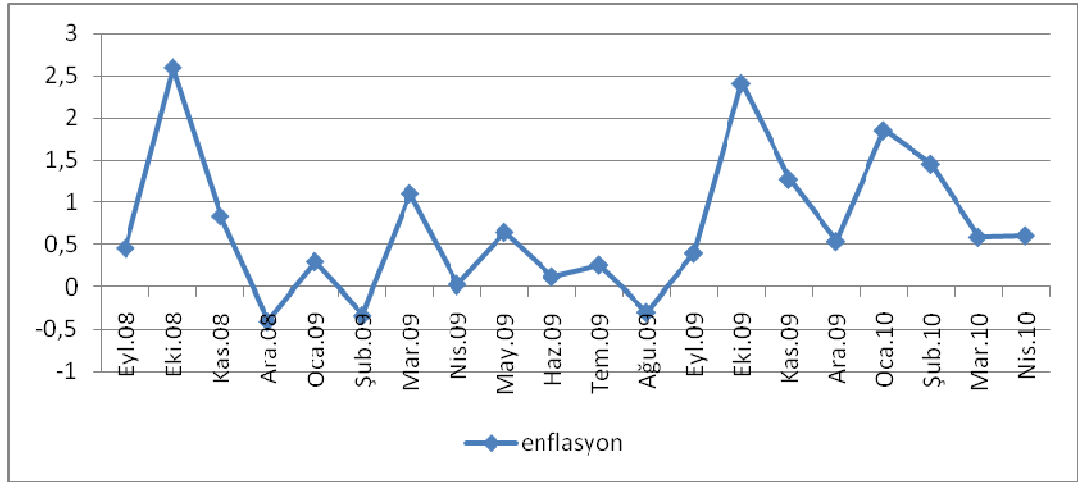
şekilde tersine dönmesi, enflasyon rakamlarının olumlu etkilenmesine neden olmuştur. TCMB'nin enflasyona ilişkin kaygılarının hızla azalması, fiyat istikrarını sağlama amacıyla çelişmeksizin, finansal krizin Türkiye ekonomisi üzerinde yaratabileceği muhtemel olumsuzlukları sınırlamaya odaklanmasına ve bu çerçevede gerekli politikaları uygulamasına imkân sağlamıştır (Yılmaz, 2009: 4).



Şekil 29. 2008 Finansal Krizi Boyunca Yabancı Sermaye Girişi ve Dolar Kurundaki Değişim

Kaynak: TCMB Data, 2012.

Merkez bankası, ilk olarak finansal krizin iç ve dış talepte ortaya çıkardığı düşüşleri sınırlamayı amaçlamıştır. Bu amaçla, 2008 yılı Kasım ayından itibaren parasal genişlemeye giderek kredi daralmalarının etkilerini minimum düzeyde tutmak istemiştir. Ancak, ani sermaye çıkışlarının yerli para üzerinde yaratacağı değer kaybı konusunda tedirginlik yaşayan gelişmekte olan ülkelerin yürüttüğü temkinli para politikası, Türkiye içinde söz konusuydu. TCMB, bu ülkeler içinde bu risk karşısında en hızlı ve doğru karar alan merkez bankaları arasında yer alarak, müdahalelerine kısa sürede başlamıştır (Yılmaz, 2011b: 1).

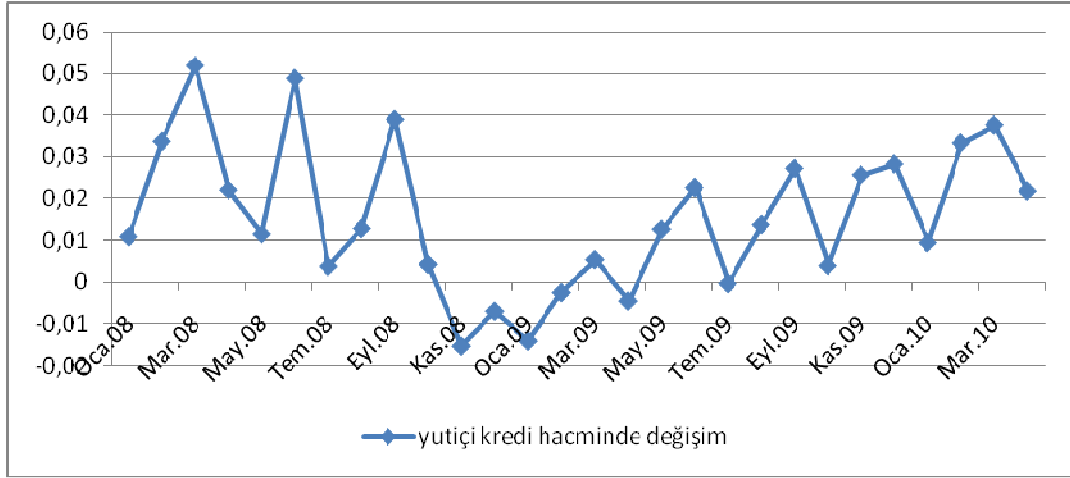


Şekil 30. 2008 Finansal Krizi Boyunca Enflasyondaki Değişim (%)

Kaynak: TCMB Data, 2012.

2008 yılının son iki ayında gerçekleştirilen 175 baz puanlık politika faiz indirimi, 2009 yılında da hızlanarak devam etmiştir. Yılın ikinci yarısında, ekonomik göstergelerde görülen toparlanmaya rağmen Merkez bankasının belirsizliğin devam ettiğine ilişkin kaygısı, faiz indirimlerine devam edilmesine neden olmuştur. 2009 yılı boyunca devam eden faiz indirimleri sonucu, yıl sonuna gelindiğinde toplam 850 baz puanlık bir politika faiz indirimi yapıldığı görülmektedir. TCMB temel politika aracı politika faiz oranı olmasına rağmen kriz sürecinde başka araçlarda kullanmıştır. Haziran ayından itibaren temel fonlama aracı olan bir hafta vadeli repo işlemlerine ilave olarak üç aya kadar vadeli repo işlemlerinin de kullanılmasına başlanması ve Ekim ayında yüzde 6 olan Türk Lirası zorunlu karşılık oranı yüzde 5'e düşürülmesi bunlar arasında en önemli örneklerdir (TCMB, 2010a: 42). TCMB'nin uygulanan bu politikalarla temel hedefi daralan kredi hacminde genişleme yaratarak, tüketim ve yatırımlarda canlanma yaratmaktır. Uygulanan mali politikaların da etkisi göz önünde bulundurulduğunda, para politikasının tek başına toplam talep üzerinde yarattığı etkiyi tespit etmek zor olacaktır. Ancak, TCMB'nin politika faiz oranlarında ve zorunlu karşılık oranlarında uyguladığı indirimin, yılın ikinci yarısında kredi faiz oranlarına da yansıdığı ve sene sonuna doğru kredi hacminde bir genişleme ortaya çıkardığı söylenebilir. Bu durum aşağıda, yurtiçi kredi hacmindeki değişimi gösteren şekil 31'den de açık bir şekilde görülmektedir. Yurtiçi kredi hacmindeki artışlarla birlikte, diğer mali

politikalarda sağlanan başarı yılsonuna doğru ekonomide toparlanma eğiliminin iyice arttığını göstermektedir.



Şekil 31. 2008 Finansal Krizi Boyunca Yurtiçi Kredi Hacmindeki Değişim
Kaynak: TCMB Data, 2012.

TCMB'nin finansal kriz döneminde, yurtiçi talebin canlandırılmasına yönelik politikaların yanında, hassasiyetle üzerinde durduğu bir başka konu yurtiçi döviz piyasalarının sağlıklı çalışması ve temel hedef olan fiyat istikrarının ön koşulu sayılan finansal istikrarın sağlanmasıdır. 2008 Eylül ayından itibaren uluslar arası piyasalarda yaşanan finansal panikle ortaya çıkan likidite sıkıntısı, birçok gelişmekte olan ülkede döviz sıkıntısının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Türkiye'de de 2008 yılı Eylül ayından, 2009 yılı Haziran ayına kadar ülkeye giriş yapan yabancı sermayede düşüş olduğu ve hatta çıkış olduğu görülmektedir. TCMB, güçlü döviz rezervi pozisyonları sayesinde, ülkede döviz sıkıntısı yaşanmaması için doğrudan ve dolaylı müdahalelerde bulunarak, döviz piyasalarının sağlıklı işlemesine çalışmıştır. Özellikle 2001 yılı öncesi dönemle ve birçok gelişmekte olan ülkeyle karşılaştırıldığında, Türk Lirasının değerinde çok fazla oynaklık yaşanmaması, TL'nin kriz boyunca dayanıklı bir performans sergilediğini göstermektedir. Döviz piyasası istikrarına yönelik alınan önlemler aşağıda belirtilmektedir (TCMB, 2009b)

- 2008 yılı Ekim ayında, ihalelerle kalıcı olarak döviz piyasasından çekilen döviz rezervlerinin sistemde kalması için döviz alım ihalelerine ara verilmiştir.
- Yine aynı toplantıda çıkan kararlarla, Merkez Bankası, döviz depo aracılık faaliyetlerine yeniden başlanmış, bankaların Döviz Depo Piyasaları'ndaki işlem yapabilme limitleri kademeli olarak artırılarak 10,8 milyar ABD dolarına yükseltilmiştir. Ayrıca, söz konusu borçlanma limitleri çerçevesinde bankaların alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 haftadan 1 aya uzatılırken, Merkez Bankası taraflı işlemler için yüzde 10 olan borçlanma faiz oranları da ABD doları için yüzde 7'ye, Euro için yüzde 9'a düşürülmüştür.
- Sağlıksız fiyat oluşumlarının gözlenmesi üzerine, 24 Ekim ve 27 Ekim 2008 tarihlerinde düzenlenen döviz satım ihaleleri ile toplam 100 milyon ABD doları satılmıştır.
- Yılın son para politikası kurulu toplantısının yapıldığı 5 Aralık 2008 tarihinde, yüzde 11 olan yabancı para zorunlu karşılık oranında iki puan indirim yapılarak bankacılık sistemine yaklaşık 2,5 milyar ABD doları ilave döviz likiditesi sağlanmıştır. Ayrıca, ihracat reeskont kredisi uygulamasına yönelik yeni düzenlemelerle ihracat reeskont kredisi limiti yükseltilmiş ve bu kredilere kullanım kolaylığı getirilmiştir.
- 20 Şubat 2009 tarihinde, Döviz Depo Piyasası'nda bankaların Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 aydan 3 aya uzatılmış ve buna paralel olarak bankaların söz konusu piyasada kendi aralarında gerçekleştirdikleri, karşılaştan işlemlerde daha önce 1 aya kadar olan vade 3 aya kadar uzatılmıştır.
- 20 Şubat 2009 tarihinde, Merkez Bankası taraflı işlemlerde borç verme faiz oranı ABD doları için yüzde 7'den yüzde 5,5'e, Euro için yüzde 9'dan yüzde 6,5'e düşürülmüştür.

- 10 Mart- 3 Nisan 2009'da döviz fiyatlarında gerçekleştiği düşünülen sağlıksız fiyatlama nedeniyle 0,9 milyar dolarlık bir döviz satımı gerçekleşmiştir.
- 20 Mart ve 17 Nisan 2009 tarihlerinde, ihracat reeskont kredisi kullanımının yaygınlaştırılmasına yönelik olarak, daha fazla sayıda firmanın ihracat reeskont kredisinden yararlandırılmasını sağlayacak düzenlemeler yapılmış, kredi limitleri yükseltilmiştir.
- 4 Ağustos 2009'dan itibaren, küresel ekonomiye ilişkin olumlu beklentilere bağlı olarak, likidite ve risk iştahının tekrar güçlenmesi ve döviz piyasasının görece bir istikrara kavuşması üzerine döviz alım ihalelerine tekrar başlanmıştır.

2009 yılında, TCMB'nin temel amacı olan fiyat istikrarında bir problem yaşanmadığı görülmektedir. Yılın ilk yarısında, küresel iktisadi faaliyetlerdeki daralmayla birlikte, uluslar arası emtia fiyatlarındaki düşme, mali teşvik kapsamında uygulanan vergi indirimlerinin etkisiyle, enflasyon belirgin şekilde düşmektedir. Yılsonuna doğru, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yükselmelerin etkisiyle bir yükselme görülsede, yılsonu itibarıyla %6,53 oranında bir enflasyon gerçekleşmiştir. Bu, enflasyon hedefi olan %7,5'un belirsizlik sınırları içinde yer aldığı için TCMB'nin enflasyon hedefini tutturduğunu söyleyebiliriz (TCMB, 2010a: 25).

Son olarak, finansal krizin en şiddetli olduğu bu dönemde, diğer ülkelerin uyguladığı para politikalarına bakarsak; gelişmiş ülkeler, faiz oranları minimum noktalara indiği için geleneksel olmayan para politikası araçları kullanarak parasal genişlemeyi sürdürmüşlerdir. Gelişmekte olan ülkeler ise mevcut düşük faiz politikasını sürdürürken, tıpkı Türkiye'de olduğu gibi döviz sıkıntısına yönelik önlemler almışlardır (TCMB, 2010a: 29).

Gelişmiş ülkelerin 2010 yılı para politikası uygulamalarına bakarsak, para politikasının faiz oranından çok niceliksel yöntemler kullanılarak oluşturulduğu gözlenmektedir. Gelişmiş ülke merkez bankaları, riskli hisse senetlerinin alınması veya doğrudan kurtarma paketleri sunulması gibi

niceliksel genişlemelerle likidite artırımına giderek, piyasaların içinde bulunduğu durgunluktan çıkmasına çalışmaktadır. Gelişmiş ülkelerde artan likidite, gelişmekte olan ülkelerin görece olarak yüksek seyreden faiz oranları ve olumlu büyüme performansları ile birleştiğinde, bu ülkelere yönelen sermaye akımlarının hızlanmasına yol açmıştır (TCMB, 2011a: 32) Gelişmekte olan ülkeler bu gelişme karşısında, para politikası duruşunu sıkılaştırmıştır. Ancak bunu faiz oranlarında artışa gitmekten ziyade, zorunlu karşılık oranları, rezerv biriktirme, sermaye kontrolleri gibi faiz dışı araçların aktif olarak kullanılması yoluyla gerçekleştirmişlerdir.

2010 yılının ilk aylarında, Türkiye’de de diğer gelişmekte olan ülkelere paralel gelişmeler yaşanmıştır. Bu dönemde, ekonomik olarak olumlu seyreden havanın yanında, kredi derecelendirme kuruluşlarından gelen not artırımları, siyasi istikrar ve hükümetin mali disipline dair gösterdiği olumlu performans gibi Türkiye ekonomisine özgü olumlu koşullar, gelişmekte olan ülkelere akan yabancı sermayenin Türkiye’de daha belirgin hissedilmesine neden olmuştur.

Yukarıda sermaye girişlerinin görüldüğü şekil 29’da, 2010 yılı Şubat ayından itibaren, yabancı sermaye girişinde büyük bir artış olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, kredi hacmindeki artışında devam ettiği görülmektedir. Bunlara paralel olarak ekonomik göstergelerdeki olumlu seyrinde devam etmesi, TCMB’de, 2008 Eylül ayından itibaren finansal krize karşı uygulamaya konulan para politikası hamlelerine son verilmesi kanaatinin oluşmasına neden olmuştur. Bu amaçla, 14 Nisan 2010 yılında açıklanan Merkez Bankası çıkış stratejisinde, finansal kriz sürecinde uygulanan para politikasının normalleşmesi süreci açıklanmaktadır. Bu planda, kriz sürecinde uygulanan para politikalarının bu dönemden sonra kademeli olarak sona erdirilmesi amaçlandığı için, bu tarihten 2012 yılına kadar uygulanan para politikasını, finansal kriz sonrası uygulanan para politikası başlığı altında değerlendirmeyi uygun bulmaktayız.

2010 yılının ikinci yarısı yaklaşırken, uluslar arası likiditenin bollaşması ve gelişmekte olan ülkelere ait ekonomik göstergelerde yaşanan toparlanma, bu ülkeler açısından çıkış stratejilerinin oluşturulmasına neden olmuştur.

TCMB, 16 Nisan 2010 tarihinde yayınladığı çıkış stratejisinin temel amacını, küresel kriz sırasında alınan önlemleri geri alma ve para politikalarını normalleştirme operasyonları şeklinde özetlemiştir. Bununla birlikte bu süreçte, öncelikle doğrudan kriz yönetimi kapsamında devreye sokulan tedbirlerin geri alınacağı vurgulanarak, bütün dünyada olduğu gibi ülkemizde de çıkış stratejisinin temkinli, zamana yayılan ve finansal istikrarı gözeten bir nitelikte gerçekleşeceği ifade edilmektedir (TCMB, 2010c: 11).

Çıkış stratejisinin açıklanmasının hemen ardından, teknik faiz ayarlaması sürecinin ilk adımı atılarak 1-hafta vadeli repo ihale faiz oranlarının politika faiz oranı olarak belirlenmesine karar verilmiştir. Gelişmiş ülkelerde 2008 yılından beri artarak devam eden likidite genişlemesiyle birlikte Türkiye'nin sahip olduğu olumlu koşulların, ülkeye giriş yapan yabancı sermaye girişini artırması, ülkenin başta cari açık olmak üzere makro finansal risklerinin artmasına neden olmuştur. Buna ek olarak Türkiye bankacılık sektörü, birçok ülkeye kıyasla daha sağlam bir bilanço yapısına sahip bulunmasına rağmen, bankaların yurt içinden ve dışından sağladıkları fonların ortalama vadesi aktiflerinin vadesine kıyasla oldukça kısadır. Bu bağlamda, TCMB öncelikle bankacılık sisteminin pasif vadesinin uzatılmasına dair tedbirlerin alınması gerektiğini savunmuştur (TCMB, 2009b: 5). TCMB, bu riskler karşısında özetle; daha düşük bir politika faiz oranı, daha geniş bir faiz koridoru ve daha yüksek zorunlu karşılık oranlarından oluşan yeni bir politika bileşimini uygulamaya konulacağını belirtmiştir (TCMB, 2011a: 43).

2010 yılı sonuna kadar, TCMB çıkış stratejisine uygun olarak, döviz ve likidite yönetimine dair aşağıdaki para politikası kararları alınmıştır.

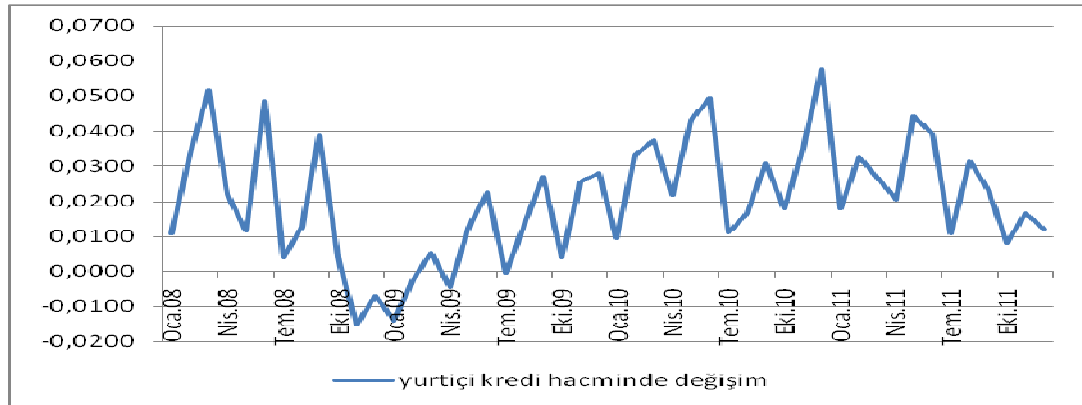
- Yabancı sermaye girişindeki artışa bağlı olarak, ülkede kredi piyasaları üzerindeki genişlemenin sınırlanması amacıyla, yabancı para zorunlu karşılık oranı Nisan, Temmuz ve Eylül aylarında yapılan düzenlemelerle toplamda 2 puan artırılarak yüzde 11 düzeyine yükseltilmiştir.
- Diğer gelişmekte olan ülkelerle birlikte, Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin daha istikrarlı bir şekilde güçlenmesi ve

rezerv birikiminin hızlandırılması amacıyla, günlük döviz alım ihale tutarları yıl içinde artırılmıştır. Ekim ayında ise daha esnek bir döviz alım ihale yönteminin benimsenerek, döviz rezervlerinin artırılmasına yönelik döviz alımları kolaylaştırılmıştır. Bu kararlar birlikte, 2010 yılında piyasadan alınan döviz miktarı yılsonu itibarıyla 14,1 milyar ABD dolarına ulaşmıştır.¹³

- Bankacılık sisteminde, yükümlülüklerin vadesinin uzatılması ve yabancı sermaye girişlerinin daha uzun vadeye yönlendirilmesi amacıyla yönelik olarak, Türk lirası zorunlu karşılık oranları vadelere göre farklılaştırılmış, daha önce zorunlu karşılığa tabi olmayan yurt içi ve yurt dışı repo işlemlerinden sağlanan bazı fonlar da zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır.
- Kasım ayında, sermaye girişlerinin vadesinin uzatılmasına yönelik olarak, ihtiyaç duyulduğunda kısa vadeli faiz oranlarında dalgalanmaya imkân sağlamak amacıyla, politika faizini indirip gecelik borçlanma ve borç verme faiz oranları arasındaki koridor genişletilmiştir.
- Kredi genişlemesinin artarak devam etmesi sonucu, Türk lirası zorunlu karşılık oranları Eylül ve Kasım aylarında 0,50'şer puan artırılarak yüzde 6 düzeyine yükseltilmiş ve Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiştir.
- 15 Ekim 2010 tarihinden itibaren, Merkez Bankası'nın Döviz Depo Piyasası'ndaki aracılık işlemlerine son verilmiştir. Bununla birlikte, bankaların kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde Merkez Bankası'ndan alacakları döviz depo işlemlerinin vadesi 3 aydan 1 haftaya indirilmiştir (TCMB, 2010c:17).

2010 yılında, TCMB'nin para politikasının temel hedefi olan fiyat istikrarı dışında odaklandığı temel hedeflerin başında, Türkiye'ye giriş yapan yabancı sermayenin vadesinin uzatılması, likidite bolluğu nedeniyle yüksek

boyutlarda olan kredi artışının sınırlandırılması ve ülke ekonomisinin içine sürüklendiği makro finansal risklerden(cari açık) uzaklaşılması gelmektedir. Cari açık ve yabancı sermayenin vadesine yönelik politikalarının etkisi, bu kadar kısa sürede gerçekleşmeyeceği tahmin edildiği için bu göstergelerin seyri daha sonraki dönemler için izlenmelidir. Bununla birlikte, kredi hacminin daraltılmasına yönelik politikalar 2009 yılında başlanıldığı için politikaların etkisi gözlemlenebilecektir. Yukarıda yer alan şekil 31'de yurt içi kredi hacminin 2010-11 yıllarında nasıl bir seyir izlediğini göstermektedir. Buna göre 2010 yılının ilk yarısında kredi hacmindeki aylık artış hızı %5'lere ulaşsa da, Temmuz ayından itibaren birkaç ay boyunca %1'ler seviyesine düşmektedir. Ancak, yılsonuna doğru bu oranının daha yukarılara çıkması, merkez bankasıyla birlikte diğer kurumların daha sıkı önlemler almasını beraberinde getirmiştir. Aşağıda TÜFE artış hızının görüldüğü grafiğe bakılırsa; 2010 yılının ilk aylarında düşük seyreden fiyat artışı, yılın ikinci yarısında belirgin bir artış göstermektedir. Bu durum küresel ekonominin toparlanmaya devam etmesine bağlı olarak enerji fiyatlarında ve sert hava koşullarına bağlı olarak gıda fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmıştır. 2010 yılsonuna gelindiğinde, enflasyon %6,4 ile yılsonu için belirlenmiş yüzde 6,5 hedefine oldukça yakın ve belirsizlik aralığının içinde gerçekleşmiştir.

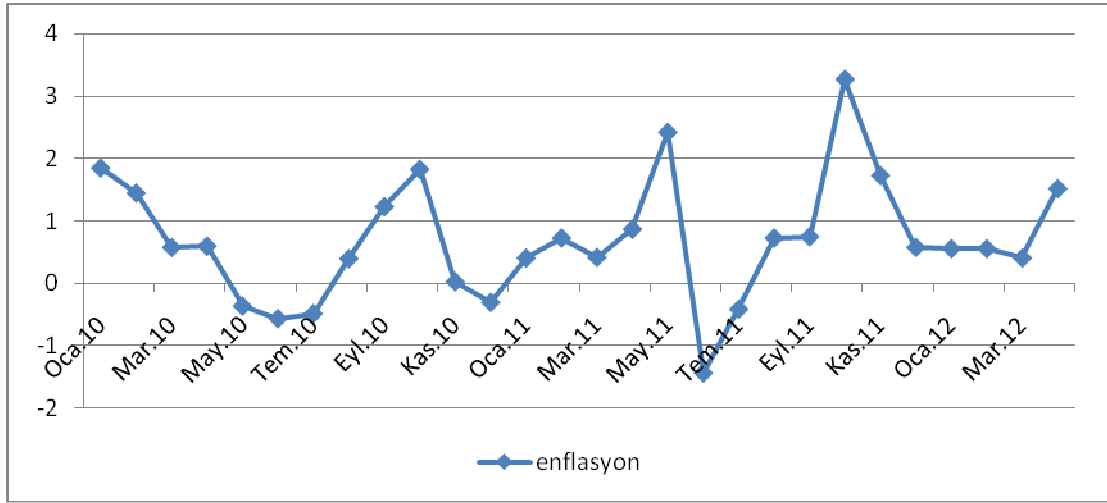


Şekil 32. Yurtiçi Kredi Hacmindeki Değişim (2010-2011)

Kaynak: TCMB Data, 2012.

TCMB çıkış stratejisinin yayınlanmasıyla birlikte, 2010 Kasım ayında uygulanmaya başlanan para politikası 2011 Ağustos ayına kadar nitelik değiştirmeden devam etmiştir. Bu dönemde, özellikle cari açığa büyük bir

artışın ortaya çıkması ve cari açığın temel finansman kaynaklarının kısa vadeli olması, TCMB'nin hassasiyetle üzerinde durduğu bir konu olmuştur. Bu dönemde uygulanan politikalar, bir yandan kısa vadeli sermaye akımlarının sınırlanması ve döviz kurundaki aşırı değerlenmenin önlenmesini hedeflerken, diğer yandan da yurt içinde krediler ve talebin daha kontrollü biçimde büyümesinin sağlanması ile iç ve dış talep arasındaki ayrışmanın dengelenmesine odaklanmıştır (TCMB, 2012a: 46).



Şekil 33. Enflasyondaki Aylık Değişim (2010-2011)

Kaynak: TCMB Data, 2012.

TCMB'nin 2011 yılının Ağustos ayına kadar uyguladığı politikaların ayrıntısı ise şöyledir.

- Yabancı sermaye girişinin yurtiçi ekonomik göstergelerle dengeli seyretmesi için, politika faizi olan bir hafta vadeli repo faizi oranı 2010 yılı Aralık ve 2011 Ocak aylarında alınan kararlarla yüzde 7'den yüzde 6,25'e düşürülmüştür. Bunun yanında yabancı sermaye girişlerinde vadenin uzatılması amacına yönelik olarak, aynı dönemde gecelik borçlanma faizi de düşürülerek faiz koridoru genişletilmiştir. Böylelikle, gecelik piyasada oluşan faiz oranlarının politika faiz oranından daha düşük seviyede oluşmasına izin verilerek gecelik piyasa faizlerinde aşağı yönlü oynaklığın artırılması ve kısa vadeli

sermaye girişlerinin azaltılması hedeflenmiştir(TCMB, 2012a: 47).

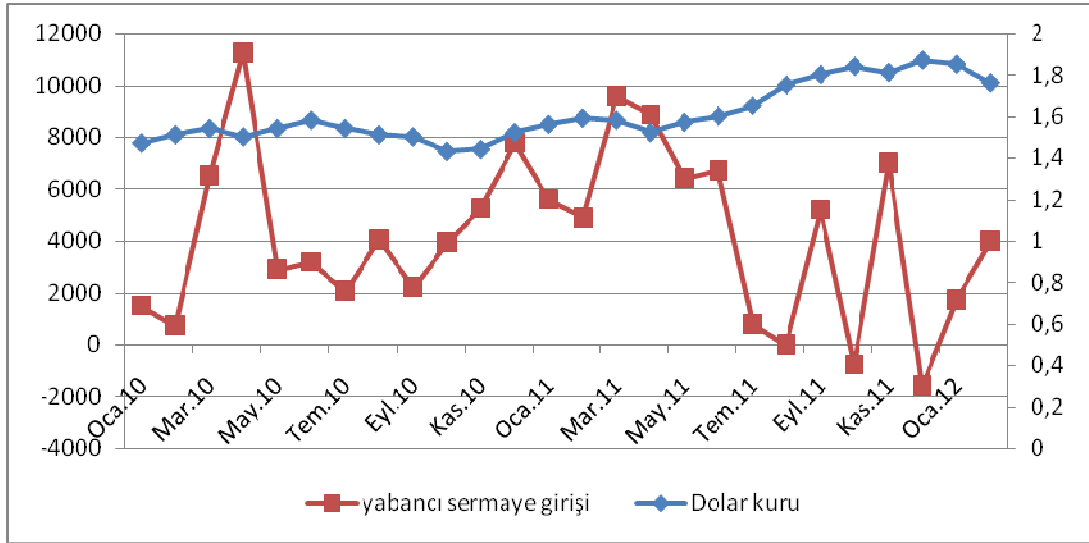
- 2011 yılı ilk çeyreğinde, petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki hızlı artışların sürmesi enflasyon üzerindeki yukarı yönlü riskleri artırmış, bu doğrultuda TCMB ikincil etkileri sınırlamak amacıyla ek parasal sıkılaştırmanın gerekli olduğunu öngörmüştür. Politika faiz oranının, daha önce yabancı sermaye girişindeki düzenlemeler amacıyla düşürülmesi, fiyat istikrarında başka bir para politikası aracının kullanılmasını gerekli kılmıştır. Bu amaçla, kısa vadede zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalaması, 2011 yılı Ocak, Mart ve Nisan aylarında kademeli olarak artırılmıştır.
- Nisan ayında, yabancı para zorunlu karşılık oranlarında vadeye göre farklılaştırmaya gidilerek, Türk lirası kısa vadeli zorunlu karşılık oranları sınırlı oranda artırılmıştır. Böylece ülkeye giriş yapan yabancı sermayenin vadesinin uzatılmasına yönelik önlemlere devam edilmiştir.
- Alınan önlemlerin etkilerinin görülmesiyle birlikte, iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlama ve küresel ekonomideki belirsizlikler göz önünde bulundurularak Mayıs-Temmuz döneminde politika faizi ve Türk lirası zorunlu karşılık oranlarında değişikliğe gidilmemiştir.
- 2011 yılında yabancı sermaye girişlerindeki artışların devam etmesi, düzenli döviz alım ihaleleri politikasının devam etmesine neden olmuştur. Bu politika, kısa vadeli sermaye akımlarının mümkün olduğunca TCMB rezervlerinin güçlendirilmesi amacıyla kullanılmasını sağlamıştır. Bununla birlikte, Mayıs ve Haziran aylarından itibaren bazı Avrupa ülkelerinde kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair endişelerin artması, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının azalmasına yol açmıştır. TCMB bu duruma, önce Mayıs-Haziran aylarında günlük döviz ihalelerinde alımı yapılacak

tutarda indirime giderek, sonrasında ise 25 Temmuz 2011'de döviz alım ihalelerine ara vererek müdahale etmiştir.

2011 yılı Ağustos ayından itibaren küresel büyümeye ve bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorununa ilişkin endişelerin derinleştiği görülmektedir. Aynı dönemde, gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışlarının da hızlanması üzerine, Merkez Bankası, uyguladığı politikalarda değişikliğe gitmiştir. Bu değişiklikler genel anlamda, piyasalarda ortaya çıkan döviz sıkıntısının, finansal istikrarda yaratacağı tahribata karşı alınmıştır. Bu değişiklikler aşağıda belirtilmektedir.

- 4 Ağustos 2011'de acil toplanan Para Politikası Kurulu, yılın ilk yarısında yavaşlatılmaya çalışan ekonominin, küresel belirsizlik nedeniyle iyice yavaşlamasından endişe ederek, politika faiz oranlarını %6,25'den %5,75'e indirmiştir. Buna ek olarak, riskli ortamın ekonomi üzerindeki olumsuz etkinin daha da artması durumunda, dengeleyici tedbirlerin etkili olabilmesi amacıyla, gecelik borçlanma faizi %1,5'dan %5'e yükseltilerek faiz koridoru daraltılmış ve haftalık repo ihale yönteminde teknik bir düzenlemeye gidilmiştir. Bu tarihten itibaren, Merkez Bankası'nın gerek gördüğü günlerde, döviz satım ihaleleri yoluyla piyasaya döviz likiditesi sağlayacağı yönünde kararına ek olarak, yabancı para zorunlu karşılık oranlarında indirime gidilmiştir.
- 9 Ağustos 2011 tarihinden geçerli olmak üzere, TCMB, Döviz ve Efektif Piyasaları döviz depo piyasasında, taraflı işlemlerde borç verme faiz oranını ABD doları için yüzde 5,5'ten yüzde 4,5'e, Euro için yüzde 6,5'ten yüzde 5,5'e düşürmüştür.
- 5 Ekim 2011 tarihinde, döviz kurlarında iktisadi temellerden kopuk aşırı oynaklık ve düzensiz hareketler gözlenmeye başladığı gerekçesiyle, döviz satım ihaleleri yoluyla piyasaya gerekli görülen günlerde yüksek miktarda döviz likiditesi sağlanmaya başlanılmıştır.

- 18 Ekim 2011 tarihinde, piyasa derinliğinin kaybolmasına bağlı olarak oluşan spekülâtif davranışlar sonucunda, kurlarda sağlıksız fiyat oluşumları gözlemlendiğinden piyasaya satım yönünde doğrudan müdahaleler yapılmaya başlanmıştır.
- Ağustos ayından itibaren, Türk Lirasında yaşanan değer kaybı kısa vadede enflasyon hedefinin tutturulamayacağı yönündeki beklentileri artırmıştır. Bu nedenle Ekim ayı sonunda, borç verme faizleri önemli ölçüde artırılarak faiz koridoru yukarı doğru genişletilmiştir. Bu çerçevede, TCMB, piyasaya yapılan fonlamayı ayarlayarak para piyasasındaki gecelik faiz oranlarının politika faizinden daha yüksekte oluşmasına izin vermiştir. Diğer taraftan, gecelik faiz oranlarındaki artışın likidite koşullarında arzu edilmeyen bir sıkılaşmaya yol açmaması için de Türk lirası zorunlu karşılık oranları Ekim ayında düşürülmüştür.
- Kasım 2011 tarihinden itibaren, Merkez Bankası, döviz likiditesinin akışkanlığının artırılmasına katkıda bulunmak amacıyla, Döviz ve Efektif Piyasaları döviz depo piyasasındaki aracılık faaliyetlerine yeniden başlamıştır.
- 27 Aralık 2012 tarihinden itibaren, bankaların Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo Piyasası'nda kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde, Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 haftadan 1 aya yükseltilmiştir.



Şekil 34. Yabancı Sermaye Girişi ve Dolar Kurundaki Değişim (2010-2011)

Kaynak: TCMB Data, 2012.

Son olarak, 2011 yılında uygulanan para politikasının ortaya çıkardığı sonuçlara bakacağız. 2011 yılının ilk yarısında Orta Doğu-Kuzey Afrika Bölgesi'ndeki siyasi sorunlar neticesinde, emtia fiyatları, enerji fiyatları kaynaklı olmak üzere, önemli artışlar göstermiştir. Ancak, Çin kaynaklı hammadde ve enerji talebinin, bu ülkenin enflasyonist baskıları azaltmak için uyguladığı politikalar neticesinde düşmesi dünya emtia fiyatlarındaki değişimde daha baskın olmuştur. Küresel fiyatlarda yaşanan bu değişim, Türkiye'de de etkili olmuş ve yılın ilk yarısında nispeten daha düşük fiyatlar ortaya çıkmıştır. Yılın ikinci yarısına bakarsak, Türk lirasında gözlenen belirgin değer kaybı, özellikle temel mal fiyatlarına yansiyarak, tüketici enflasyonunda artışa neden olmuştur. Buna ek olarak, yılın son çeyreğinde enerji fiyat ayarlamaları ve ÖTV oranlarındaki yükseliş neticesinde, yılsonunda yıllık tüketici enflasyonu önceki yıla kıyasla 4 puanlık bir artışla yüzde 10,45 olarak gerçekleşmiştir. Bu belirlenen hedefin belirgin şekilde üstünde gerçekleşmesi demektir.

TCMB'nin 2010 yılı ikinci yarısından itibaren, yurtiçi kredi hacmini daraltmaya yönelik uyguladığı politikalar, yılın ilk yarısında etkisini tam olarak göstermese de, Haziran ayına gelindiğinde bu amaca ulaşıldığı belirgin şekilde görülmektedir. Bu durumda, BDDK'nın taşıt ve konut kredileri

haricinde kalan diğer tüketici kredilerine yönelik olarak aldığı tedbirlerin katkısı unutulmaması gereken bir noktadır. Yılsonuna doğru, özellikle Ekim ayında faiz koridorunun genişletilmesi ve likidite koşullarının sıkılaştırılmasının kredi faizleri üzerinde son derece etkili olduğu görülmektedir.

2011 yılında, döviz kuru, Avrupa'da ortaya çıkan panik havasının etkilerinin, yabancı sermayede azalış şeklinde ortaya çıkardığı etkilerin gerçekleştiği Ağustos ayına kadar belirli bir aralıkta seyretmiştir. Ancak bu tarihten sonra, yabancı sermaye girişindeki düşmeyle birlikte artışa geçen döviz kuru, TCMB'nin yaptığı müdahalelerle yükselse de, çok fazla dalgalanma göstermemiştir (TCMB, 2010b)

4. 2. 2008 Finansal Krizi Döneminde Uygulanan Politikalarla İlgili Genel Değerlendirmeler

2008 yılı Eylül ayından itibaren, gelişmiş ülke ekonomilerinde var olan panik havası, gelişmekte olan ülke ekonomilerine de yansımıştır. Bu tarihten sonra, gelişmekte olan ülkeler de ekonomik durgunluk riskiyle karşı karşıya kalmıştır. Ancak teorik olarak para politikasının anlatıldığı bölümde ifade edilen, para politikası amaçlarından fiyat istikrarı ve ekonomik büyüme arasındaki ters ilişki, gelişmekte olan ülkelerin Merkez bankalarının uygulanacak politikalar noktasında tereddütte kalmasına neden olmuştur. 2008 finansal krizinden kaynaklanan durgunlukla birlikte, diğer ekonomi politikalarının desteklenmesi için faiz oranlarının düşürülmesi gerekirken, fiyat istikrarının devamı için faiz oranlarının yükseltilmesi ya da doğru bir ifade ile aynı seviyede seyretmesi gerekmektedir. Ekonomik durgunluk ve enflasyon ikileminde gerçekleşen, politika kararsızlıkları, finansal paniğin doruk noktaya ulaştığı 2008 Eylül ayından itibaren Merkez bankalarının krize müdahale noktasında kararsız kalmalarına ve dolayısıyla gecikmelere neden olmuştur (BIS, 2008: 60).

Faiz oranlarındaki düşmenin, fiyat istikrarına olan olumsuz etkilerinin yanında, birçok gelişmekte olan ülke ekonomisinde olduğu gibi, Türkiye ekonomisi içinde büyük öneme sahip olan yabancı sermaye girişleri açısından da olumsuzluk oluşturma riski bulunmaktadır. Nitekim yabancı

sermaye girişlerinde karşılaşılabilecek bir azalma, para birimlerinde yaratacağı düşme ile hem enflasyon üzerinde hem de ülke içi likiditenin düşmesine bağlı olarak finansal sistem üzerinde olumsuz etkiler doğurabilecektir (Gülşen ve diğerleri, 2010: 2). Buna karşın kısa vadeli sermaye hareketlerindeki aşırı yükselme de, cari açık rakamlarını artırmaktadır. Zira Türkiye cari açığa bağlı olarak büyüyen bir ülke olduğu için, kısa vadeli sermaye girişlerindeki artış cari açığı artırmaktadır. Bu nedenle yabancı sermaye girişine karşın dengeli bir politika izlenmesi gerekmektedir.

Bütün bu kararsızlığa rağmen, o dönemki TCMB Başkanı yaptığı açıklamalarda; enflasyona ilişkin kaygıların azalmasının, TCMB'nin fiyat istikrarını sağlama temel amacıyla çelişmeksizin, finansal krizin Türkiye ekonomisi üzerinde yaratabileceği muhtemel olumsuzlukları sınırlamaya odaklanmasına ve bu çerçevede gerekli politikaları uygulamasına imkân sağladığını belirtmektedir. Mevcut zayıf talep koşulları altında, finansman koşullarının sıkılaşması, ithalat fiyatlarının düşüş eğilimi göstermesi, Türkiye'deki finansal sistemin görece olarak sağlam olması, enflasyon beklentilerinin iyileşmesi gibi faktörler, TCMB'nin kontrollü ancak oldukça hızlı bir faiz indirim sürecine girmesine neden olmuştur (Yılmaz, 2009: 4). Bu dönemde, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası(TCMB), gelişmekte olan ülkeler içinde faiz indirimlerine en erken başlayan merkez bankaları arasında yer alarak öncü bir rol üstlenmekle kalmamış, aynı zamanda 2008 Eylül ve 2009 Kasım ayları arasında politika faizini toplam 1025 baz puan indirerek en yüksek miktarda faiz indirimine giden merkez bankası olmuştur (Gülşen ve diğerleri, 2010: 3). Bu durum, TCMB'nin sahip olduğu olumlu ekonomik yapının da teşviğiyle, finansal kriz sürecinde ekonomik gelişmelere dair hızlı ve doğru öngörülerde bulunduğunu göstermektedir.

2008 yılında uygulanmaya başlanan faiz indirimleriyle birlikte, hane halkı bilançolarının ve bankacılık sisteminin sağlam yapısı, iç talepteki hızlı artışa destek olmuş ve Türkiye ekonomisi 2009 ortasından itibaren güçlü bir toparlanma sürecine girmiştir. Takip eden dönemde ise, gelişmiş ülkelerdeki likidite genişlemesine bağlı olarak artan sermaye girişleri iç taleple dış talep arasındaki ayrışmayı belirginleştirerek yeni politika güçlüklerini gündeme

getirmiştir. Kısa vadeli sermaye akımları ve döviz kurlarında yaşanan değerlenme ile birlikte hızla artan cari açık, yeni bir para politikası yaklaşımını gerekli kılmıştır. Bu durum “*merkez bankaları fiyat istikrarı görevlerine ilave olarak veya onun yerine kaim olmak üzere finansal istikrara daha fazla mı önem vermeli*” şeklinde itiraz ve eleştirilerin ortaya çıkmasına neden olmuştur (Yılmaz, 2011a: 1). Bu durum krizden çıkış stratejisinde, birbirini tamamlayan, fiyat istikrarı ile finansal istikrarı bir arada sağlayacak, politika araçlarını tanımlamak ve bu yönde politikalar gerçekleştirecek bir çerçeve oluşturulmasının gerekli olduğu şeklinde algılanmıştır (TCMB, 2010c). Bunun yanında, Türk Lirası için nihai kredi mercii olan ve Türk Lirası likidite yönetimi konusunda geniş esnekliklere sahip bulunan Merkez Bankası’nın, diğer para birimleri için nihai kredi mercii olmasının söz konusu olmadığını, bu nedenle, finansal sistemin bütün unsurlarının sistemin devamlılığı için döviz likiditesinin yönetiminde hassas ve temkinli olmak zorunda olduğu belirtilmiştir (TCMB, 2010c). TCMB finansal istikrarın, fiyat istikrarına alternatif olmadan, onu tamamlayan bir unsur olarak, TCMB objektif fonksiyonunda yerini alacağını üstüne vurgulayarak belirtmiştir (Yılmaz, 2009: 8).

TCMB’nin kriz sonrasında fiyat istikrarını ve finansal istikrarı gözetken yeni politikasında, bir takım yeni politika araçları kullanmaya başlamıştır. Hali hazırda kullanılan kısa vadeli politika faizi, ekonominin tümünü etkileyebilen politika aracı olması nedeniyle, her iki hedefe aynı anda ulaşmak için istenmeyen sonuçlar doğurabilmektedir. Bu olumsuzluğu gidermek için gelişmiş ülkelerde kullanılan politika araçları; finansal aktiviteyi doğrudan etkileyen, sermaye yeterlilik rasyosu, karşılık oranları, kredi-değer oranı gibi makro ihtiyati(makro prudential) tedbirler ile vergi düzenlemeleri şeklinde sıralanmaktadır (Yılmaz, 2011a: 4). Finansal krizden sonra Türkiye’nin kullanmaya başladığı politika araçları ise, zorunlu karşılıklar ve bunlara faiz uygulanmaması, döviz piyasası işlemleri ve politika faizi aralığı teknikleridir (Başçı, 2011: 4).

2008 Finansal krizinde, Türkiye ekonomisi finansal sistemi, herhangi bir kurtarma paketine ihtiyaç duymayan nadir ülkelerden biri olmuştur. Bu,

yaşanan 2001 ekonomik krizinin verdiği deneyim ve sonrasında taviz vermeden uygulanan düzenleme politikalarının bir ürünüdür (Yılmaz, 2010: 1). Türkiye ekonomisinde, 2001 ekonomik krizinden sonra, finansal sisteme dair üç temel politika uygulanmıştır. Bunlardan ilki mali disiplindir. Türkiye ekonomisi, 2001 yılından sonra bütçe uygulamalarından taviz vermemeye başlamıştır. Özellikle 1990-2000 yılları arasında verilen bütçe açıklarının olumsuz etkileri düşünüldüğünde, Türkiye'nin yakaladığı yüksek büyüme oranlarından kaynaklanan ek kamu gelirin önemli bir kısmının kamu borcunun azaltılmasında kullanılıyor olması, gerek fiyat istikrarının gerekse finansal istikrarın korunabilmesi açısından son derece önemlidir. Son dönemde özellikle Avrupa'daki çevre ülkelerin kamu borç dinamiklerindeki bozulma ekonomi politikalarının devamlılığı açısından mali disiplinin önemi bir kez daha ortaya koymaktadır. İkinci önemli politika, merkez bankasının bağımsızlığının sağlanmasıdır. Bu konuda 2001 yılında yürürlüğe giren TCMB kanunuyla birlikte, temel hedef fiyat istikrarı olarak belirlenirken, bu hedefe ulaşırken her türlü politika uygulamasında, siyasi irade karşısında özgür bırakılmıştır. Bu politikalardan üçüncüsü ise, bankacılık sisteminde gerçekleştirilen yapısal reformlardır. Kamu maliyesine getirdiği ağır yük pahasına, bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması ve gerçekleştirilen düzenleyici ve denetleyici reformlar, riskin az olduğu, sağlam bir bankacılık sektörü oluşmasını sağlamıştır (Yılmaz, 2009: 6).

Finansal kriz sürecinde uygulanan para politikasına dair literatüre baktığımızda, sınırlı sayıda çalışmanın olduğu görülmektedir. Bunlardan Habermeir vd,(2009), serbest döviz kuru uygulayan ülkelerin daha başarılı olduğunu belirterek, enflasyon hedeflemesi stratejisinin, enflasyon beklentileri yoluyla ekonomideki aşırı dalgalanmaları sınırladığını öne sürmektedir. Alp vd. (2011a-2011b), Güney Kore ve Türkiye için yaptıkları çalışmalarda yine aynı bulgulara ulaşarak, enflasyon hedeflemesi stratejisi ve serbest döviz kurunun kriz karşısında şiddetli bir durgunluğu önlediğini ifade etmektedirler. Çınar (2010), Türkiye için yaptığı çalışmada, TCMB'nin, 2006 yılı başından itibaren oluşan kredi genişlemesi karşısında, yüksek büyüme rakamlarını sınırlama pahasına da olsa, başlattığı parasal sıkılaştırma süreciyle riskli kâğıtlardaki büyümenin sınırlandırılması ve bu politikaların 2007 yılının son

çeyreğine kadar kararlılıkla devam ettirilmesi konusunda, uygulanan temkinli para politikasının başarısını ön plana çıkarmaktadır. Bununla birlikte bankacılık sektörünün sahip olduğu sağlam bilanço yapısı ve serbest kur uygulamasının da finansal krizin etkilerinin hafifletilmesinde önemli rol oynadığını belirtmektedir.

Biz, TCMB'nin 2008-11 yılları arasında uyguladığı politikaların başarısını, hedeflediği amaçlara ulaşıp ulaşmadığı noktasında değerlendirmekteyiz. TCMB'nin en temel hedefi fiyat istikrarı olmakla birlikte, finansal istikrar ve 2008 yılının sonundan itibaren 2010 yılına kadar yurtiçi kredi hacmini artırmak, sonrasında ise düşürmeyi hedeflemiştir.

TCMB'nin fiyat istikrarını sağlamadaki başarısının ölçülmesinde çeşitli yöntemler kullanılabilir. Bunlardan ilki, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasının bir sonucu olarak, hedeflenen enflasyon rakamlarına ulaşıp ulaşılmadığıdır. Aşağıda çizelge 15, 2008-11 yılları arasında hedeflenen enflasyon rakamları ve gerçekleşen enflasyon rakamları verilmektedir. Çizelgeye göre; 2008 ve 2011 yıllarında hedeflenen rakamlardan büyük sapmalar varken, 2009 ve 2010 yıllarında hedefin tutturulduğunu görmekteyiz.

Çizelge 15. Türkiye’de Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları (2008-2011)

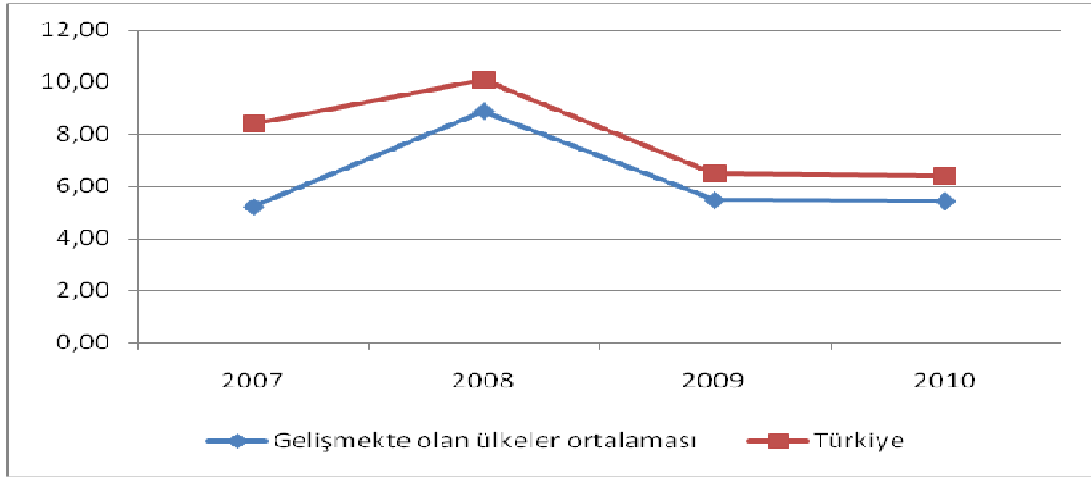
	2008	2009	2010	2011
Hedef(%)	4	7,5	6,5	5,5
Gerçekleşme(%)	10,1	6,5	6,4	10,45

Kaynak: TCMB Data, 2012.

Fiyat istikrarındaki başarıyı ölçmenin bir diğer yolu, finansal kriz boyunca elde edilen rakamları, Türkiye'nin geçmişte elde etmiş olduğu, enflasyon rakamları ile karşılaştırmaktır. Bu yöntemle göre, son on yıla kadar yüksek enflasyon dönemi yaşayan Türkiye ekonomisinde, finansal kriz döneminde TCMB'nin elde ettiği enflasyon rakamlarının başarılı olduğu söylenebilir.

Fiyat istikrarındaki başarıyı ölçmenin bir diğer yöntemi ise; Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde elde edilen enflasyon rakamlarını Türkiye'ye ait

enflasyon rakamlarıyla karşılaştırmaktır. Aşağıda yer alan şekil 35'te, büyüme süreçleri ve ekonomik yapıları bakımından Türkiye'yle benzerlik gösteren 15 gelişmekte olan ülke ve Türkiye'nin, 2007-10 yılları arasında sahip oldukları enflasyon rakamları yer almaktadır. TCMB'nin de 2007 yılı sonlarından itibaren vurgu yaptığı, Türkiye fiyat endeksleri içindeki, gıda ve ithal malların ağırlığı, Türkiye'nin enflasyon rakamlarının diğer gelişmekte olan ülkelerle gösterdiği paralellik sayesinde kanıtlanmaktadır. Bu durum, finansal kriz sürecinde uygulanan para politikasının fiyat istikrarı konusunda başarılı olduğunu söyleyebilmekle birlikte, bu başarı üzerinde uluslararası konjonktürde görülen olumlu gelişmelerin de etkili olduğunu söylememize neden olmaktadır.



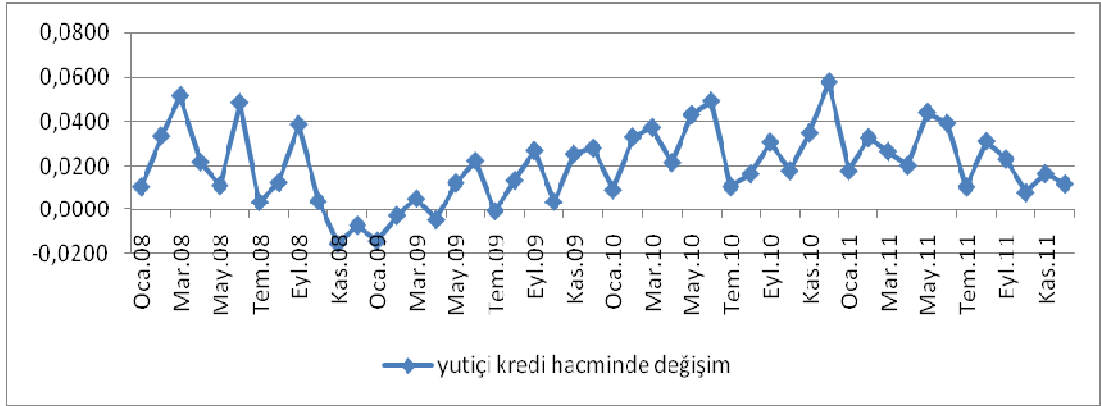
Şekil 35. Gelişmekte Olan Ülkeler³ ve Türkiye'de (2007-2010) Enflasyon Oranları

Kaynak: Worldbank Data, 2012.

TCMB'nin yurtiçi kredi hacmine dair hedeflerdeki başarısını aşağıdaki şekil 36'dan hareketle ortaya koymaya çalışacağız. Şekil 36'da, yurtiçi kredi hacmindeki değişim görülmektedir. Buna göre; 2008 finansal paniğinin etkisini göstermeye başladığı 2008 Eylül ayında, TCMB toplam talebi artırmak için, kredilerde artış sağlamak istemiştir. Uygulanan politikalarla bunun sağlandığı görülmektedir. Ancak, ekonomide cari açık problemi ve

³ İçerdiği Ülkeler Arjantin, Belarus, Brezilya, Çin, Hindistan, Endonezya, Güney Kore, Malezya, Meksika, Filipinler, Polonya, Rusya, Singapur, Tayland, Ukrayna

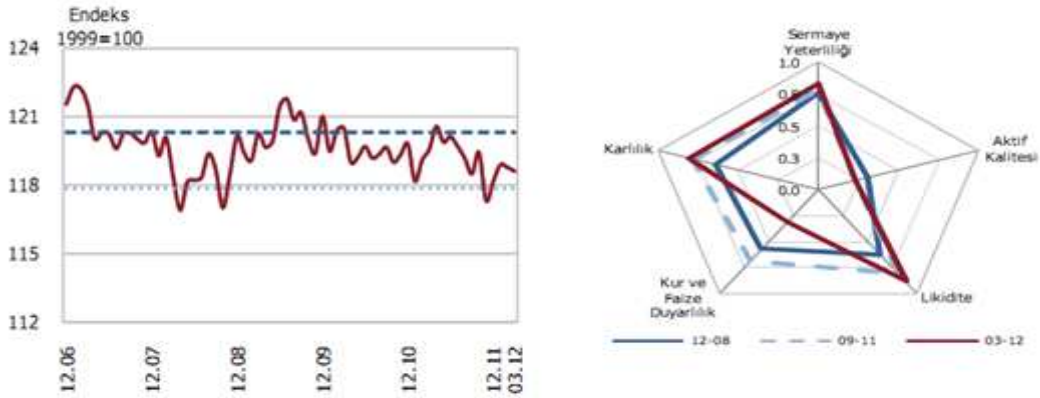
ekonomide aşırı ısınmanın ortaya çıkmasıyla birlikte, kredilerdeki artış sınırlandırılmak istenmiştir. 2010 yılından itibaren bazı dönemlerde kredi artış oranları sınırlandırılmıştır. 2010 yılının ikinci yarısından itibaren, BDDK'nın da yaptığı düzenlemelerle kredi artış oranlarındaki azalmanın istikrarlı bir hale geldiği görülmektedir. Dolayısıyla, TCMB'nin kredi artışlarına yönelik politikalarda başarılı olduğunu söyleyebiliriz.



Şekil 36. Yurtiçi Kredi Hacmindeki Artış Oranları (2008-2011)

Kaynak: TCMB Data, 2012.

TCMB'nin finansal istikrar açısından başarısını, finansal sağlık endeksi ile değerlendirmeye çalışacağız. Aşağıda Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının yayımladığı finansal istikrar raporunda hesaplanmış olan finansal sağlık endeksi ve bankacılık sektörünün bazı göstergeler açısından değerlendirilmesi yer almaktadır. Finansal sağlık endeksinin yer aldığı grafikte endeks, 2004-2012 yılları ortalamasıyla karşılaştırılmaktadır. Finansal sağlık endeksi, 2008 yılının son çeyreğinden itibaren düşüşe geçse de daha sonra ortalamanın üzerine çıkmaktadır. Finansal sağlık endeksi sonraki dönemlerde düşüşe geçmesine rağmen 1999-2012 ortalaması olan 118'in üzerinde yer aldığı için finansal sektör 2000 yılı öncesine göre sağlam yapısını korumaktadır. Bankacılık sektörü makro gösteriminin yer aldığı sağdaki grafikte, bankacılık sektöründe 2008 yılına göre; sermaye yeterliliği, likidite ve karlılık açısından olumlu gelişmeler görülürken, aktif kalitesi ve kur-faize duyarlılık açısından gerileme görülmektedir.



Şekil 37. Finansal Sağlık Endeksi ve Bankacılık Sektörü Makro Gösterimi

Kaynak: TCMB, 2012b.

TCMB'nin uyguladığı para politikasının fiyat istikrarı ve yurtiçi kredi hacmi üzerindeki etkilerini açıkladıktan sonra, TCMB'nin finansal kriz sürecinde yaptığı incelemelerde, birkaç finansal gösterge üzerindeki gelişmelerde sağlanan başarıya da vurgu yaptığı görülmektedir. Bunlardan ilki, döviz kuru istikrarına yönelik politikaların, döviz kurundaki oynaklığı diğer gelişmekte olan ülkelere göre azalttığı şeklinde ifade edilmektedir (TCMB, 2012a). İkinci olarak, Türkiye ekonomisinin kredi derecelendirme kuruluşları tarafından sağlanan kredi notlarında sağladığı başarının, finansal sistemin sağlığını kanıtladığına dair bir gösterge olduğu şeklinde ifade edilmektedir. Üçüncü olarak ise; 2010 yılı sonundan itibaren, ülkeye giriş yapan yabancı sermayenin vadesini uzatmaya yönelik politikaların olumlu sonuç verdiği ve 2011 yılı sonuna doğru yabancı sermaye girişlerinin vadesinde uzamanın göze çarptığı ifade edilmektedir (TCMB, 2011b: 4).

5. SONUÇ VE ÖNERİLER

5.1. Sonuçlar

Ekonomik krizler tarihine baktığımızda, ekonomik koşullarda ortaya çıkan aksaklıkların bir sonucu olarak, yüzyıllar öncesinden günümüze kadar çeşitli ekonomik krizler yaşandığı görülmektedir. Ancak bu durum, 1980'li yıllardan itibaren oldukça sık rastlanan bir durum haline gelmiştir. Kriz teorilerinde, bunun temel sebebi, ülkelerin birbirleriyle olan ilişkilerin oldukça sıklaşması ve ülkelerin birbirine bağımlı hale gelmesi olarak görülmektedir. 1980'li yıllardan sonra uluslararası mal ve sermaye akımlarındaki artışla, ortaya çıkan ekonomik krizlerin sayısındaki artış arasındaki paralellik bu durumu kanıtlar niteliktedir.

1929 Büyük Buhranı, etkileri açısından tarihte karşılaşılmış en büyük ekonomik krizlerin başında gelmektedir. Bu krizin iktisat bilimi açısından bir başka önemi ise, maliye politikası ve para politikası uygulamalarının literatürde oldukça sık tartışılan konular haline gelmesidir. Öncesinde, “var olan ekonomik düzene müdahale edilmemesi durumunda ekonomide herhangi bir aksaklığın olmayacağı” şeklindeki görüş, 1929 yılına kadar ciddi ekonomik sıkıntılar yaşanmaması nedeniyle geçerliliğini sürdürüyordu. Bu tarihten günümüze kadar, para ve maliye politikalarıyla ilgili çeşitli uygulamalar ve görüşler ortaya çıkmıştır. 2008 finansal krizinde de, bütün ülkelerde hem maliye politikası hem para politikasına dair çeşitli uygulamalara rastlanılmıştır. Türkiye’de kriz karşısında çeşitli politikalar uygulanmıştır. Krizle birlikte uygulanmaya başlanan vergi indirimleri, transfer harcamaları şeklindeki maliye politikaları bunlar arasındadır. Bunlarla birlikte, Türkiye’de para politikası uygulayıcısı durumundaki TCMB, krize karşı önemli politikalar geliştirmiştir.

1980-2008 yılları arasındaki ekonomik krizler incelendiğinde, çoğunlukla gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıktığı ve finansal piyasalarda ortaya çıkan aksaklıklardan kaynaklandığı görülmektedir. Bu süreçte ortaya çıkan ekonomik krizler, gelişmekte olan ülkelerin küresel piyasalarda nispi

olarak daha küçük yer tutmasından dolayı, diğer ülkelerde çok büyük ve kalıcı sonuçlar doğurmamaktaydı. Ancak 2008 yılı sonlarından itibaren ABD’de ortaya çıkan finans krizi, ABD’nin küresel piyasalardaki öneminden dolayı oldukça büyük sonuçlar ortaya çıkarmıştır.

2008 Finansal Kriziyle ilgili yapılan incelemelerde, krizin nedenlerine dair birçok unsura rastlanmıştır. Ancak bunlar arasında, gelişmiş ülkelerin finans piyasalarında çeşitli kurumların gerçekleştirdiği menkul kıymetleştirme(securitization) işlemleri ön plana çıkmaktadır. Menkul kıymetleştirme; “yatırım bankaları ve çeşitli kurumların, bankaların kullandıkları kredileri dayanak göstererek, finans piyasalarında menkul kıymet ihraç etmesi ve elde edilen fonları yeniden sisteme kazandırması” olarak ifade edilebilir. Bu işlemlerle, reel sektörden bağımsız olarak büyüyen mortgage piyasalarında, 2007 yılından sonra ortaya çıkan belirsizlik, 2008 Finansal Krizin oluşmasında büyük rol oynamıştır. 2008 yılının Eylül ayında, menkul kıymetleştirme işlemlerinin en büyük aktörlerinden, Amerikan yatırım bankası Lehman Brothers’in çöküşü, finansal piyasalarda var olan belirsizlik ortamını en üst noktaya çıkarmıştır. Bu tarihten sonra başta Amerika olmak üzere gelişmiş ülkelerin, Dünya’nın diğer ülkelerle bulunan ilişkileri, krizin küresel boyutlara ulaşmasında önemli rol oynamıştır.

2008 Finansal Krizinin yayılma mekanizmalarıyla ilgili yaptığımız incelemelerde, ülkelerin farklı kanallardan etkilendikleri görülmektedir. Gelişmiş ülkelerde, finansal krizin etkilerini en çok yaşanan güvensizlik ortamıyla gösterdiği görülmektedir. Güvensizlik ortamı, bireylerin ve firmaların harcamalarında düşüşe neden olurken, kriz öncesinde var olan fakat çok fazla önemseyen sermaye yeterliliği probleminin de ortaya çıkmasına neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde ise; dış ticaret, yabancı sermaye girişindeki düşüş, güven bunalımı ve banka kredilerindeki düşüş, emtia fiyatlarındaki düşüş, turizm gelirlerindeki düşüş, işçi gelirlerindeki düşüş, doğrudan etki kanalı ve uluslararası yardımlardaki düşüş gibi kanalların etkili olduğu görülmektedir. Bu kanalların ilk üçü bütün gelişmekte olan ülkelerde etkili olmuştur. Diğer kanallardan ise; emtia fiyatlarındaki düşüş petrol ve hammadde ihraç eden Ortadoğu ülkelerinde, turizm gelirlerindeki düşüş

turizm gelirlerinin ekonomilerinde önemli yeri olan Asya ve Afrika ülkelerinde, uluslararası yardımlardaki düşüş Afrika ve Asya'daki geliri düşük ülkelerde, işçi gelirlerindeki düşüş Vietnam, Meksika gibi işçi gelirlerinin döviz gelirleri içindeki oranı yüksek olan ülkelerde, doğrudan etki kanalı da, cari fazlasını ABD ve gelişmiş ülkelerdeki hisse senetlerinde değerlendiren, petrol ihracatçısı ülkeler ve Çin üzerinde etkili olmuştur.

Türkiye ekonomisi cari açığa bağlı olarak büyüyen bir ülke olduğu için, 2008 Finansal Krizinden etkilendiği kanalların başında, yabancı sermaye girişindeki düşüş gelmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin tamamında olduğu gibi, güven bunalımı ve banka kredilerindeki düşüş kanalında önemli düzeyde etkili olmuştur. Türkiye'nin ihracat rakamları ve ekonomik büyümesi arasındaki ilişki düşük olduğundan, dış ticaret kanalı en fazla etkiyi ihracata dayalı üretim yapan tekstil, beyaz eşya gibi sektörlerde göstermiştir. Yukarıda bahsedilen diğer kanallar ise Türkiye ekonomisinde kayda değer, olumsuz etkiler yapmamıştır.

2008 Finansal Krizi sürecinde, TCMB'nin ekonominin geneline yönelik politikalar sergilediği görülmektedir. Zira, TCMB 2008 yılı sonuna doğru, temel hedefi olan fiyat istikrarında, kriz sürecinde olumsuzluk arzeden herhangi bir durumla karşılaşılmayacağını öngörerek, ekonomiyi canlandırıcı faiz politikası uygulamaya başlamıştır. Hükümet ve diğer kurumlarla işbirliği içinde, banka kredilerinde canlılık oluşturma hedefinin, 2009 yılı ikinci yarısından itibaren başarıya ulaştığı görülmektedir. 2010 yılında ise, finansal kriz sürecinde gelişmiş ülkelerde ortaya çıkan likidite genişlemesinin, gelişmekte olan ülkelerde yabancı sermaye girişinde ortaya çıkardığı artış, ekonomik olarak aşırı ısınmaya neden olmuştur. Bundan dolayı, 2010 yılından sonra TCMB'nin banka kredilerinde düşüş sağlayacak politikalarla birlikte, yabancı sermaye girişine yönelik bazı politikalar uyguladığı görülmektedir. Bu süreçte temel amaç, fiyat istikrarıyla birlikte yabancı sermaye girişiyle sağlam bir döviz rezervi oluşturmak ve yabancı sermayenin vadesini uzatmaktır. 2011 yılının ikinci yarısından itibaren TCMB'nin bu hedeflerinde başarılı olduğu görülmektedir. Ancak, temel hedef olan fiyat istikrarından sapmalar görülmektedir. 2011 yılının sonlarına doğru, Avrupa

ekonomisinde kamu borçlarından kaynaklanan sorunların ortaya çıkması, Türkiye’de döviz kuru üzerinde baskı oluşturmuştur. TCMB, gerçekleştirdiği doğrudan döviz satışlarıyla, kuru eskisinden daha yüksek bir noktada sabitlemeyi başarmıştır.

TCMB’nin uyguladığı para politikası bileşimi bu şekilde ifade edildikten sonra, çalışmada para politikasına dair elde edilen üç temel nokta şu şekilde ifade edilebilir.

TCMB’nin temel hedefi olan fiyat istikrarı üzerindeki başarısı incelendiğinde, Türkiye’nin geçmişte sahip olduğu rakamlara göre başarılı olduğu görülmektedir. Fakat benzer özellikler taşıyan diğer ülkelerle karşılaştırıldığında, sağlanan başarının bu ülkelerle aynı düzeyde olduğu görülmektedir. TCMB enflasyon raporlarında, fiyat endeksi içinde yer alan birçok malın fiyatının, uluslararası konjunktürle birlikte hareket ettiğini belirterek bu durumu destekleyici tavır almaktadır.

TCMB’nin Türkiye’nin geçmişte yaşadığı krizlere göre daha başarılı bir yönetim sergilediği görülmektedir. Bu durum 2001 krizinden sonra ekonomiye getirdiği yüke rağmen uygulanan reform politikalarının bir sonucudur. Bunların başında, daha risksiz bir bankacılık sektörü oluşturan bankacılık reformları, bütçe disiplini ve TCMB’nin bağımsızlığına yönelik atılımlar gelmektedir.

2008 Finansal Krizi sürecinde, para politikası uygulamalarında karşılaşılan bazı önemli değişiklikler yaşandığı da görülmektedir. Bunların en önemlisi, TCMB çıkış stratejisiyle birlikte, finansal istikrarında, fiyat istikrarıyla sırt sırta birbirini destekleyen hedefler olarak görülmesi gelmektedir. Nitekim 2010 yılı Nisan ayından itibaren, finansal istikrara yönelik olarak politika faizinin yanında, zorunlu karşılık oranları ve faiz koridoru şeklinde iki para politikası aracı da kullanılmaya başlanmıştır.

5. 2. Öneriler

TCMB’nin temel hedefi olan fiyat istikrarından sapmamak koşuluyla, finansal istikrara yönelik politikalarının devam etmesi gerektiğini önermekteyiz.

KAYNAKÇA

- Akın, F., ve Kamışlı F. (2010). Küresel Finansal Krizin Yükselen ve Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerindeki Etkileri. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 1(2), 1-11.
- Aktan, C.C. (2004). Ekonomik Kriz. *Yeni Türkiye Dergisi*, Web: www.canaktan.org/yonetim/kriz-yonetim/genel-olarak.htm adresinden 11 Kasım 2011'de alınmıştır.
- Aktaş, Emine Burcu. (2010). Uluslararası Krizler Türkiye Ekonomisine Etkileri ve İktisat Politikası Uygulamaları. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Akyüz, Y. (2008). The Current Global Financial Turmoil and Asian Developing Countries. *TWN Global Economy Series*, No.11.
- Akyüz, Y. (2010). The Global Economic Crisis and Asian Developing Countries: Impact, Policy Response and Medium-Term Prospects. *TWN Global Economy Series*, No.27.
- Alp, H., and Elekdağ, S. (2011a). The Role Of Monetary Policy In Turkey During The Global Financial Crisis. *IMF Working Paper*, No.11/150.
- Alp, H., Elekdağ, S., and Lall S. (2011b). Did Korean Monetary Policy Help Soften The Impact Of The Global Financial Crisis Of 2008-09?. *IMF Working Paper*, No.12/5.
- Amerikan Senatosu. (2010). "Finansal Kriz Raporu". Web: http://www.hsgac.senate.gov//imo/media/doc/Financial_Crisis/FinancialCrisisReport.pdf?attempt=2 adresinden 20 Mart 2012'de alınmıştır.
- Aracı, Konur Alp. (2010). 1929 Büyük Ekonomik Buhran'dan 2008 Ekonomik Krizi'ne Dünya Ekonomik Krizleri ve Türk Tekstil Sektörüne Etkileri. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Namık Kemal Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, Tekirdağ.
- Aren, Sadun. (2008). İstihdam Para ve İktisadi Politika. (13. Baskı). Ankara: İmge Kitabevi.

- Asian Development Bank. (2009). Global Financial Crisis and Proposed ADB Response.**
- Aslan, M. Hanifi. (2009). Para Teorisi ve Politikası. Bursa: Alfa Aktüel Yayıncılık.**
- Aydoğuş, O. (2009). Some Observations and Remarks On The Turkish Economy İn The Global Economic Crisis Of 2008-09?. Tisk Akademi, 4, Özel Sayı II, 26-49.**
- Baily, M.N., and Elliot, D.J. (2009). The US Financial and Economic Crisis: Where Does It Stand and Where Do We Go From Here?, Bussiness and Public Policy. Web: http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/papers/2009/0615_economic_crisis_baily_elliott/0615_economic_crisis_baily_elliott.pdf adresinden 20 Mart 2012'de alınmıştır.**
- Bank for International Settlements. (2008). Monetary Policy in The Advanced Industriel Economies, 78. Annual Report. Web: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2008e.htm> adresinden 18 Aralık 2011'de alınmıştır.**
- Başçı, E. (2011, Kasım). Enflasyon Hedeflemesi Ve Finansal İstikrar. Conference On Incorporating Financial Stability İnto Inflation Targeting isimli Konferans'ta sunuldu, İstanbul.**
- Berg, A., Funke, N., and Hajdenberg, A. (2009). Fiscal Policy in Sub-Saharan Africa in Response to The Impact of The Global Crisis. IMF Staff Position Note, No.09/10.**
- Berglöf, E., Korniyenko, Y., and Zettelmeyer, J. (2009). Crisis in Emerging Europe: Understanding The Impact and Policy Response, unpublished manuscript.**
- Berkmen, P., Gelos, G., Rennhack, R., and Walsh, J.P. (2009). Global Financial Crisis: Explaining Cross-Country Differences in The Output İmpact. IMF Working Paper, No.09/280.**
- Bernanke, B.S. (2007, Mart). The Subprime Mortgage Market. Paper presented At the Federal Reserve Bank of Chicago's 43rd Annual Conference on Bank Structure and Competition, Chicago. Web: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070517a.htm> adresinden 29 Mart 2012'de alınmıştır.**

- Bernanke, Ben. S. (2005). "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit". Web: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/> adresinden 29 Mart 2012'de alınmıştır.
- Birdal, Murat. (17-19 Haziran 2009). Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı Ve Krizin Dinamikleri. Econ Anadolu 2009'da Sunuldu, Eskişehir.
- Bocutoğlu, E., ve Ekinci, A. (2009). Genel Teori, Küresel Krizler ve Yeniden Maliye Politikası. Maliye Dergisi, 156(1), 66-82.
- Boran, Gülhan Arda. (2006). Gelişmekte Olan Ülkelerde Bankacılık Krizleri ve Türkiye. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- BUMKO. (2012). BUMKO Yayınlanmış Bütçe Verileri. <http://www.bumko.gov.tr> adresinden 28 Nisan 2012'de alınmıştır.
- Claessens, S., Dell'Ariccia, G., Igan, D., and Laeven, L. (2010). Lessons and Policy Implications From The Global Financial Crisis. IMF Working Paper, No.10/44.
- Cornett, M.M., McNutt, J.J., Strahan, P.E., and Tehranian, H. (2011). Liquidity Risk Management and Credit Supply in The Financial Crisis. Journal of Financial Economics, 101, 297-312.
- Çakmak, U. (2007). Kriz Modelleri Çerçevesinde Türkiye 2001 Finansal Krizin Değerlendirilmesi, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 29(1), 81-101.
- Çınar, B., Erdoğan, Ö., Gürgür, T., ve Polat, T. (2010). Küresel Kriz Politika Uygulamaları. TCMB Ekonomi Notları, Sayı.2010-12.
- Çölkesen, Celal. (2005). Türkiye'de İpoteğe Dayalı Konut Finansmanı "Mortgage" Temelleri ve Uygulanışı. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Delice, G. (2003). Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif. Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi, 20, 57-81.
- Demyanyk, Y., and Hemert, O.V. (2011). Understanding The Subprime Mortgage Crisis. The Review of Financial Studies, 24(6), 1848-1880. Web: <http://rfs.oxfordjournals.org> adresinden 23 Mart 2012'de alınmıştır.

- Dolu, İsa. (2009). Türkiye’de Yaşanan 1994 ve 2001 Ekonomik Krizlerinin Analizi. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.**
- Dornbusch, Rudiger ve diğerleri. (1998). Macroeconomics. (7. Baskı). USA: The McGraw-Hill Companies.**
- Duca, J. V., Muellbauer, J., and Murphy, A. (2010). Housing Markets and The Financial Crisis of 2007-2009: Lessons For The Future. Jorunal of Financial Stability, 6, 203-217.**
- Eğilmez, Mahfi. (2010). Küresel Finans Krizi. (6. Baskı). İstanbul: Remzi Kitabevi.**
- Emirkadı, Ö. (2005). Gelişmekte Olan Ülkeler ve Parasal Kriz Teorileri Üzerine Bazı Değerlendirmeler. Sosyo Ekonomi Dergisi, 2, 36-62.**
- Engelen, K.C. (2008). The Post-Subprime Regulation Scramble. The International Economy, 22(1), 52-69.**
- Erdoğan, Bülent. (2006). Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahramanmaraş.**
- Ergün, S., Ve Gökdemir, L. (2010, Nisan). Küresel Krizin Türkiye’nin Dış Ticaretine Etkisi. I. Turgut Özal Uluslar Arası Ekonomi Ve Siyaset Kongresinde Sunuldu, Malatya.**
- Erol, I. (2009). ABD Mortgage Krizi ve Türkiye’de İkincil Mortgage Piyasası. Eğitim Bilim Toplum Dergisi, 7(27), 16-34.**
- Erolgaç, Yılmaz. (2009). Küresel Krizi Yaratıcılar, Amerikan Rüyasının ve Doların Sonu Geldi mi?. İstanbul: İnkılap Yayınları.**
- Eurostat. (2012). Eurostat Statistic. Web: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database adresinden çeşitli tarihlerde alınmıştır.**
- FED. (2012). FED Data. Web: <http://www.research.stlouisfed.org/fred2/>**
- Furceri, D. ve Ugane A.M. (2009). Financial Crisis Past Lessons and Policy Implications. OECD Economics Department Working Papers, No.668.**

- Furceri, D., and Zdzienicka, A. (2011). The Real Effect of Financial Crises in The European Transition Economies. *Economics of Transition*, 19(1), 1-25.
- Galbraith, J. Kenneth. (2009). *Büyük Kriz 1929. (Çev. Elif Nihan Akbaş). İstanbul: Pegasus Yayınları.*
- Güloğlu, B. (2001). İstikrar Programından İstikrarsızlığa. *Yeni Türkiye Dergisi*, Kriz Özel Sayısı I.
- Gülşen, E., Kanlı, İ.B., ve Kaya, N. (2010). Küresel Kriz Döneminde TCMB'nin Faiz Kararlarının Kur Üzerindeki Etkisine Dair Bir Analiz. *TCMB Ekonomi Notları*, Sayı.2010-11.
- Habermeier, K., Ötker-Robe, İ., and Kışınbay, T. (2009). Inflation Pressures and Monetary Policy Options In Emerging and Developing Countries: A Cross Regional Perspective. *IMF Working Paper*, No.09/1.
- Hacıhasanoğlu, Burçin. (2005). Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi. *TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, Ankara.
- Harvard Univesity. (2008). State of The Nation's Housing Report. www.census.gov adresinden 25 Mart 2012'de alınmıştır.
- IFM. (2012). Inside Financial Mortgage Data. Web: www.thefim.org/index.php adresinden 28 Mart 2012'de alınmıştır.
- IMF. (2009). The Size of Expansion: An Analysis fort the Largest Countries.
- IMF.(2010).World Economic Outlook 2009. Web: <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28>.
- IMF.(2012).World Economic Outlook 2011. Web: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/> adresinden 12 Nisan 2012'de alınmıştır.
- İçellioğlu, C.Ş. (2011). ABD'de Konut Finansman Sistemi. *Sosyal Bilimler Dergisi*, 1, 143-154.
- İşcan, İ. H., ve Hatipoğlu, Y. Z. (2011). Rusya'da Serbest Piyasa Ekonomisine Geçiş Süreci ve 2008 Küresel Krizi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 61(1), 177-236.

- J.P. Morgan. (2008). "JPMorgan Chase To Acquire Bear Stearns". Basın Bildirisi, Web: <http://bit.ly/bgceUA> adresinden 18 Şubat 2012'de alınmıştır.**
- James, E.W., Park, D., Jha, S., and Sumulong, L. (2008). The US Financial Crisis, Global inancial Turmoil, and Developing Asia: Is The Era Of High Growth At An End?. ADB Economics Working Paper Series, No.139.**
- Kama, Fatma Ebru. (2009). 2008 Global Finansal Krizi ve KOBİ'lere Etkisi. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.**
- Kar, M. ve Tatlısöz, F. (2008). Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi. Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi İİBF Dergisi, 14, 436-458.**
- Karahan, Ö. (2005). Türkiye'de Örtük Enflasyon Hedeflemesi Programının Uygulamasına İlişkin Oluşan Risklerin Yönetim Politikaları. Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, 4(14), 34-47.**
- Karluk R., Tonus Ö. ve Çatalbaş N. (1999). Güneydoğu Asya ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye. Marmara Üniversitesi Yayınları, Yay. No: 640. Web: www.econturk.org/tonus.pdf adresinden 11 Şubat 2012'de alınmıştır.**
- Kayahan, C. (2009). Finansal Türevler: Efsaneleri ve Algılanma Hataları. Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 16(1), 23-37.**
- Keyder, Nur. (1993). Para Teori, Politika, Uygulama. (4. Baskı). Ankara: Bizim Büro Basımevi.**
- Kibritçioğlu, A. (2001). Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001. Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı, 41, 174-182.**
- Kibritçioğlu, A. (2010). Effects Of Global Financial Crisis On Turkey, MPRA Paper. No.29470. Web: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/29470> adresinden 10 Kasım 2011'de alınmıştır.**
- Krugman, P. (1979). A Model of Balance-of-Payments Crises. Journal of Money, Credit and Banking, 11(3), 310-325.**
- Krugman, Paul. (2009). The Return Of Depression Economics and The Crisis Of 2008. (2. Basım). New York: W.W. Norton Company.**

- Kuşgözoğlu, Sedat. (2010). 2008 Finansal Krizinin Çıkışında Asimetrik Bilgi Sorununun İncelenmesi ve Değerlendirilmesi. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.**
- Küçükkiremitçi, ve diğerleri. (2008). Küresel Mali Kriz ve Reel Sektöre Muhtemel Etkileri. Türkiye Kalkınma Bankası, Ankara.**
- Markham, J.W. (2010). The Subprime Crisis –A Test Match For The Bankers:Glass- Steagell Vs. Gramm- Leach-Bliley. University Of Pennsylvania Journal Of Business Law, 12(4), 1081-1134.**
- Masson, P. (1998). Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, And Jumps Between Multiple Equilibria. IMF Working Paper, No.98/142.**
- Mcnally, D. (2009). From Financial Crisis To World-Slump: Accumulation, Financialisation, and The Global Slowdown. Historical Materialism, 17, 35-83.**
- Mishkin, F.S. (1996). Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. NBER Working Paper 5600. Web: <http://www.nber.org/papers/w5600> adresinden 11 Kasım 2011’de alınmıştır.**
- Mishkin, Frederic S. (2000). Para Teorisi- Politikası. (Çev. İlyas Şıklar ve diğerleri). İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.**
- Murphy, A. (2008). An Analysis Of The Financial Crisis Of 2008: Causes and Solutions. Social Science Research Network Web: <http://ssrn.com/abstract=1295344> adresinden 11 Kasım 2011’de alınmıştır.**
- Naude, W. (2009). The Financial Crisis Of 2008 and The Developing Countries. UNU-WIDER Discussion Paper, No.2009/01.**
- Newyork Times, (2008). Web: http://www.nytimes.com/2008/10/03/business/03sec.html?_r=1 adresinden 4 Mart 2012’de alınmıştır.**
- Obama, Barack. (2009). “Remarks By The President On 21st Century Financial Regulatory Reform”. Web: http://www.whitehouse.gov/the_press_office/Remarks-of-the-President-on-regulatory-Reform/ adresinden 29 Mart 2012’de alınmıştır.**

- Ocampo, J.A. (2009). Latin America and The Global Financial Crisis. Cambridge Journal of Economics, 33, 703-724.
- OECD. (2012). OECD Stats. Web: <http://stats.oecd.org/> adresinden çeşitli tarihlerde alınmıştır.
- Ofek, E. (2001). Dotcom Mania: The Rise and Fall Of Internet Stock Prices. NBER Working Paper Series 8630. Web: <http://www.nber.org/papers/w8630> adresinden 20 Mart 2012'de alınmıştır.
- Oktar, S., ve Dalyancı, L. (2010). Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizler. Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi, 29(2), 1-22.
- Orhan, Osman Z., ve Erdoğan, Seyfettin. (2007). Para Politikası. (4. Baskı). Ankara: Yazıt Yayın Dağıtım.
- Önder, Timur. (2005). Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.
- Özatay, Fatih. (2009). Finansal Krizler ve Türkiye. İstanbul: Doğan Kitap.
- Özsan, O. (2005). Mortgage Sisteminin Temelleri. Active Dergisi, 43, 1-7.
- Öztürk, S., ve Gövdere, B. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri. Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi, 15(1), 377-397.
- Paivo, P. (2009). Impact of Economic Crisis on Brazilian Economy. Revista de Economia Mundial, pp,227-244. Web: www.sem-wes.org/revista/arca/rem_23/rem23_10.pdf adresinden 23 Mart 2012'de alınmıştır.
- Parasız, M. İlker. (1996). Para Politikası. (4. Baskı). Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Samur, C. (2010). Üçüncü Nesil Kriz Teorileri ve 1997/8 Asya Krizi. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, 60(2), 23-81.
- Sarıtaş, Serap. (2011). Kriz Teorileri Doğrultusunda 2008 Krizinin Değerlendirilmesi. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Seguino, S. (2009, March). The Global Economic Crisis, Its Gender Implications, And Policy Responses. Paper Presented For Gender Perspectives On The Financial Crisis Panel, United Nations.

Shiller, R. (2005). Homes Are A Risky Long-Term Investment. TIAA-CREF, Summer, 19-22.

Stiglitz, J. E. (2009). "Why we have to change capitalism". Web: <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/7061058/Joseph-Stiglitz-Why-we-have-to-change-capitalism.html> adresinden 29 Mart 2012'de alınmıştır.

Stiglitz, Joseph E. (2006). Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı. (Çev. Arzu Taşçıoğlu ve Deniz Vural). (4. Baskı). İstanbul: Plan b Yayıncılık.

Şişman, M. (2006). Parasal Kriz Teorileri. Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi, 21(1), 15-35.

Taylor, J.B. (2009). The Financial Crisis and The Policy Responses: An Empirical Analysis Of What Went Wrong. NBER Working Paper 14631. Web: <http://www.nber.org/papers/w14631> adresinden 11 Kasım 2011'de alınmıştır.

TCMB Kanunu. (1970). Kanun No.1211. Web: <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/kanun.pdf> adresinden 2 Mart 2012'de alınmıştır.

TCMB. (2012). TCMB Data Elektronik Veri Sistemi. Web: <http://www.evds.tcmb.gov.tr/yeni/cbt-uk.html> adresinden çeşitli tarihlerde alınmıştır.

TCMB. 2006. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi.

TCMB. 2007. 2008 Yılında Para ve Kur Politikası.

TCMB. 2008a. 2009 Yılında Para ve Kur Politikası.

TCMB. 2008b. Bülten. Sayı.11. Web: www.tcmb.gov.tr. adresinden 20 Aralık 2011'de alınmıştır.

TCMB. 2009a. 2008 Yıllık Rapor.

TCMB. 2009b. 2010 Yılında Para ve Kur Politikası.

TCMB. 2010a. 2009 Yıllık Rapor.

TCMB. 2010b. 2011 Yılında Para ve Kur Politikası.

TCMB. 2010c. Para Politikası Çıkış Stratejisi.

- TCMB. 2011a. 2010 Yıllık Rapor.
- TCMB. 2011b. 2012 Yılında Para ve Kur Politikası.
- TCMB. 2012a. 2011 Yıllık Rapor.
- TCMB. 2012b. Finansal İstikrar Raporu. Sayı. 14.
- Te Velde, D.W., Ackah, C., Ajakaiye, O., and Massa, I. (2009). The Global Crises and Developing Countries. ODI Working Paper 306.
- Thompson, H. (2009). The Political Origins Of The Financial Crisis: The Domestic and International Politics Of Fannie Mae and Freddie Mac. Political Quarterly, 80(1).
- Togan, S. (2009). Küresel Kriz ve Türkiye. Tisk Akademi, 4, Özel Sayı II, 6-25.
- Tonguç, Erdem. (2012). Para Politikası ve Finansal Piyasalar. Web:<http://neo-ekonomi.com/index.php/ekonomi/makaleler/1615-para-politikalar-ve-finansal-piyasalar-> adresinden 6 Mart 2012'de alınmıştır.
- Tunalı, H. (2008). Mortgage Sistemi: Temelleri, Gelişimi ve Krizi. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, 58(1), 99-124.
- Turgut, A. (2006). Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler. TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi, 20(4), 35-46.
- TÜBA. (2011). Türkçe Bilim Terimleri Sözlüğü Sosyal Bilimler. Ankara: TÜBA.
- TÜİK. (2012). TÜİK Yayınlanmış İstatistikler. Web: www.tuik.gov.tr adresinden çeşitli tarihlerde alınmıştır.
- Türk Dil Kurumu. (2012).Güncel Türkçe Sözlüğü. Web: http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&view=gts adresinden 12 Ocak 2012'de alınmıştır.
- Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı (TEPAV). (2008). 2007-08 Küresel Finans Krizi ve Türkiye: Etkiler ve Öneriler. Politika Notu.
- Ulusoy, A. ve Karakurt, B. (2001). Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Etkileri. Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, 38.

USA Government. (2008). "Public Law 110–185", Weekly Compilation of Presidential Documents, 44(1).

Ünsal, Erdal M. (2009). Makro İktisat. (8. Baskı). Ankara: İmaj Yayınevi.

Velde, D.W. (2008). The Global Financial Crises and Developing Countries, Which Countries Are at Risk?. ODI Background Note.

Web: http://www.census.gov/compendia/statab/cats/construction_housing. Html adresinden çeşitli tarihlerde alınmıştır.

Williams J.C. (2011). Monetary Policy and Housing Booms. International Journal of Central Banking, 7(1), 345-355.

Worldbank. (2012). Worldbank Data. Web: <http://data.worldbank.org/> adresinden çeşitli tarihlerde alınmıştır.

WTO. (2012). World Trade Organization Data. Web: http://www.wto.org/english/res_e/statis_e/its2010_e/its10_toc_e.htm adresinden 14 Mart 2012'de alınmıştır.

Yavaş, Harun. (2007). 1980 Sonrası Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Finansal Krizler, Finansal Kriz Modelleri ve Çözüm Önerileri. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Yentürk, Nurhan. (2005). Körlerin Yürüyüşü. (2. Baskı). İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.

Yılmaz, D. (2009, Mayıs). Küresel Kriz Ve Merkez Bankası. Finans Kulüpte Sunuldu, İstanbul.

Yılmaz, D. (2010, Nisan). Global And Regional Outlook And The Effect Of The Global Financial Crisis. Global And Regional Outlook And The Effect Of The Global Financial Crisis İsimli Panelde Sunuldu, İstanbul.

Yılmaz, D. (2011a, Ocak). Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Uygun Politika Bileşimi Arayışları: Küresel Finans Krizi Sonrası Türkiye'de Para Politikası. Euromoney Central and Eastern European Forumda sunuldu, Viyana.

Yılmaz, D. (2011b). Yaşanan Finansal Krizler Çerçevesinde Merkez Bankası Hakkındaki Görüşlerimiz Nasıl Etkilendi?. TEK Tartışma Metni, No.2011/9.

Yongding, Y. (2010). The Impact of The Global Financial Crisis On The Chinese Economy and China's Policy Response. TWN Global Economy Series, No.25.