

**T. C.
İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

Ekonomi ve Finans Anabilim Dalı

**FİNANSAL BULAŞICILIK VE REEL EKONOMİ:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Yüksek Lisans Tezi

Kübra Ayla SEVER

**Danışman
Doç. Dr. Kemal ERKİŞİ**

İstanbul – 2021

TEZ TANITIM FORMU

- YAZAR ADI SOYADI** : Kübra Ayla SEVER
- TEZİN DİLİ** : Türkçe
- TEZİN ADI** : Finansal Bulaşıcılık ve Reel Ekonomi: Türkiye Örneği
- ENSTİTÜ** : Lisansüstü Eğitim Enstitüsü
- ANABİLİM DALI** : Ekonomi ve Finans
- TEZİN TÜRÜ** : Yüksek Lisans
- TEZİN TARİHİ** : 25.01.2021
- SAYFA SAYISI** : 75
- TEZ DANIŞMANLAR** : Doç. Dr. Kemal ERKİŞİ
- DİZİN TERİMLERİ** : Finansal Bulaşıcılık, Krizler, Reel Ekonomi
- TÜRKÇE ÖZET** : Finansal bulaşmanın krizlerin yayılmasındaki rolü son yıllarda sıkça tartışılmaktadır. Bununla birlikte, finansal bulaşmanın tanımı ve hangi kanallardan meydana geldiği konusunda fikir birliği yoktur. Bir finansal kriz sırasında, piyasa oynaklığı ve yatırımcı risk duyarlılığı önemli ölçüde artar. Finansal bulaşıcılık ise bu çalkantılı zamanlarda çeşitlenmenin faydalarını azaltıyor. Finansal krizler geçmişten bu yana kimi zaman tek bir piyasada etkili olurken, kimi zaman aynı anda birden fazla ülke ekonomisi derinden etkileyebilmiştir. Bu nedenle, finansal bulaşmayı anlamak hem yerli hem de uluslararası yatırımcılar için büyük önem taşımaktadır.
- Bu çalışmada 1987, 1997-98 ve 2008 yıllarında yaşanan küresel finansal krizlerin, Türkiye’de reel ekonomi üzerindeki etkileri finansal bulaşıcılık bağlamında analiz edilmiştir. 1987, 1997-98 ve 2008 yıllarının tüm kriz dönemlerinde, reel gelir düzeyinde, tüketim harcamalarında, sermaye yatırımlarında köklü bir düşüş

ve dış ticaret açığında 6nemli bir artış yaşandı. Bu sonuçlar, incelenen küresel krizlerin reel ekonomik aktivite düzeyi üzerinde 6nemli bir olumsuz etkiye sahip olduğunu g6stermektedir.

DAğITIM LİSTESİ

- : 1. İstanbul Gelişim Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsüne
2. Y6K Ulusal Tez Merkezine

Kübra Ayla SEVER



**T. C.
İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

Ekonomi ve Finans Anabilim Dalı

**FİNANSAL BULAŞICILIK VE REEL EKONOMİ:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Yüksek Lisans Tezi

Kübra Ayla SEVER

**Danışman
Doç. Dr. Kemal ERKİŞİ**

İstanbul – 2021

BEYAN

Bu tezin hazırlanmasında bilimsel ahlak kurallarına uyulduğu, başkalarının ederlerinden yararlanılması durumunda bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunulduğu, kullanılan verilerde herhangi tahrifat yapılmadığını, tezin herhangi bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitedeki başka bir tez olarak sunulmadığını beyan ederim.

Kübra Ayla SEVER

...../...../2021



T.C.
İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Kübra Ayla SEVER 'in “**Finansal Bulaşıcılık ve Reel Ekonomi: Türkiye Örneği**” adlı tez çalışması, jürimiz tarafından Ekonomi ve Finans Anabilim Dalı Ekonomi ve Finans Bilim Dalı YÜKSEK LİSANS tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan

Doç. Dr. Kemal ERKİŞİ
(Danışman)

Üye

Dr. Öğr. Üyesi İlker İNMEZ

Üye

Dr. Öğr. Üyesi Hülya YILMAZ

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

.... / / 2021

Prof. Dr. İzzet GÜMÜŞ

Enstitü Müdürü

ÖZET

Geçmişten bugüne yaşanan finansal krizler kimi zaman tek bir ülke ekonomisinde etkili olurken kimi zaman birden fazla ülkenin ekonomisini derinden etkilemiştir. Ülkeler arası ticaretin gelişmesi, finansal piyasalarının liberalleşme politikaları ve teknolojinin gelişmesi ile dünyanın bir ucunda ortaya çıkan krizin dünyanın farklı yerlerinde farklı pazarların kısa sürede etkilemesi bulaşıcılıkla birlikte mümkün hale gelmiştir.

Finansal bulaşmanın krizlerin yayılmasındaki rolü son yıllarda sık sık tartışılmaktadır. Buna rağmen, finansal bulaşmanın tanımı ve hangi kanallardan meydana geldiği konusunda bir fikir birliği yoktur. Finansal kriz dönemlerinde piyasaların oynaklığı ve yatırımcıların riske duyarlılığı önemli ölçüde artmaktadır. Finansal bulaşma ise, bu çalkantılı zamanlarda çeşitlendirmeden doğan faydasının azalmasına neden olmaktadır. Bu nedenle, finansal bulaşmayı anlamak hem yerel hem de uluslararası yatırımcılar için büyük önem taşımaktadır.

Bu çalışmada 1987, 1997-98 ve 2008 yıllarındaki küresel finansal krizlerin, Türkiye'de reel ekonomi üzerindeki etkiler finansal bulaşma bağlamında incelenmiştir. Analizde kullanılan değişkenler banka kredileri, faiz oranları, portföy yatırımları, döviz kuru, reel milli gelir, hane halkı tüketim harcamaları, brüt sermaye oluşumu, dış ödemeler dengesi, enflasyon ve işsizliktir. Analizlerde yöntem olarak logaritmik-durağan serilerin grafikleri kullanılmıştır. 1987 krizi sırasında faiz oranlarında ve döviz kurlarında önemli artışlar ve banka kredilerinde keskin düşüşler olduğu görülmektedir. 1998 krizinde banka kredilerinin ve portföy yatırımlarının keskin bir şekilde azaldığı, faiz oranlarının önemsiz arttığı ve döviz kurunun düştüğü görülmektedir. 2008 küresel krizi incelendiğinde, portföy yatırımlarında ani düşüşler ve döviz kurlarında önemli sıçramalar yaşandı; Faiz oranlarındaki radikal düşüşe rağmen banka kredilerindeki düşüşün ılımlı bir seviyede kaldığı görüldü. 1987, 1997-98 ve 2008 yıllarının tüm kriz dönemlerinde, reel gelir düzeyinde, tüketim harcamalarında, sermaye yatırımlarında radikal bir düşüş ve dış ticaret açıklarında önemli artışlar olduğu görülmüştür. Bu sonuçlar, incelenen küresel krizlerin reel ekonomik aktivite düzeyi üzerinde önemli olumsuz etkileri olduğunu göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Bulaşıcılık, Reel Ekonomi, Ekonomik Kriz

SUMMARY

While the financial crises from the past to the present have sometimes affected the economy of a single country, sometimes they have deeply affected the economy of more than one country. With the development of trade between countries, the liberalization of financial markets and the development of technology, the crisis that emerged at one end of the world has become possible to affect different markets in different parts of the world in a short time.

There is a growing debate about the role of financial contagion in the transmission of financial crises. However, no consensus has yet been reached on the definition and channels of financial contagion. In times of financial crisis, market volatility and investors' risk aversion increase significantly. And financial contagion reduces the benefits investors get from diversification in these turbulent times. Therefore, understanding contagion is very important for both international and domestic investors.

In this study, in 1987, 1998 and 2008 their impact on the real economy and the global financial crisis in Turkey it was examined in the context of financial contagion. The variables used in the analysis are bank loans, interest rates, portfolio investments, exchange rate, real GDP, household consumption expenditures, gross capital formation, external deficits, inflation and unemployment. Graphs of the steady series were used as methods in the analysis. During the 1987 Crisis, there was a dramatic increase in interest rates and exchange rates, and a sharp decline in bank loans. The 1998 Crisis saw a sharp decline in portfolio investments, a negligible increase in interest rates, and a moderate fall in exchange rates. When the 2008 global crisis is analyzed, there is a sharp decline in portfolio investments and a significant jump in exchange rates; Despite the significant fall in interest rates, the decline in bank loans remained moderate. While there was a radical decrease in real GDP, household consumption expenditures and gross capital formation during the crisis years of 1987, 1998 and 2008, a significant increase in foreign trade deficits was confirmed. These results indicate that studied the global financial crisis caused a dramatic deterioration in the level of real economic activity in Turkey.

Keywords: Financial Contagion, Real Economy, Economic Crises,

İÇİNDEKİLER

| | |
|-------------------------|------|
| ÖZET | i |
| SUMMARY | ii |
| İÇİNDEKİLER..... | iii |
| TABLolar LİSTESİ | v |
| ŞEKİLLER LİSTESİ | vi |
| GRAFİKLER LİSTESİ | vii |
| ÖNSÖZ | viii |
| GİRİŞ..... | 1 |

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL BULAŞICILIK

| | |
|--|----|
| 1.1.Bulaşıcılık Tanımları | 2 |
| 1.2. Bulaşıcılığın Nedenleri | 4 |
| 1.2.1 Ekonomik Temellere Dayanan Bulaşma | 5 |
| 1.2.1.1 Rekabetçi döviz kuru ve ticaret etkisi | 5 |
| 1.2.1.2 Finansal Bağlar | 6 |
| 1.2.1.3 Dışsal Şoklar | 6 |
| 1.2.2 Yatırımcı Davranışlarından Kaynaklanan Bulaşma | 7 |
| 1.2.2.1 Likidite Kısıtı | 7 |
| 1.2.2.2. Sürü Davranışı ve Asimetrik Bilgi..... | 9 |
| 1.2.2.3 Uyandırma Çağrısı | 10 |
| 1.2.2.4 Çoklu Denge Mekanizması..... | 10 |
| 1.3. Ülke Örnekleriyle Bulaşıcılığın Tarihçesi | 11 |
| 1.3.1 Latin Amerika Krizleri ve Bulaşıcılık | 11 |
| 1.3.2. Güneydoğu Asya Krizleri ve Bulaşıcılık..... | 19 |
| 1.3.3. Rusya Krizi ve Bulaşıcılık..... | 21 |

| | |
|--|----|
| 1.3.4. 1994 – 2001 Türkiye Krizleri ve Bulaşıcılık | 25 |
| 1.3.5. 2008 Küresel Krizi ve Bulaşıcılık | 28 |

İKİNCİ BÖLÜM

BULAŞICILIGIN REEL EKONOMİYE ETKİSİ

| | |
|--|-----------|
| 2.1.Reel Ekonomi..... | 32 |
| 2.2. Finansal Sektör ile Reel Sektör Arasında Kriz Aktarım Mekanizmaları | 34 |
| 2.2.1. Uluslararası Ticaret | 35 |
| 2.2.2. Borçlu Bilanço Kanalı ve Finansal Hızlandırıcı Kanal | 36 |
| 2.2.3. Banka Bilanço Kanalı..... | 38 |
| 2.2.3.1. Banka Kredi Kanalı..... | 40 |
| 2.2.3.2. Bilanço Kanalı | 44 |
| 2.2.4. Likidite Kanalı | 48 |
| BULGULAR..... | 51 |
| SONUÇ | 56 |
| KAYNAKLAR | 58 |

TABLÖLAR LİSTESİ

| | |
|---|----|
| Tablo 1. Döviz Kuru Piyasaları..... | 16 |
| Tablo 2. Arjantin Ekonomisini Ait Temel Makroekonomik Göstergeler..... | 19 |
| Tablo 3. Rusya Krizinin Ortaya Çıkış Sürecinde Temel Olaylar | 22 |
| Tablo 4. Banka Kredi Kanalının Gücünü Belirleyen Faktörler | 42 |



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Kredi Piyasaları ve Merkez Bankasının Rolü 40



GRAFİKLER LİSTESİ

| | |
|--|----|
| Grafik 1. Portföy Yatırımları ve Banka Kredilerindeki Değişim (1982-2018). | 52 |
| Grafik 2. Döviz Kuru ve Mevduat Faizlerindeki Değişim (1982-2018). | 53 |
| Grafik 3. Gayrisafi Sermaye Oluşumu ve Hanehalkı Tüketim Harcamaları... 54 | |
| Grafik 4. Reel GSYİH ve Dış Ticaret Dengesi (1982-2018). | 54 |
| Grafik 5. Enflasyon Oranı ve İşsizlik Oranı Değişimleri (1982-2018). | 55 |



ÖNSÖZ

İlk akademik çalışmam sırasında kıymetli bilgi, birikim ve tecrübeleri ile bana yol gösterici ve destek olan değerli danışman hocam sayın Doç. Dr. Kemal ERKİŞİ, ilgisini ve önerilerini göstermekten kaçınmayan sonsuz teşekkür ve saygılarımı sunarım.

Bana hayatımın her anında sevgisini ve desteğini hissettiren, yol gösteren, bana her zaman inanan ve çalışmam boyunca en büyük destekçim canım annem Mualla AYHAN ve canım babam Ramazan AYHAN'a teşekkür ve sevgilerimi sunarım.

Varlığı ile hayatıma anlam katan, her zaman yanımda olan kız kardeşim Damla AYHAN'a teşekkür ve sevgilerimi sunarım.

Lisans ve Lisansüstü eğitim hayatım boyunca daima destekleyen ve hayatımın her anında iyisiyle, kötüsüyle yanımda olan sabrımı benden esirgemeyen kıymetli eşim Oktay SEVER' e çok teşekkür ederim.

Kübra Ayla SEVER

GİRİŞ

Küreselleşen dünyada gelişmelerden en önemlisi çeşitli nedenlerle ortaya çıkan finansal krizlerdir. Küreselleşmeyle birlikte bir ekonomide ortaya çıkan kriz, diğer ülke ekonomilerine de yansır ve krizlerin küreselleşmesine neden olmaktadır. 1990 sonrası finansal entegrasyon sürecinde ortaya çıkan finansal krizler, şiddet ve etki alanı hızla genişleyen bir yapıya dönüşmektedir. Yaşanan krizlerin bir kısmı tüm dünyaya yayılmış ve etkilerini küresel bazda hissettirmiştir. Bu krizler araştırmacılar tarafından neden sonuç bağlamında değerlendirilmiş ve krizlerin yayılmasında finansal bulaşmanın rolü son yıllarda sıklıkla tartışılmıştır. Buna rağmen, finansal bulaşmanın tanımı ve hangi kanallardan meydana geldiği konusunda bir fikir birliği yoktur. Finansal bulaşma, kriz zamanlarında yatırımcıların sağladığı yararın azalmasına sebep olur. Bu nedenle, finansal bulaşmayı anlamak hem yerel hem de uluslararası yatırımcılar için büyük önem taşımaktadır.

Bulaşıcılık ve reel ekonomi konusu bulaşıcılığa nazaran daha az incelenmiştir. Finansal bulaşıcılık kavramını ele alarak reel ekonomiyi etkileme mekanizmalarına yönelik teorik arka plan Türkiye özelinde yer incelenmiştir. Bu çalışmanın amacı; krizlerin nasıl bulaştığını inceleyerek bulaşıcılık kavramını açıklamak ve aynı zamanda reel ekonomiyi nasıl etkilediğini incelemektir.

Çalışmanın birinci bölümünde bulaşıcılık kavramının açıklanmasına değinilmiş ve devamında bulaşıcılığın nedenleri, ülke örnekleriyle tarihçesi anlatılmıştır. Latin Amerika krizleri; Arjantin, Brezilya, Meksika krizleri ile açıklanmıştır. Bunların dışında, Güneydoğu Asya krizi, Rusya krizi, 1994 ve 2001 Türkiye krizleri ve son olarak 2007-2009 ABD küresel finansal krizi, krizlerin bulaşıcılığı kapsamında değinilmiştir. İkinci bölümde; bulaşıcılığın reel ekonomi üzerindeki etkisi anlatılmıştır. Finansal sektör ile reel sektör arasında kriz aktarım mekanizmaları incelenmiştir. Sonuç kısmında ise; 5 değişkenin ve bu değişkenlerin birinci dereceden türevi olarak analiz edilmiştir. Analizde kullanılan değişkenler, banka kredileri, faiz oranları, portföy yatırımları, döviz kuru, reel milli gelir, hanehalkı tüketim harcamaları, gayrisafi sermaye oluşumu, dış ödemeler dengesi, enflasyon ve işsizliktir. Analizlerde yöntem olarak logaritmik-durağan hâle getirilmiş serilerin grafiklerinden yararlanılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL BULAŞICILIK

1.1.Bulaşıcılık Tanımları

Ekonomide bulaşma kelimesi anlam olarak tıp alanındaki anlamıyla özdeşleştirilerek kullanılmaktadır. Bulaşıcılık kelime anlamı olarak yayılma ve bulaşma anlamına gelirken finansal bulaşıcılık, bir ekonomideki veya finansal kurumlardaki istikrarın bozulmasıyla başka kurumlara, ekonomilere sıçraması anlamına gelmektedir. Ülkelerin hem finansal hem ticari açıdan birbirleriyle ilişki içinde olmaları ülkeler arası bağımlılığı arttırmaktadır. Bu bağımlılığın sonucunda ekonomide meydana gelen herhangi bir olumsuzluğun diğer ekonomileri de etkilemesi beklenmektedir. Ülkelerin yaşamış olduğu daralmalar, istikrarsızlıklar ve krizlerin diğer ülkeler için risk oluşturması bulaşıcılığı tanımlamaktadır.

Bulaşıcılığın tanımı yapılırken birlikte hareket kavramı sıklıkla kullanılmaktadır. Aynı yönde veya birbirine yakın paralel hareket etme anlamına gelen bu kavram piyasaların arasındaki değişkenlere bakılarak incelenmektedir. Krizlerin yaşandığı dönemde birlikte hareketin artıyor olması piyasalar arasındaki bağların ülke ekonomisi üzerindeki etkilerin güçlendiğini göstermektedir. Kaminsky vd. ise aynı anda hareketin yaratmış olduğu şok sonrası hemen ve aşırı artış göstermesi olarak açıklanmaktadır. Bulaşmayı bir olayın yaşanmasından sonra sonuçların hızlı ve öfkeli olduğu ve kısa sürede ülke içinde acil etkilerin meydana geldiği bölüm olarak tanımlamaktadır. (Kaminsky, Reinhart, & Vegh, 2003)

Ticaretin yayılmasını, sermaye hareketliliğini ve üretimin ulusal boyutta yayılmasını sağlayan küreselleşme olgusu bulaşıcılığı açıklayan bir kavramdır. Herhangi bir ülke ekonomisinde meydana gelen kriz zamanla diğer ülke ekonomilerine ya ticaretin küreselleşmesi ya da sermaye hareketlerinin küreselleşmesiyle bulaşmaktadır. Küreselleşmeyle birlikte sınırların sanal olarak ortadan kalkıyor olması krize zemin hazırlayarak süreci hızlandırmaktadır. Bulaşmayı anlamaya yardımcı olan bir diğer yaklaşım ise volatilitate yaklaşımıdır. Volatilitate kelimesi sözlükte oynaklık, dalgalanma anlamına gelirken finansal piyasalarda bir ürünün belirli zaman içerisinde yaşanan fiyat dalgalanmaları anlamına gelmektedir. Bu kavram, belirsizliğini en iyi açıklayan kavramlar arasındadır. Finansal sıkıntıların ve belirsizliklerin yaşandığı dönemlerde volatilitenin yükseldiği gözlemlenmektedir.

Bu nedenle bulaşıcılığı incelerken aslında volatilité yaklaşımına da değinmiş oluyoruz. (Pericoli & Sbracia, 2003)

1990'larda yaşanan finansal krizler, bulaşıcılığın ekonomi literatürüne girerek kullanılmasına yol açtı. Bu finansal krizler özellikle gelişmekte olan ülkelerde gelir seviyelerinde ve yaşam standartlarında keskin bir düşüşe neden oldu. Ekonomi literatüründe "bulaşma" kavramı, 1997'de Güneydoğu Asya'daki krizden sonra güçlü bir şekilde ilişkilendirilmiştir. Temmuz 1997'de Tayland'da ortaya çıkan krizin Güneydoğu Asya'da ve ardından Rusya'da ve Brezilya'da krizin yayılmasıyla ve hatta Kuzey Amerika ve Avrupa'da birçok gelişmiş pazarı etkileyen, finansal araçların görece fiyatlarındaki değişiklikler, uzun vadeli sermaye yönetiminin çökmesine neden olmasıyla bulaşıcılık kavramı yeni bir anlam kazanmıştır. (Claessens & Forbes, 2001)

Krizlerin nedenleri farklılık gösterirken ortak özelliği ise bulaşıcı olmasıdır. Buna örnek olarak; 1998 yılında Tayland'da meydana gelmiş olan krizin asya ülkelerine yayılması ve Amerika da başlayan mortgage krizinin tüm dünyayı olumsuz etkileyişi gösterilmektedir. (Evlimoğlu & Yenipazarlı, 2015)

1994 yılı Meksika ekonomisi için zorluklarla dolu bir yıl olmuştur. Bir çok ekonomik şoklarla birlikte olumsuzluklar üst üste gelerek ekonomik anlamda kriz yaşanmaya başlamıştır. Meksika'da başlayan döviz krizi kısa sürede Arjantin ve diğer Latin Amerika ülkelerine yayılmıştır. Bu krizin bulaşma etkisi birçok araştırmacı tarafından "Tekila etkisi" olarak ifade edilmektedir. (Claessens & Forbes, 2001)

1998 yılında Rusya'da gerçekleşen devalüasyon ile birlikte Rus Hükümeti moratoryum ilan etmesine neden olmuştur. Rus rublesinin değer kaybetmesiyle birlikte diğer gelişmekte olan ülkeler ve gelişmiş ülkelerde de kriz etkisini göstermeye başlamıştır. Beraberinde yaşanan olumsuzluklar nedeniyle kriz Brezilyaya sığrayarak döviz piyasasını etkilemiştir. Brezilya haricinde Hong Kong ve Meksika da bu krizden etkilenmiştir. (Bağ & Goldfajn, 2000)

2007-2008 yıllarında ABD de başlayan mortgage krizi kısa sürede birçok ülkeyi etkilemiştir. ABD'nin büyük bankalarından olan Lehman Brothers'ın iflas etmesiyle birlikte kriz sürecini hızlandıracak şekilde birçok banka batmıştır. Bu bankaların batması kredilerin geri dönmemesi anlamına gelmektedir. Konut piyasasında şişmeye devam eden balonun patlamasıyla birlikte finansal piyasalarda büyük istikrarsızlığa neden olmuş ve yavaş yavaş bütün dünyaya yayılan küresel krize zemin hazırlamıştır. (Kıraç, 2015)

1.2. Bulaşıcılığın Nedenleri

Ülkeler arasındaki sosyal, siyasi ve ekonomik ilişkilerin gelişmesiyle birlikte uluslararası ticari faaliyetler yaygınlaşmaya başlamıştır. Uluslararası ticaret, teknoloji, yatırım ve bilgi alışverişi daha kolay hale gelmesiyle bir takım yasal düzenlemelere gidilerek finansal küreselleşme başlamıştır. Finansal küreselleşme tüm piyasaların entegrasyonudur. Küreselleşme sayesinde sermayenin kıtalar arası dolaşımı daha kolay hale gelmiştir. Ancak bu kolaylıklar ülkelerin iç ekonomilerinde yaşamış oldukları sorunları diğer ülkelere de bulaştırmalarına neden olmuştur.

Türkiye örneği ile inceleyecek olursak; Türkiye de 1960 ve 1970 yıllarında sabit kur rejimi uygulanmış ve yine aynı dönem içerisinde ithal ikameci sanayileşme politikası benimsenmiştir. Ham maddeyi başka ülkelerden getirip Türkiye’de işleyerek hammaddeyi mamül ve yarı mamül ürünler haline getirdikten sonra ihraç edilmiştir.

1973 yılında başlayan petrol krizi birçok ülke gibi Türkiye’de de etkileyerek dış ticaretteki dengeyi bozmuştur. Bu olumsuz süreç doğrultusunda yüksek enflasyon görülmüş ve yüksek enflasyonu düşürmek ve borçları ödemek için esnek kur rejimine geçilmiştir. 1980 yılından önce yaşanan finansal bunalımlar için merkez bankası para basma yoluna giderek yaşanan küçük çapta krizleri gidermeye çalışmıştır. Bu izlenen yol neticesinde enflasyon yükseldiği için 1980 sonrasında aynı yolu izlememiştir. Açık piyasa işlemleri yada kısa vadeli avans talep edilmiştir. (Tiryaki, 2015)

Türkiye’de olduğu gibi diğer ülke ekonomilerinde de krizler sadece içsel nedenlerden meydana gelmemektedir. Literatürde de değinildiği üzere uluslararası finansal kuruluşlarla olan ilişkiler, ticaret ilişkisi, yabancı sermayenin dolaylı veya doğrudan ülke içerisinde faaliyet göstermesiyle birlikte kriz derinleşmekte ve yayılmaktadır. Bu durumda bulaşıcılığın ne kadar önemli olduğunu göstermektedir.

Günümüz ekonomilerinin temelini finansal piyasalar oluşturmaktadır. Bu piyasaların küresel sisteme uyum sağlamasıyla birlikte bir piyasada yaşanan şok durumu diğer piyasalarda da kendini hissettirmektedir. Piyasalar arası transferlerin ve şokların aktarılmasında üç etki bulunmaktadır. Birincisi yayılma etkisi; ekonomik anlamda birbiriyle ilişki içerisinde olan iki ülkenin bir mal alımı veya satımı yapması ticari bir anlaşmanın olduğu anlamına gelmektedir. Ticari bir anlaşmanın olması demek taraflardan birinin yaşamış olduğu finansal krizin diğer ülkeye yayılması anlamına gelmektedir. Nihayetinde yayılma etkisi dış ticaret ilişkilerinin yoğun olmasıyla ortaya çıkmaktadır. İkinci olarak muson etkisini görmekteyiz. Muson etkisi; gelişmiş ülkelerin uygulamış olduğu politikalardaki değişimlere bağlı olarak

gelişmekte olan ülkelerin etkilenmesidir. Üçüncü olarak bulaşma etkisini yatırımcı davranışlarında meydana gelen değişimler olarak açıklayabiliriz. (Dağgeçen, 2012)

Bulaşıcılık kavramsal olarak ekonomik temellere dayanan bulaşma nedenleri ve yatırımcı davranışlarına dayanan bulaşma nedenleri olarak ikiye ayrılmaktadır.

1.2.1 Ekonomik Temellere Dayanan Bulaşma

Piyasalarda meydana gelen krizlerin; görünür bir ekonomik kanal yardımıyla başka bir piyasaya aktarılmasıdır. Karşılıklı bağımlılık olarak da ifade edilmektedir. Krizlerin yayılmasının nedenleri arasında ticari ilişkilerin ve finansal bağlantıların sayılmasının yanı sıra uluslararası ekonomik şoklarda sayılmaktadır. Bir ülkede ekonomik koşullar nedeniyle veya dışsal şoklar nedeniyle bir kriz yaşıyorsa bu ülkelerle ilişki içerisinde olan diğer ülkelerin ekonomik göstergeleri de olumsuz etkilenmektedir.

Ekonomik temellere dayanan bulaşma 3'e ayrılır. Birincisi rekabetçi döviz kuru ve ticaret etkisi, ikincisi finansal bağlar, üçüncüsü ise dışsal şoklardır.

1.2.1.1 Rekabetçi döviz kuru ve ticaret etkisi

Doğrudan veya dolaylı ticaret ilişkileri veya döviz kuru rekabeti olan ülkelerden birinin krize girmesi diğer ülke veya ülkelerin ekonomik göstergelerini etkilemektedir. Burada, bulaşmaya açık olan ülkeler, dış pazarlarda ihracat yapan veya yabancı sermaye yatırımlarını çekmek için rekabet içinde olan ülkelerdir. Dalgalı döviz kuru politikasının bulunmaması da bu kanaldan bulaşma riskini arttıran bir elementtir. Bu ülkelerden birinde bir kriz ve devalüasyon olması durumunda, diğer ilgili ülke veya ülkelerde dış pazarlarda ve dış ticarete rekabet edebilmek için devalüasyon baskısıyla karşı karşıya kalmaktadırlar. (Budak, 2017)

Ekonomik temellere dayanan bulaşma çeşitlerinden rekabetçi döviz kuru ve ticaret etkisi kanalının aktif olduğu iki durum vardır. İlk durumda, ülkelerin birbirleri ile doğrudan bir ticaret ilişkisi vardır. Bu ülkelerden birinin krizi yaşaması nedeniyle diğeri de krizden payını alması beklenmektedir. İkinci durumda, bu iki ülkenin rekabet içinde üçüncü bir pazarda olması durumudur. Benzer ürünleri ortak pazarlara pazarlayan iki ülkeden birinin kriz yaşaması diğerin de kriz yaşaması riskini ortaya çıkmaktadır. Örneğin; rekabet içinde bulunan iki ihracatçı ülkeden birinin kriz yaşaması ve aynı zamanda devalüasyon yapıldığı düşünülürse diğer ülke de fiyat rekabeti konusunda sorunlarla karşılaşmaktadır. Tüm bu yaşananların sonucunda ihracat hacmi olumsuz etkilenecektir. Bu durumda kriz yaşayan ülke, hiçbir ekonomik sorun yaşamayan bir diğer ülkeye ticari bağlarla krizi aktarmış olur. Ticaret etkisi ve

rekabetçi döviz kurları bir ülkeden diğerine krizin yayılmasını tetiklemiş olmaktadır. (Budak, 2017)

1.2.1.2 Finansal Bağlar

Krizlerin aktarılmasında etkili kanallardan biri ülkeler arasında devam eden mali ilişkilerdir. Ticari ve finansal krediler ve sermaye akışı ülkeler arasındaki doğrudan yabancı yatırımları oluşturmaktadır.

Krizi yaşayan ülkedeki sorunlar, mali bağlar aracılığıyla diğer ülkelerin ekonomilerini doğrudan etkilemektedir. (Kröger, Kuhnert, & McCarthy, 2010) Kredi ve sermaye yatırımlarının kısılması ve finansal ilişkilerin yoğun olduğu diğer ülke veya ülkelerin ani sermaye çıkışları nedeniyle yatırımcılar kendi ülkelerinde ekonomik krize düşebilmektedir. Bir ülke kriz nedeniyle alacaklarını tahsil edemediğinde diğer ülke piyasalarında da zorluklarla karşılaşması beklenmektedir.

Kaminsky ve Reinhart bulaşmanın kanallarını anlatırken ticari bağlar ve finansal bağların arasında net bir ayırım yapmanın zor olduğunu belirtmiştir. Bunun nedenini ticari ilişkiler içerisinde olan ülkelerin genellikle finansal bağlara da sahip olduğuna bağlamıştır. Yani aslında anlatılmak istenilen ticari bağlarla, finansal bağlar arasında güçlü bir neden-sonuç ilişkisi bulunduğuudur. (Kaminsky & Reinhart, 2000)

1.2.1.3 Dışsal Şoklar

Kriz transferine neden olan faktörlerden biri dışsal şoklardır. Dışsal şoklar ülkelerin ekonomik göstergelerini etkiler, buda krizi tetiklemektedir. Büyük ekonomilerde meydana gelebilecek önemli ekonomik göstergelerin aniden değişmesi başka ülkelerinde kriz yaşamasına neden olur.

Masson'a göre büyük bir sanayi ülkesinde yaşanan şok etkisi krizi tetiklemede bir etkidir. Ülkelerin borç durumu, döviz cinsinden borç durumu ve bankacılık sisteminin sağlamlığı ülkelerin krize karşı duyarlılığını ölçmedeki faktörlerdir. (Masson, 1998)

Amerikan dolarının birçok para cinsi karşısında aşırı yükselmesi Asya krizinin nedenleri arasında yer almaktadır. Güneydoğu Asya ülkelerinin rekabet edebilme gücü, doların hızlı bir şekilde yükselmesiyle zedelenmiştir. İhracatın yoğunluğu bu bölgeden Çin'e doğru kaymaya başlamış ve Tayland başta olmak üzere Güneydoğu Asya ülkelerinin ihracat yaparak sağladıkları gelirlerinde azalma meydana gelmiştir. Gelirlerin azalması devalüasyon baskısını beraberinde getirmiştir. (Corsetti, Pesenti, & Roubini, 1998)

Yaşanan bir dışsal şok, çok az zamanda diğer ülke ekonomilerini etkileyerek krizin tetiklenerek yayılmasına sebep olmuştur. 2007-2009 yıllarında yaşanan küresel finansal krizin ABD ekonomisinde meydana getirdiği kaosla birlikte dolar faizinin yükselmesiyle yaşanan durgunluk diğer ülkeler için büyük ölçekli dışsal şok etkisi yaratmıştır.

1.2.2 Yatırımcı Davranışlarından Kaynaklanan Bulaşma

Finansal piyasaların bütünleşme dereceleri krizlerin yayılmasında ve bulaşmasında önemli bir etkidir. Bir ülke ekonomisi küresel veya bölgesel finans piyasalarıyla sıkı bir şekilde bütünleşmişse, bu grup içerisinde bulunan finansal piyasalar varlık fiyatlarının aynı yönde hareket etmesine neden olan mekanizmadır. Finansal piyasaların bütünleşme dereceleri ne kadar yüksekse, genel ve reel şokların bulaşıcılığı da o kadar yüksek olmaktadır. Finansal serbestleşme ne kadar kısıtlıysa ülke ekonomisi de o kadar korunaklı yani dirençlidir. Bu durum göz önüne alındığında finansal piyasalar, şokların bulaşmasını daha kolay hale getirmektedir.

Toplu olarak ve bireysel olarak rasyonel davranışlar sergilediği kabul edilen yatırımcılar politika oynaklığına neden olabilmektedirler. Yani yatırımcıların rasyonel davranışları ya da irrasyonel davranışları şokların diğer ülkelere bulaşmasına neden olabilir.

Forbes ve Rigobon ise şok aktarımlarının kriz teorileri ile bağlantılı olarak aktarımını “değişim bulaşması” olarak adlandırmışlardır. (Claessens & Forbes, International Financial Contagion, 2013)

Bulaşma kanallarında yatırımcı davranışlarına bağlı olarak ortaya çıkan bulaşma türleri 4 başlıkta incelenmektedir. Bunlar; likidite kısıtı, sürü davranışı ve asimetrik bilgi, uyandırma çağrısı, çoklu denge mekanizmasıdır.

1.2.2.1 Likidite Kısıtı

Likidite kısıtı, yatırımcıların kararını etkileyen ve uluslararası borç verenlerin ve yatırımcıların krizi bir ülkeden diğerine taşımasına neden olan önemli bir faktördür. Bir ülkede kriz ortaya çıktığında, o ülkede yatırımları olan uluslararası yatırımcılar gelecekte veya o an likidite sorunları yaşayabileceklerine inandıkları için yatırımlarını geri çekmekte veya diğer ülkelerdeki kredi kanallarını daraltabilmektedirler.

Uluslararası yatırımcılar kredi yatırımları için teminat talep ettiklerinde likidite sorunu ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Calvo, 1999 yılında diğer ülkelerde Rusya krizinin yayılmasında yatırımcıların rolü ile ilgili likidite sorununun altını çizmiştir. Yazara göre, gelişmekte olan pazarlara yatırım yaparak bu pazarlar hakkında bilgi

toplayan bir grup yatırımcı var ve bunlar genellikle büyük yatırım fonlarını içermektedir. Rusya'daki yatırımın değeri kriz nedeniyle düşmeye başladığında, bu yatırım fonlarının değeri de düşmeye başlar. Genellikle kaldıraç işlemleri yapan bu yatırım fonları zarar gördüklerinde teminat altına alınırlar. Yatırımcı kuruluşlar teminat altına alınmasını istediğinde, diğer gelişmekte olan ülkelere yatırımları bırakarak likidite ihtiyacını karşılamak isteyeceklerdir. Satılan varlıklar, değerinin altında bir fiyata bir alıcı bulacağından, bu varlıkların değerinde düşüş başlayarak sonucunda kriz, Rusya dışındaki ülkelere yayılmaya başlamış olur. (Calvo, 2000)

Uluslararası likidite sebebiyet veren bir diğer durum ise kriz nedeniyle fonların itfa edileceğini öngören yatırım fonları olabilir. Reinhart ve Calvo, yabancı yatırım fonlarının komşu ülkelerdeki, 1994 Meksika krizinin yayılması üzerinde önemli bir etkisi olduğunu savunuyor. Yazarların söylemine göre, yabancı yatırım fonları kriz nedeniyle hisse alımlarının gerçekleşeceğine ve nakit sıkıntısı çekilmemesi açısından diğer ülkelerdeki borsalara yapılan yatırımların da satışına gidilmiştir. Meksika krizi sonrası krizden bu yana on iki Latin Amerika ülkesinden sadece Kolombiya'da varlık fiyatları artmıştır, çünkü Kolombiya'ya yabancı sermaye katılımı çok düşüktür. Diğer bir deyişle, yabancı yatırımcılar likidite sorunu nedeniyle diğer ülkelerde var olan varlıklarını satarlar ve her şeyden önce kriz yaşamamış ülkelere varlık fiyatlarını düşürürler ve bu şekilde krizi bulaştırma aşamasında rol oynamış olmaktadır. (Calvo & Reinhart, 1996)

Bulaşma nedenlerini ikiye ayırmıştık ve birincisi ekonomik temellere dayanan bulaşma kanallarıydı ve bunun içerisinde ilk olarak finansal bağları ele alarak iki ülkenin doğrudan ticaret yaparak finansal ilişkiler yoluyla yayılmasını açıkça ele almıştık. Uluslararası yatırımcılar ve kreditorler aracılığıyla da finansal bağlar kurulabilmektedir. Farklı ülke pazarlarına kredi veren ve yatırım yapan uluslararası kuruluşlar, gerçekleştirdikleri yatırımlarla ülkeler arasında dolaylı bir finansal bağlantıya neden olmaktadır. Finansal varlıkları uluslararası piyasalarda işlem gören ekonomiler, diğer ülkelerdeki olası krizlere karşı savunmasız hale gelmektedir. Finansal bütünleşme yani entegrasyon krizlerin yayılmasına ve büyümesine zemin hazırlar ancak bu yayılmanın nedeni yatırımcılardır. (Forbes & Rigobon, 2011)

Bir ülkedeki kriz nedeniyle varlık fiyatlarındaki düşüş göz önüne alındığında, uluslararası yatırımcılar yatırımlarını çeşitli nedenlerle diğer pazarlara bırakmayı tercih edebilirler. Yatırımcılar piyasa kayıplarını dengelemek, likidite ihtiyaçlarını karşılamak veya portföy riskini uygun bir seviyeye indirmek için diğer ülkedeki

varlıklarını satmayı seçebilirler. Bu durumda, sermaye çıkışlarının olduğu ülkenin küçük ve istikrarsız bir ekonomisi varsa, varlık fiyatları o ülkede düşmeye başlayacaktır. Başka bir deyişle, bir ülkedeki şok etkisi, ortak yatırımcılar olduğu için diğer ülkelere de yayılacaktır.

1.2.2.2. Sürü Davranışı ve Asimetrik Bilgi

Sürü davranışı, insanların başkalarının kararlarına ve davranışlarına uygun davranma eğilimi olarak tanımlanabilir. Sürü davranışının nedenleri, yatırımcının yeterli bilgiye sahip olmaması ve diğer yatırımcıların davranışlarını izleme gereksinimidir. Bunun ana nedeni, yatırımcının kendilerinde olmayan bilgilerin başkalarında olabileceğine inanmalarıdır. Bazı yatırımcılar, yeterli bilgi veya sezgiye sahip olduğunu düşündükleri diğer yatırımcıların büyük satın alma kararlarını hemen takip ederler. Diğer yatırımcılar tarafından izlenen bu grubun hareketi ve satın alma kararları, sıralı satın almaları oluşturarak yatırım varlıklarının fiyatını aniden yükseltiyor.

Yatırımcılar sürü halinde mantıksal veya irrasyonel olarak hareket edebilirler. Bilgili yatırımcılar, piyasalardaki asimetrik bilgiler nedeniyle bilgisiz yatırımcılarla aynı ticaret davranışını seçebilir. Çoğunlukla, giriş ve çıkış sürü davranışı içinde yapılır. Sürü davranışının etkisi girişte yavaş olmasına rağmen, bu etki çıkışta daha hızlıdır. Sürünün davranışı Asya ülkelerinde de görülmektedir. Sürü davranışının bölgesel etki ile birlikte etkisi, portföy yatırımcılarının bu ülkeleri hızla terk etmesini ve krizi derinleştirmesini sağlamıştır. (Durmuş, 2010)

Ülke veya bölgedeki mali kriz, yatırımcıların diğer ülkelerde de bir kriz yaşaması beklentisini yaratıyor. Bu davranış rasyonel veya irrasyoneldir. Kriz zayıfsa, yatırımcıların benzer özelliklere sahip diğer ülkelerde krizin oluşacağı beklentileri rasyonel ve bulaşıcılığa sebebiyet verir. Bu bulaşıcı iletim kanalı, yatırımcıların tüm ülkelerin özellikleri hakkında tam bilgiye sahip olmadıklarını ve aldıkları kararlarını, ülkeler hakkındaki gerçeği yansıtmayan ve bilinen bazı göstergelere dayanarak aldıklarını göstermektedir. Yatırımcılar tarafından kullanılan bilgiler, diğer yatırımcılar davranışlarını barındıran bilgiler olabilir ve bu bize yatırımcı davranışı arasındaki bilgi asimetrisinin etkilerini gösterir.

Şokları bir ülkeden diğerine taşımak sürü veya panik davranışı ile olabilir. Sürü psikolojisinin temel nedeni asimetrik bilgidir.

1.2.2.3 Uyandırma Çağrısı

Uyandırma çağrısı, yatırımcılar ülkedeki bir varlık piyasası veya ülkede oluşan kriz nedeniyle portföylerindeki benzer yatırımları gözden geçirme ihtiyacı duyduklarında ortaya çıkar. İlk krizin yatırımcılar için bir uyarı etkisi vardır, böylece yatırımcıların daha önce portföyleri için sorunlu görmedikleri verileri yeniden değerlendirmelerini sağlar. Yatırımcılar krize yol açan sorunların başka pazarlarda da mevcut olduğunu düşündüklerinde, bu piyasaları sorunlu olarak görmeye başlarlar. Aslında, söz konusu yatırımlarla ilişkili değerler en baştan aynı olsa da, uyandırma etkisi nedeniyle yatırımcı davranışındaki değişimin diğer pazarlar üzerinde olumsuz bir etkisi vardır ve krizin yayılmasına neden olmaktadır. (Bekaert, Ehrmann, Fratzcher, & Mehl, 2014)

Goldstein, bulaşıcılık kanallarını anlatırken finansal ve ticari ilişkiler ile birlikte “wake-up call” terimini kullanmıştır. Wake-up call terimi, bir ülkedeki krizin öncelikle piyasa oyuncularını uyardığını ve kriz merkezli ülke ile benzeyen özellikler taşıyan diğer ülkede olan yatırımlarını ve ekonomik temellerini yeniden değerlendirmelerini sağladığını vurgulamaktadır. Bu durum sorun veya riskleri fark etmelerine neden olursa, krizin bulaşıcılığı başlamış olur. Tayland’ın Asya krizinde yaşamış olduğu sorunlar diğer yatırımcıların Asya bölgesini gözden geçirmelerine sebep olmuştur. (Goldstein, 2001)

1.2.2.4 Çoklu Denge Mekanizması

Finansal krizlerin bulaşma yoluyla aktarılmasını açıklamak için birçok farklı yaklaşım önerilmiştir. Aslında, bu yaklaşımların çoğu birbiriyle ilişkilidir. Bu önerilenlerden ilki; “çoklu denge” yaklaşımına dayanır. Ekonomide bu kavramla iki denge durumu olduğu iddia edilmektedir. Bu dengelerden ilki; ekonomideki karar vericiler sabit döviz kuru rejiminin sürekli olarak sürdürülmesini ve spekülasyon saldırlar olmayacağını aynı zamanda ekonominin yapısal temellerinde herhangi bir değişiklik olmayacağı beklentisinin olduğu durumdur. İkinci denge durumu; Temel ekonomik parametrelerdeki değişiklik, spekülasyonlardan beklenen ortamın oluşumu sonucunda gözlenen para akışının, spekülasyonların dönem sonunda olmasını beklediği döviz kurundaki değişikliği teyit edeceği denge durumu anlamına gelir. (Schmukler, Zoido, & Halac, 2006)

Çoklu denge mekanizması, temel ekonomik parametreler üzerindeki göstergeleri istikrarlı olan ekonomilere yönelik spekülasyon hareketleri ve krizlerin ülkeler arası etkileşimini açıklar. Beklentilerdeki değişikliklere bağlı olarak dengeyi iyiden kötüye

kaydırmak, ülkeye şok yaratacak ve gerçek ekonomi verilerine bakılmaksızın kendi kendine devam eden bir etki yaratacaktır. Birinci ülkedeki krizin ardından yatırımcılar beklentilerini değiştirecek ve şoku ikinci ülkeye aktaracak, böylece kriz öncesi dönemde var olmayan bir transfer kanalı oluşturacaklar.

De Grauwe ve Ji (2012) Avrupa Borç Krizi'nin kendi kendini besleyen bir süreç sonunda gerçekleştiğini belirtmiştir. Yazarlara göre Yunanistan'ın ödeme güçlüğüne düşmesinin ardından yatırımcılar Avrupa ülkelerinin temerrüt riskini olduğundan yüksek olarak algılamaya ve ekonominin kötü dengeye geçeceğinin korkusu ile ellerinde bulunan devlet tahvillerini satmaya başlamışlardır. Bu durum birçok Avrupa ülkesinin ekonomisini etkileyerek krizin daha geniş bir alana yayılmasına yol açmıştır. (Budak, 2017)

1.3. Ülke Örnekleriyle Bulaşıcılığın Tarihçesi

1997 Asya krizinden önce, finansal bulaşma alanı çok geniş değildi. Bazı Avrupa ülkelerinde, bu kavram 1992-1993 arasındaki döviz kuru krizlerinden ve 1994'teki Meksika krizinden sonra düşünülüp incelenmeye başlanmıştır. O zamanlar siyasi çevrelerde ve kamuoyunda fazla ilgi görmemiştir. Asya'da 1997'de başlayan finansal çalkantıların ardından, son derece ilginç bir konu haline geldi. 2008 yılında ABD'de patlayan mortgage krizinin yayılmasıyla gündeme geldi.

1990'larda ortaya çıkan krizler, üç bölgesel dalgada ortaya çıkmıştır. 1992-1993 yılları arasında ortaya çıkan ERM krizi, 1994-1995 yıllarında meydana gelen Latin Amerika krizini ve bu krizi takip eden Asya krizi ve arkasından Rusya'daki kriz ve hemen sonrasında yaşanan Türkiye'de yaşanmış olan kriz akıllara bulaşıcılığı getirmiştir. Ülke örnekleriyle bulaşıcılığı anlatırken; Latin Amerika krizlerini, Güneydoğu asya krizlerini, Rusya krizini, 1994-2001 Türkiye krizlerini ve 2008 küresel krizini ele alarak anlatılmıştır.

1.3.1 Latin Amerika Krizleri ve Bulaşıcılık

1994 yılında Meksika'daki ekonomik krizin en büyük sebebi, güven kaybı ve yabancı yatırımcıların ülkeden beklentilerinin değişmesiydi. Meksika da 1980'lerin ortalarında gerçekleşen ekonomik reformlar, yabancı yatırımcıların ülkedeki yatırımlarını artırmalarını sağlamıştır.

Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması'nın (NAFTA), dış borcu yeniden yapılandırmak ve dış ticareti serbestleştirmek amacıyla imzalanırken, özelleştirme, finansal özgürlük ve mali disiplini garanti altına alarak olumlu şekilde etkilemiştir. Uzun vadeli durgunluk ve yüksek enflasyon dönemi sona ermiş, ekonomik büyüme

sağlanmış ve enflasyon 20 yıl sonra ancak tek haneye indirilmiştir. Bu durum, yabancı yatırımcıların ülkeye olan ilgisini uyandırmıştır. 1990-1994 dönemi boyunca ülke giren 104 milyar dolarlık uluslararası sermayenin bu yıllar arasında gelişmekte olan ülkeler için uluslararası sermayenin %20'sini temsil ediyordu, ancak uluslararası sermayede bir artış Meksika'nın cari açığının artmasına neden olmuştur. Özel sektör kredilerindeki artışa ek olarak, cari açıkların genişlemesi, sabit döviz kurları, yükselen uluslararası faiz oranları ve siyasi dalgalanmaların yanı sıra ülkede meydana gelen belirsizliklerdeki atışlar yabancı yatırımcıların ekonomiden beklentilerini negatif yönde etkilemiştir.

Krizden önce Meksika'da sabit bir döviz kuru sistemi uygulanıyordu. Mali yapısı yetersiz olan ülkelerde, sabit para kurunun uygulanması ülkenin parasına yapılan spekülasyon saldırıları nedeniyle çok zordur. Ancak, sabit döviz kurunun uygulanması ülkedeki ekonomik birimleri aşırı döviz kuru riski altına sokar. Paranın değerini korumak için ülkenin uluslararası rezervleri aracılığıyla kura müdahale etmek gerekiyor. Uluslararası rezervlerin sınırlı olduğu düşünüldüğünde, sabit döviz kurunun istikrarı konusunda olumsuz beklentilerin doğmasına neden olmaktadır. Ülke para birimindeki hızlı değer kaybı, kısa vadeli dış borcun artması, dalgalı cari işlemler açığı ve finansal sektörün sorunlu yapısı sabit bir döviz kurunun korunmasını imkansız hale getirdi. Ülkenin parasına yapılan saldırılar sonucunda, sabit döviz kuru başvurusu Aralık 1994'te sona erdi.

1988'de Meksika "Pacto" adlı bir reform paketi başlattı. Bu reform paketinin amacı, yüksek enflasyon sorununu ele almak ve büyümeyi hızlandırmaktır. Bu amaçla bir dizi önlem uygulanmıştır. Uygulamada olan reform paketinin en önemli özelliği, sosyal diyalogu anlamlandıran bir yapıya sahip olmasıdır. Bu doğrultuda, işçilerin, işverenlerin ve hükümetin fiyatlar, ücretler ve döviz kurları konusunda düzenlemeler yapmak için düzenli aralıklarla toplanması kararlaştırılmıştır. Buna ek olarak, Meksika kendini uluslararası rekabete açacak, sermayenin dolaşımındaki engelleri kaldıracak ve iç piyasayı serbest ticaret pazarına açacak. ABD ve Kanada ile serbest ticareti desteklemek amacıyla serbest ticaret anlaşması imzalayarak Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması'na (NAFTA) üye olmuştur. (Şimşek, 2005) Ayrıca, özelleştirme uygulamalarının ve yapısal düzenlemelerin uygulanması; Nominal döviz kuru enflasyonunu azaltmak için, sendikalar gibi sivil toplum örgütleriyle bağlantı kurmaya ve sosyal diyalog kurmaya, böylece ülkenin para ve maliye politikalarını şekillendirmeye karar verildi. Para tabanının enflasyon hedefi doğrultusunda

büyümesi için Meksika Merkez Bankası sermaye girişini ancak kısmen devlet tahvillerinin yardımı ile sterilize edebilecektir. Ancak, sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda, döviz kuruna dayalı istikrar politikası sonucunda yüksek reel döviz kuru ve zor bir cari açık ortaya çıkmıştır. (Hacıhasanoğlu, 2005)

Uygulamaya başlanan reform paketi ilk yıllarda enflasyon oranını ilk kez %10'un altına çekmiş ve Meksika ekonomisinde %4 lük bir büyüme meydana gelerek reform paketinin etkili olduğu görülmüştür. Bu olumlu etkilerin yanı sıra 1989 yılında ülke sermaye hareketlerinin önündeki engelleri kaldırarak sermaye akımlarını ülkeye almaya başlamış ve ülke parasının değerlenmesiyle ithalata olan talep artmış bu artışın sonucunda da cari açık artmaya başlamıştır. Artan cari işlemler açığının sürdürülebilirliğine ilişkin siyasi çalkantı, yabancı yatırımcıların ülkeye olan güvenini azalttı. Bu durumda sermaye akımları yön değiştirdi ve ülkeyi terk etti.

Bu ekonomik krizin etkisiyle ekonomi önemli ölçüde daraldı, işsizlik arttı, ülke genelinde gelir dağılımı kötüleşti ve reel ücretler düştü. 1994 yılında ekonomi %7 daraldı. Bu durum işgücü piyasasını etkilemiş ve işsizlik oranı artmıştır. Reel ücretler düştü. Kriz sonrası on yılda, Meksika'da asgari ücret satın alma gücü de %50 düştü. Ekonomik performans o kadar etkilenmiştir ki, krizin sona erdiği ilan edilen 1995'ten 5 yıl sonra; işçiler daha önce aldıkları ücret seviyesine ulaşıyordu. (Stiglitz, 2004)

1994 Meksika krizi, gelişmekte olan tüm pazarları hızla etkiledi. 20 Aralık 1994'ten sonra Meksika Borsasından sonra diğer Latin Amerika ülkelerinde borsalarda önemli düşüşler yaşandı. Meksika'daki kriz, Latin Amerika başta olmak üzere Asya ülkelerinin her birini farklı şekilde etkiledi. Diğer gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisi nedeniyle, Meksika ekonomik krizine "Tekila etkisi" de denir. Krizden etkilenen Latin Amerika ülkeleri özellikle Brezilya ve Arjantin iken, en az etkilenen ülke Şili'dir. Bunun nedeni, krizin zayıf ekonomik performansa sahip daha fazla ülkeyi etkilemesidir.

Brezilya ekonomik tarihi boyunca birçok ekonomik kriz yaşamıştır. 1980'lerde büyümesi 1982 kriziyle sona ermiş ve ülkedeki kriz nedeniyle durgunluk meydana gelmiş sonra enflasyonun artmasıyla borç yükü artmıştır. Ekonomik toparlanma 1980'lerin sonunda gerçekleşmiştir. 1990'da göreve başlayan yeni Başbakan Collor de Melo, bir dizi reform kararı dahil "Yeni Brezilya Programı" adını verdiği ekonomik bir programı başlattı. Ekonomik program dahilinde; 1990'lı yılların ortalarına kadar ihracat teşviklerinin kademeli olarak kaldırılmasına ve özelleştirme uygulamalarının uygulanmasına ve banka mevduatının maksimum 1.000 \$ 'a çekilmesine karar verildi.

Ekonomik reformlar paketinin uygulanmasına rağmen, Başbakan de Melo 1992'de ülkedeki artan yolsuzluk ve kişisel skandallar nedeniyle istifa etmek zorunda kaldı. Seçilmiş rakibi, fiyat liberalizasyonu, kamu harcamaları üzerindeki kontrol ve sıkı para politikası hariç olmak üzere ekonomi politikasında önemli bir değişiklik yapmamıştır.

Ancak ülkedeki ekonomik ve siyasi belirsizlik devam etmiş ve enflasyon artmıştır. Mayıs 1993'te Fernando Henrique Cardoso yeni Maliye Bakanı olarak atanmıştır. Cardoso, 1 Temmuz 1994 tarihinden itibaren geçerli olan yeni bir istikrar programı uyguladı. Yeni para biriminin adını taşıyan "Real Plan" olarak adlandırılan programın ana özelliği, diğer istikrar programlarından farklı olarak şok edici uygulamalar ve şaşırtıcı açıklamalar içermemesidir.

Uygulamada olan Real Planın temel amacı enflasyonu azaltmaktı. Bu amaçla kullanılan yöntem, ülkenin para biriminin dolara endekslendiği sabit döviz kuru uygulamasıydı. 1 real 1 dolara eşit olsa da, döviz kurunun belirli bir aralıkta hareket etmesine izin verildi. Program halkın desteğini aldı ve Başbakan Cardoso kampanyasına da katkıda bulunmuştur. (Yalçın, 2008)

Enflasyon ve enflasyon beklentilerindeki düşüşün yanı sıra, 1995 yılının ilk çeyreğinde ekonomik büyüme %10,4'e yükselmiştir. Ancak, büyüme oranlarındaki artış, artan gelirin ithalat üzerindeki etkisiyle cari işlemler açığının artmasına neden olmuştur. Ayrıca, Aralık 1994'teki Meksika krizinin bulaşıcı etkileri nedeniyle hükümet, kamu harcamalarını harekete geçirmek ve azaltmak zorunda kaldı. Bu nedenle, 1995 yılının ilk çeyreğinde ve 1996 yılında yıllık büyüme oranı %12 oranında azalmıştır. Ekonomik beklentiler pozitifleştikçe para ve maliye politikaları gevşetilmiş ve bu durum büyüme oranları üzerinde olumlu bir etki yaratmıştır. 1997'deki Doğu Asya krizi nedeniyle, ekonomiyi yeniden azaltan sıkı bir para politikasının tekrar izlenmesi gerekiyordu. 1998'de izlenen Rus krizi ekonomik daralmayı hızlandırdı ve Brezilya krizi de ülkedeki siyasi belirsizlik 1999 yılının Ocak ayında yaşandı. (Palma, 2012)

Real Planın en büyük talihsizliği, ülkedeki sorunlara ek olarak, tutarlı dış şoklar dönemlerinde de uygulanmış olmasıdır. 1994'teki Meksika krizinden sonra, "Tekila etkisi" olarak da adlandırılan krizin bulaşıcı etkisi nedeniyle, Brezilya'dan sermaye çıkışı başlamış oldu. Bu durumda, sabit döviz kurunu korumak için rezervlerin satışı gerekiyordu ve 7 milyar dolarlık bir rezerv kaybı gerçekleşmişti. Meksika krizinin etkilerinin ortadan kalkmasıyla, birçok yabancı yatırımcıya sermaye akımlarını tersine

çevirmek için teşvikler verildi, ancak eski düzeye ulaşılmadı. Ancak, sağlanan teşvikler sayesinde doğrudan yabancı yatırımlar yaklaşık 3 katına yükselmiştir. Ancak, bu durum reel döviz kurunun fazla yükselmesine yol açmıştır. Doğu Asya ülkelerinde 1997 yılında başlayan ekonomik kriz, sermaye akımlarının yönünü değiştirdi. Ülkeye giren kısa vadeli portföy yatırım tutarı, 1997'deki üç aylık dönemde 10 milyar dolardan 0.7 milyar dolara düştü. Bu nedenle reel döviz kurundaki yeniden değerlendirme tersine dönmüş oldu. Ancak, 1998'in ilk çeyreğinde sermaye akımları ülkeye dönmüştür, ikinci çeyreğinde ise sermaye akımlarının hacmi 10,6 milyar dolar olarak gerçekleşti. 1998'in üçüncü çeyreğinde, Rusya krizinden sonra sermaye akımları değişti ve Brezilya'dan gelen sıcak nakit akımları toplamda 15,9 milyar dolar olmuştur. 1998'in son çeyreğinde başka bir sonuç daha vardı ve hükümet rezervlerin kaybedilmesi nedeniyle sabit döviz kuru uygulamalarına son vermek zorunda kalmıştır. Rusya krizi küresel borsaları tersine çevirdi. Krizin Brezilya döviz piyasası üzerindeki etkisi özellikle büyüktür. Döviz piyasasına dolar talebi Ağustos 1998'de 11,8 milyar dolar ve Eylül ayında 18,9 milyar dolar olurken, uluslararası rezervler azalmıştır. (Sönmezay, 2014)

Döviz piyasasında dolara olan bu aşırı talebin nedeni Rus rublesi çöktüğünde, yabancı yatırımcılar Brezilya gerçeklerine olan güvenini kaybetmişlerdir. Arjantin Brezilya'daki krizden etkilenmiştir, ancak bu iki ülke arasındaki ticaret ortaklığı nedeniyle beklentileri uyumludur.

Tablo 1. Döviz Kuru Piyasaları

| | | SERBEST KUR PİYASASI | RESMİ KUR PİYASASI | TÜM KUR PİYASALARI | ULUSLARARASI REZERVLER (DEĞİŞİM) |
|------------------------|--|-------------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|---|
| | Temmuz 1995- Temmuz 1998 (Ortalama) | -1,322 | 2,670 | 1,348 | 992 |
| | Ağustos 1998-Aralık 1998 (Ortalama) | -3,601 | -4,326 | -7,927 | -6,996 |
| | Temmuz 1995-Kasım 1999 (Ortalama) | -1,593 | 1,324 | 62 | -198 |
| Asya Krizi | Eylül 1997 | -1,651 | 613 | -1,038 | -1,125 |
| | Ekim 1997 | -4,912 | -1,039 | -5,951 | -8,241 |
| | Kasım 1997 | -3,700 | -292 | -3,992 | -1,655 |
| Rusya Krizi | Temmuz 1998 | -1,839 | 6,693 | 4,854 | -688 |
| | Ağustos 1998 | -2,821 | -8,989 | -11,810 | -2,877 |
| | Eylül 1998 | -8,578 | -10,346 | -18,924 | -21,522 |
| | Ekim 1998 | -2,867 | 971 | -1,897 | -3,426 |

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

Döviz piyasasında dolara olan bu aşırı talebin nedeni Rus rublesi çöktüğünde, yabancı yatırımcılar Brezilya gerçeklerine olan güvenini kaybetmişlerdir. Arjantin Brezilya'daki krizden etkilenmiştir, ancak bu iki ülke arasındaki ticaret ortaklığı nedeniyle beklentileri uyumludur.

2001 krizinden bu yana ekonomi literatüründe yer alan Arjantin, ekonomik tarihi boyunca ekonomik istikrarsızlık ve yüksek enflasyonla mücadele eden ve bu olumsuzlukların son bulması için IMF'nin hazırladığı ekonomik programları uygulayan Arjantin, yine de süreci krizle noktalamıştır. Arjantin'in Eylül 2001'deki rezervleri toplam borcunun neredeyse 1 / 7'siydi. Ülkenin vadesi henüz gelmemiş

borçları bile bu rezervlerden daha fazlaydı. Bu ortamda, uluslararası derecelendirme kuruluşları IMF'nin yanı sıra Arjantin'in kredi notunu da düşürdü ve ülkeyi yükümlülüklerini zamanında ödeyemez hale getirdi. (Baig & Goldfajn, 2000)

Arjantin uzun yıllar boyu ekonomik kaos, yüksek enflasyon ve parasal istikrarsızlıkla mücadele etmiştir. 1 Nisan 1991'de Menem Hükümeti “Konvertibilite Planını” ekonomik zayıflıkların giderilmesinde etkili olması için uygulamaya koymuştur. Amaç sadece ekonomik sorunları ortadan kaldırmak değil, aynı zamanda zayıf yönetişimin etkisiyle değer kaybeden yerel para birimini de istikrarlı hale getirmektir. Konvertibilite planı altında, Arjantin pesosu döviz kuru için sıkı bir çapa ile ABD dolarına sabitlendi ve 10.000 Arjantinli australe endeksi 1 dolar olarak endekslendi. 1 Ocak 1992'den bu yana, yeni 10.000 australenin eşit olduğu “peso” para birimi kullanılmaya başlandı, böylece 1 peso 1 dolar oldu. Sabit döviz kurunun uygulanmasına ek olarak, uluslararası rezervlerdeki değişikliklere göre para basımının belirlendiği bir para kurulu benzeri uygulama başlatılmış, Merkez Bankasının halka borçlanması yasaklanmış, kamu maliyesinde disiplin sağlanmasına karar verilmiştir ve yapısal reformları ve özelleştirme uygulamalarını uygulamaya karar verilmiştir. (İnan Alpan, 2002)

Uygulamada uygulanan ekonomik program aynı zamanda sermaye hareketinin serbestleştirilmesi ve kamunun üretim sektörlerinde özelleştirme uygulamalarının uygulanması gibi düzenlemeleri de içermektedir. Ayrıca, iç para biriminin dolara sabitlenmesi ile para politikası uluslararası para piyasalarına bağlıdır ve Merkez Bankası'nın “Son Ödeme Otoritesi” işlevinin etkisiz olduğu kanıtlanmıştır. Çünkü bu politika ile Merkez Bankası'nın Arjantin para piyasasına müdahalesinin koşulu, getirdiği yerel paraya karşı döviz almasıdır. Konvertibilite planı hakkındaki şüphelere rağmen, 1990'ların başında Arjantin ekonomisinin canlanma dönemi olmuştur. 1990 yılında% 1.344 olan yıllık enflasyon oranı 1991'de %29'a ve 1994'te %4'e geriledi. Uluslararası rezervlerinin %20'sinin kaybına ve 1998'de Brezilya'nın devalüasyonuna rağmen 1994'teki Meksika krizinde hayatta kalmayı başardı. (Yeldan, 2012)

Arjantin'deki Konvertibilite Planı ile başlayan ekonomideki olumlu gelişmeler, Meksika'daki kriz nedeniyle sona ermiş ve ekonomi olumsuz bir gelişmeye ev sahipliği yapmıştır. Hükümet, uluslararası finans kuruluşları ve yerel yatırımcıların kredi imkanları sayesinde Mart 1995'te değer kaybına ilişkin endişelere son vermeyi başardı. IMF'den 2,4 milyar dolar, Dünya Bankası'ndan 1,3 milyar dolar, Inter-Amerikan Development Bank'tan (IADB) 1,5 milyar dolar ve uluslararası

yatırımcılardan 1 milyar dolar dahil olmak üzere toplam 6,2 milyar dolar finansman ayrıca 3 yıl vadeli yerel yatırımcılardan 1 milyar dolarlık fon sağladı. Bununla birlikte, kötüleşen ekonomik performansı düzeltmek için hükümet, mali sistemi istikrara kavuşturmak amacıyla sorunlu olan birçok taşra bankasını kapatmaya veya özelleştirmeye çalışmıştır. 1995'in ikinci yarısında banka mevduatlarında bir artış ve faiz oranlarında bir düşüş olmasına rağmen, bu iki değişken Meksika krizinden önceki değerlere ulaşamamış ve Arjantin ekonomisi% 4,4 küçülmüştür. (Eğilmez, 2008)

Ekonomi 1996-1997'de toparlanmış ancak 1998'de Brezilya ve Rusya'daki parasal krizlerin etkilerini hissetmiştir. Brezilya'daki kriz, Meksika krizinin Arjantin ekonomisindeki etkisine benzer bir etki yarattı.

10 Aralık 1999'da ülkenin yönetimi el değiştirerek Fernando de la Rúa başkan seçilmiştir. İşine başladığı zaman kamu harcamalarını özellikle yüksek gören De la Roi, hükümete olan güveni zayıflatmamak için bütçe kesintisi yapamadı, ancak konvertibilite planına devam etmeye kararlıydı. Bununla birlikte, ülkenin borçlanma oranı oldukça yüksek olduğunda, IMF tarafından 10 Mart 2000'de onaylanan 7,2 milyar dolarlık krediye rağmen, hem mevcut borçlarını hem de yeni harcamalarını finanse etmek konusunda isteksizdir. Bu durumda, yeni hükümetin vergi oranlarını artırmak, harcamaları finanse etmek için bir alternatiftir. 2000'nin Ocak ayında, 2001'in Nisan ayında ve Ağustos ayında üç vergi artırımı paketi uygulanmıştır. Pakette içeriğinde gelir vergisi %35, maaşlardan kesilen vergi %32,9 ve KDV %21'dir. Ancak, vergi oranlarında yapılan artış kayıt dışı ekonomik faaliyetlerin de artışına neden olmuştur. Ekonomik faaliyetlerin% 23'ünün söz konusu dönemde gayri resmi olarak gerçekleştirildiği tahmin edilmektedir. (Eğilmez, 2008)

2000 ve 2001 yıllarında ekonominin çöküşünü takiben, Arjantin hükümeti, değer kaybetmenin ekonomik ve politik riskleri içerdiği için yerel para biriminin değer kaybını önlemiştir. Bu dönemde siyasi güç vergi oranlarını yükseltti ve bütçeyi dengelemek ve ekonomik istikrarı sağlamak için kamu harcamalarının mali sıkılaştırmayla azaltılmasını istedi. Ayrıca, 1993-2001 yıllarındaki finansman açığının, hükümet harcamalarından ziyade 1998'in son çeyreğinde başlayan durgunluk nedeniyle hükümet gelirindeki düşüşten kaynaklandığını belirtiyor.

Arjantin hükümetinin krizle mücadele uygulamaları yeterli değildi ve ekonomik kriz Kasım 2001 ile Şubat 2002 arasında çok ciddi seviyelere ulaştı. Ekonomik daralmanın etkisiyle işsizlik arttı ve sosyal gerilimler de buna bağlı olarak arttı. Sonuç olarak, ülkede soygunlar ve şiddet içeren eylemler başlamıştır. Son olarak 24 Aralık

2001'de bir moratoryum ilan edildi ve bu derin ekonomik kriz doğal olarak siyasi hayatı olumsuz etkiledi ancak iki hafta içinde dört farklı hükümetin kurulmasına yol açtı.

Arjantin ekonomisinin 1993-1998 dönemi için ana parametrelerinin göstergelerindeki yıllık değişimler gösterilmektedir. 1995 yılı ekonomik büyümesine ilişkin verilerin %2,8'i Meksika krizinden Tekila etkisinden kaynaklanmaktadır. Bu yıl hariç, Arjantin ekonomisinin bu dönemde istikrarlı bir büyüme ve düşük enflasyon gösterdiğini görebiliyoruz. 1995 rakamı çıkarıldığında yıllık ortalama reel büyüme% 4,4'tür. Tablo, bu dönemde elde edilen finansal dengelerde sürdürülebilirliğini sürdürdüğünü göstermektedir.

Tablo 2. Arjantin Ekonomisini Ait Temel Makroekonomik Göstergeler

| Yıllar | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| GSMH (Milyar dolar) | 237 | 257 | 258 | 272 | 293 | 299 |
| Reel GSMH (% Değişim) | 5,7 | 5,8 | -2,8 | 5,5 | 8,1 | 3,9 |
| Merkezi Hükümet Bütçe Dengesi /GSMH | 0,9 | -0,5 | -1,4 | -2,2 | -1,6 | -1,3 |
| Konsolide Bütçe Dengesi | -0,2 | -1,7 | -3,4 | -3,3 | -2,1 | -2,1 |
| Toplam Kamu Borcu / GSMH | 29,2 | 31,1 | 35,9 | 37,7 | 38,9 | 41,4 |

Kaynak: M. Mussa , Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy, **Institute for International Economics**, Washington, Temmuz, 2002,s.12

1.3.2. Güneydoğu Asya Krizleri ve Bulaşıcılık

Mishkin; çoğu gelişmekte olan ülkede deneyimi olarak, Asya krizinin temel nedeninin asimetrik bilgi sorunu olduğunu ve bu da reel ve finansal sektörlerin bilançolarında bozulmalara yol açtığını ifade etmiştir. Finansal serbestleşmeyle gerçekleşen kontrol edilemeyen ve deneyimsiz sermaye hareketi, yüksek riskli kredilerin genişlemesine yol açmaktadır. (Mishkin, 1996)

Literatürde, araştırmacılar Asya krizinin bir başka nedenini Tayland'daki yerel para biriminin değer kaybına bağlamaktadır. Bu dönemde Asya para birimleri ile ABD doları arasındaki ilişkiyi incelediğimizde, Asya paralarının dolar karşısında değerlerinin arttığını görüyoruz. Bu krizden en fazla etkilenen ülkelerin arasında yer alan Endonezya, Kore, Malezya ve Filipinler ile birlikte Singapur ve Hong Kong'da borsalarda önemli iniş çıkışlar gözlenmektedir.

Asya krizinin nedenleri göz önüne alındığında, bu krizin etkileri dünyanın dört bir yanından gelen uzmanlar tarafından hissedilebilecek küresel bir krize dönüşebileceği düşünülmemiştir. Bununla birlikte, Tayland'ın yerli para birimi Baht'ın ani devalüasyonu, Asya'dan Rusya ve Latin Amerika'ya uzanan coğrafyadaki krizinin etkilerinin hissedilmesine neden olmuş. (Güloğlu & Altunoğlu, 2002) Krizden önce, Tayland, Malezya ve diğer ülkelerin hükümetleri IMF ve Dünya Bankası tarafından finansal durumlarının yarattığı riskler ve bu riski azaltmak için uygun politikalar konusunda uyarıldı. Bu ülkelerin cari açıkları, zayıf fonlama sistemi ve deneyimsiz iç finansal kurumları endişe verici göstergeler haline gelmiştir. Sektör hakkında yeterince bilgi sahibi olmayan yabancı yatırımlar bu ülkelere akmış ve gayrimenkul sektörü gibi spekülasyon alanlarında büyük yatırımlar yapmıştır. 1997'nin ilk yarısında spekülasyonlar, özellikle Tayland'da kriz belirtilerinin ortaya çıktığı ülkelerin ekonomilerini yeniden harekete geçirmek için bir devalüasyon yolu seçip seçmeyeceğini merak etmeye başladılar. Hükümet bunun gerekli olmadığını iddia etse de, artan şüpheler daha yüksek faiz oranlarına yol açmış ve bu artış, deflasyonist etkisi ile finansal kurumların finansal akışlarında sorunlara ve piyasa gerilimlerinin artmasına neden olmuştur.

1997 yılının ikinci yarısından bu yana Güneydoğu Asya ülkelerinde ortaya çıkan mali kriz Tayland'a yayılmış, bunu Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore ve Japonya izlemiştir. Krizi tetikleyen ülke olan Tayland, yoğun Asya krizi yaşayan ülkelere biri Endonezya, Güney Kore ve Malezya da krizden etkilenmiştir. (Öztürk, 2003)

Diğer ülkelerin paraları gibi Tayland Bahtı da istikrar için dolara sabitlendi. Son yıllarda doların güçlenmesi ve dolayısıyla değer kazanması da para ve parayla ilişkili ülkeleri önemli ölçüde etkiledi. Ülkelerdeki insanlar ve yabancılar da bölgedeki ülke para biriminin aşırı değerlenmesini beklemiştir. Malezya, Endonezya ve Güney Kore hızla bir şekilde krizin yaşandığı ortama girmiştir.

2-3 Temmuz 1997'de Tayland yerel para biriminin devalüe olmasıyla başlayan Güneydoğu Asya krizinin aşamalarını maddeler halinde şu şekilde sıralayabiliriz;

- ✓ Tayland baht'ı değer kaybetmesi sonucu oldukça gecikmeli önlemler sonucunda Tayland sabit döviz kuru sistemini ortadan kaldırıyor ve yüzde 20 oranında yerel para birimi devalüe oluyor. Bu işlem, bahtın aşırı değerlendiğine inanan yabancı spekülasyoncuların yurt içi satışlarından sonra

gerçekleşmiştir. Bu devalüasyon sonucunda Filipinler yerel para birimlerinin dalgalanmasına olanak tanımıştır.

- ✓ Spekülatörlerin baskısından sonra, Asya'daki tüm para birimleri 18 Temmuz 1997'de hızla değer kaybetmeye başladı. Singapur, Malezya ve Endonezya para birimi hızla düşmeye başladı.
- ✓ 11 Ağustos'ta IMF, Tayland ekonomisini istikrara kavuşturmak için 17 milyar dolarlık bir kurtarma koordinasyonu yaparak, 14 Ağustos'ta Tayland ile anlaşmayı imzalamıştır.
- ✓ Endonezya yerli para birimi iniş çıkışları bırakmış ve IMF Ekim sonunda Endonezya'ya 33 milyar dolarlık bir paketin sözünü verdi. Hükümet faaliyet gösteremeyen 16 bankayı kapattı. Verilmiş olan paket sözü sonrası yerli para biriminin değer kaybı devam etti.
- ✓ Tayland Başbakanı yaşanan ekonomik krizin üzerinden belli bir zaman geçmesi sonucu görevinden istifa etmiştir.
- ✓ Endonezya sabit kur sistemini terk ettiğini Ağustos 1997'de açıkladı. Kasım ayında kriz Kore'ye yayılmış ve Güney Kore serbest döviz kuru sistemine geçtiğini 16 Aralık'ta açıklamıştır.

Doğu Asya'daki kriz ve diğer gelişmekte olan ülkelerde görülen krizler karşılaştırıldığında, farklılıklar birkaç noktada ifade edilebilir: Diğer krizlerin aksine, özel sektör davranışları krizin önde gelen unsurlarından biridir. Bu aşamada, özel sektörün aşırı risk almasının temel nedeninin hükümetin resmi olmayan taahhütleri olduğu söylenebilir. Uluslararası finans kurumlarının verilerini incelerken; diğer krizlerin nedeni olan tasarruf eksikliği de Asya ülkelerinde yüksektir ve bütçe fazlası vermiştir. Bu krize maruz kalan ülkelerdeki enflasyon oranı diğerlerine göre daha düşüktür. Kamu borcu gelişmekte olan diğer kriz ülkelerinden daha düşüktür. (Kıraç, 2015)

Kriz, 1997 Asya krizinin devamında Meksika, Rusya, Türkiye, Brezilya ve Arjantin'de gözlemlendi. Bütün bu krizler sermaye hareketlerinin krizi olarak görülebilir. Ülkeler arasında binlerce kilometre olmasına rağmen, bu ardışık krizler, krizin bulaşma etkisiyle açıklanabilir.

1.3.3. Rusya Krizi ve Bulaşıcılık

1990'ların başında, Rusya ekonomik bir dönüşüm geçirmiştir. Bu dönemde serbest piyasa ekonomisine geçen Rusya, yerel para birimini uluslararası piyasalar da

işlem görür hale getirmesiyle, bu konu Rusya'yı risklere karşı daha savunmasız hale getirmiştir. Araştırmacıya göre, 1998'de ortaya çıkan bankacılık krizinin nedenleri o dönemde yaşananlar olarak belirtilmiştir. Rusya krizinin iki ana nedeni vardır. İlk olarak, 1997 Asya krizi sırasında petrol fiyatların da yaşanan düşüştür. Petrol fiyatlarındaki düşüşün Rusya için en önemli ihracat kazancı ile Rusya'da cari açık sorunu ortaya çıkmıştır. Bahsedilen konuya ek olarak, Rusya'yı krize sürükleyen bir diğer sorun da yüksek borçtur. Rusya'nın notunun yıllar içinde yüksek olması hükümetin daha kısa vadeli borç almasına da yardımcı oldu. Bu yüksek borçların da krizin önemli nedenleri olduğu düşünülmektedir. (Oktar & Yüksel, 2015)

Asya krizinin etkisiyle, Rusya'daki 1998 döviz krizi yerel para biriminde değer kaybettirdi. Ülke kamu ve özel sektör borcunu ödeyemeyerek borç krizine doğru adım adım yaklaşmıştır. Rus krizinin başlangıcını oluşturan faktörler olan bir dizi önemli ekonomik olay yer almaktadır.

Nisan 1996'da Paris ve Londra kulüpleriyle, Sovyet borç geri ödeme planını yeniden yapılandırmak amacıyla müzakereler başlamıştır.

Rusya ekonomisi dengeye yaklaştı ve bunun nedeni olarak 1997'de ticaret fazlası vermesi gösterildi. Kayıplar, çalışanların gerçek ücretlerinde görülmüştür. Bu dönemde çalışan nüfusun sadece %40'ının gerçek ücreti zamanında ödenmiştir. Kamu kesiminin bütçe açığı 1997 yılında artmıştır. 1997 borç geri ödeme için müzakereler başladı ve Eylül/Ekim 1997'de tamamlandı. 11 Kasım 1997'de Asya krizinin etkisiyle enkaza karşı spekülasyon bir saldırı başlatıldı. 1997 sonunda büyüme oranı %0.8 idi. Şubat 1998'de yeni bir vergi kanunu hazırlanmış ve IMF'den yardım talep edilmiştir. (Chiodo & Owyang, 2002)

Tablo 3. Rusya Krizinin Ortaya Çıkış Sürecinde Temel Olaylar

| | |
|-------------------------|--|
| 1996 Nisan | Paris ve Londra kulüpleriyle Sovyet borcunun ödenmesi için görüşmeler sürdürüldü. |
| 1997 | Ticaret dengesine doğru ticaret fazlası- enflasyon %11 düzeyinde, 23\$/ varil' den petrol satışı- analistler Rusya için daha yüksek kredi tahmin etmektedir. Reel ücretler düşme eğiliminde - çalışanların ancak %40'na tam zamanında ödeme yapılmakta- kamu sektöründeki bütçe açığı yüksek |
| 1997 Eylül/ Ekim | Paris ve Londra kulüpleriyle borçların ödenmesi için görüşmeler tamamlandı. |

| | |
|---------------------------|---|
| 11 Kasım 1997 | Asya krizi, rublede bir spekülâtif atağa yol açtı, Rusya Merkez Bankası, 6 milyar \$ rezerv kaybıyla rubleyi savundu. |
| 1997 Aralık | 1997 Dönem sonu büyüme oranı, %0,8 gerçekleşti. Petrol fiyatları ve demirsiz metal fiyatları düştü. |
| 1998 Şubat | Yeni vergi yasası Duma'ya sunuldu. IMF yardımını istendi. |
| 23 Mart 1998 | Yeltsin hükümet başkanlığına Kiriyenko'yu atadı. IMF görüşmeleri devam etti. |
| 1998 Nisan | Rubleye yeni bir spekülâtif atak gerçekleşti. |
| 24 Nisan 1998 | Duma, Kiriyenko'nun atamasını onayladı. |
| 1998 Mayıs | Borç krizi olasılığının ortaya çıkması |
| Başı | |
| 19 Mayıs 1998 | Rusya Merkez Bankası, faizleri %30'dan %50'ye çıkardı, 1 milyon \$'la rubleye saldırıyı savundu. |
| 1998 Mayıs | Lawrance Summers, Kiriyenko görüşmesi gerçekleşmedi. Petrol fiyatları düşmeye devam etti. Petrol ve gaz oligarşisi, ihracatlarını artırmak için devalüasyon istedi. |
| 23 Mayıs 1998 | IMF, Rusya ile plan üzerinde anlaşamadığı için ülkeden ayrıldı. |
| 27 Mayıs 1998 | Rusya Merkez Bankası, faizleri %150'ye yükseltti. |
| 1998 Yazı | Rusya hükümeti krizden çıkış planı hazırladı. |
| 20 Haziran 1998 | IMF acil yardım paketini onayladı. 4.8 milyar\$ |
| 13 Ağustos 1998 | Rusya'da, borsa, tahvil ve döviz piyasalarında, devalüasyon beklentisi sebebiyle bozulmalar oldu, fiyatlar düştü. |
| 17 Ağustos 1998 | Rus hükümeti rubleyi devalüe etti, iç borçlar ödenemedi, ve yabancılara da moratoryum ilan edildi. |
| 23-24 Ağustos 1998 | Kiriyenko görevinden alındı. |
| 2 Eylül 1998 | Ruble dalgalanmaya bırakıldı. |
| 1998 Aralık | Reel büyüme %4.9'a düştü. |

Kaynak: Abbigail J. Chiodo and Michael Owyang, A case study of a currency crisis: the Russian default of 1998, Review, 2002, cilt:84,sayı:7-18, s.11

Rusya Merkez Bankası, 1998'in ikinci yarısında daraltıcı para politikası araçlarını kullanarak para arzındaki artış oranını azaltmaya yönelik politikalar

izlemiştir. Bu dönemdeki uygulamalar faiz oranlarını artırmış ve spekülâtif baskıyı önleme girişimi de yapılmıştır. Rusya'da gecelik faiz oranları yaklaşık %30'dan - %150'ye kadar çıkmış, faiz oranları arttıkça borç yükü de hızla artmıştır. Mayıs 1998'de Rusya borsa endeksi getirisi ortalama% 37 düştü. Rusya Merkez Bankası ilk başta devalüasyon olmayacağını açıklasa da, yerel para birimini uluslararası piyasalardaki olumsuzluk ve baskıya karşı korumayı bırakarak IMF'den yardım almak zorunda kaldı ve moratoryum ilan etti. (Kıraç, 2015)

Rusya'da ortaya çıkan krizin, başta Latin Amerika olmak üzere tüm gelişmekte olan ve gelişmiş pazarlar üzerinde olumsuz etkileri olmuştur. 27 Ağustos 1998'de New York Borsası ve Londra Borsası tarihin en büyük düşüşlerinden birini yaşarken Uzak Doğu ve Latin Amerika borsalarında da bir çöküş yaşandı. Yeni Zelanda, Avustralya, Kanada ve Norveç para birimlerinde büyük ölçüde değer kaybı görülmektedir. Ekim 1997'den bu yana oldukça değişken olan Rusya'nın finans piyasaları Mayıs 1998'den bu yana yoğun bir baskı altında kalmıştır. Sermaye çıkışları faiz oranlarını artırmış, mali konsolidasyona ve ortaya çıkan ekonomik yeniden yapılandırma çabalarına zarar vermiştir. Enflasyon hızla azalmıştır ve ödemeler dengesi açılmaya başlamıştır ve bunun bir nedeni petrol ve doğal gaz fiyatlarındaki düşüş ve piyasaya olan güvenin olumsuz izlenim oluşturmasıdır. (Sell, 2001)

Rusya'da kayıt dışı ekonomi ortaya çıkan krizin temel nedenlerinden biri sayılmaktadır. Rus ekonomisinin yaklaşık %50'sinin gayri resmi olduğu tahmin edilmektedir. Krizin bir diğer nedeni petrol fiyatları ve Rusya'nın bankacılık sistemidir. Bankacılıkta yetersiz denetim, uygulamada bilgi ve beceri eksikliği gibi sorunlar vardır. Bankaların finansal yapısı sağlıksızdır ve temel olarak düşük güven düzeyindeki şirketlere kredi sağlamaktadır. (Gerek, 1999)

1998 Rus krizini bulaşıcılık açısından incelerken, özellikle Hong Kong ve Meksika'daki piyasalarda, özellikle Brezilya'daki döviz piyasasında, büyük ve ani bir karışıklığa neden olan krizin olumsuz etkilerini görüyoruz. Baig ve Goldfjn'e göre, 1998'deki Rus kriziyle birlikte, Brezilya döviz piyasasında dolar talebi Eylül ayında 11.8 milyar \$ 'dan 18.9 milyar \$ 'a yükseldi. Brezilya'nın bu iki ayda yüksek rezerv kaybetmesi, yabancı yatırımcıların güveninin sarsılmasına yol açtı ve yatırımlar aşırı derecede azaldı. Rusya'daki kriz derinleştikçe ve Brezilya'daki etkileri arttıkça, Brezilya kuru serbest dalgalanmaya bırakmıştır. Temmuz 1998 ile Ocak 1999 arasında ruble% 262 oranında düştü. Bununla birlikte, krizin etkisi diğer gelişmiş ve

gelişmekte olan ülkelerde hala belirgindir. Brezilya dışında, özellikle Hong Kong ve Meksika bu krizden etkilenen başlıca ülkelerdir. (Bağ & Goldfajn, 2000)

1.3.4. 1994 – 2001 Türkiye Krizleri ve Bulaşıcılık

Geçmişte ve günümüzde Türkiye ekonomisi, boyut olarak değişmiş ve farklı yapılarda krizlerle mücadele etmek zorunda kalmıştır. Bu krizlerin bazıları dış kalkınma yoluyla bulaşmış olurken, diğer kısım ise izlenen ekonomi politikalarının tutarsızlığından kaynaklanmaktadır. 1990'dan itibaren, finansal piyasaların serbestleştirilmesinde de gördüğü küreselleşmenin etkileri ile Türkiye'de iki büyük kriz yaşanmıştır. Bu krizler, 1994 ve 2001 krizleridir.

1990 yılının başından bu yana, Türkiye'de bir dönem hükümet politikasının etkisiyle küresel sermaye hareketlerinin serbestleşmesi söz konusudur. Uluslararası ticaret hacmindeki artışa paralel olarak, ülkedeki para hareketi hızlandı ve bu durum Türk lirası üzerinde baskı yarattı. Finansal özgürlüğün yanı sıra, kamu açığının artırılması faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Faiz oranları ve döviz kurları arasındaki makas bu nedenle açılır. Türkiye'de 1994 yılının ilk aylarında başlayan kriz özellikle hisse senedi ve döviz piyasalarında hissedildi ve finansal kriz olarak ortaya çıkmış oldu. Gelişmenin bir sonucu olarak, malların hareketine rağmen sermayenin hareketi daha yoğun olmuştur. Aşırı kur artışları TL'den kaçışı hızlandırmış ve bu duruma müdahale eden Merkez Bankası rezervlerinde önemli bir düşüş gözlemlenmiştir. (Alp, 2002)

1994 krizinin nedenleri, 1989'dan bu yana yaşanan dengesizlikler ile birlikte; 1993'ün son yarısında ve özellikle 1994'ün ilk üç ayında yapılan siyasi ve ekonomik hataların bir sonucu olarak ortaya çıktı. 1994 krizinin nedenleri olarak düşünülebilecek diğer konular arasında; sadece maliye politikasını takip etmek, piyasadaki aşırı likiditeyi azaltmak için para politikası uygulamamak, doğrudan Hazine'nin merkez bankasından para kullanmaya devam etmesi, bankaların merkez bankasına banka kredisi açmak ve kısa vadeli nakit almak suretiyle borç almak bu kredileri yatırımlara yönlendirmek yerine yüksek faizli menkul kıymetlere yönlendirmek olarak görünebilir. (Eğilmez & Kumcu, Ekonomi Politikası / Teori ve Türkiye Uygulaması, 2002)

1994 Türkiye krizinin başlangıç noktası olan risk yönetimi ilkeleri çerçevesinde etkin bir borç yönetiminin eksikliğidir. Kamu kesimi kredilerine olan talep aşırı yüksek olmasına rağmen, borç stokunun çok kısa olduğu bir ortamda, hükümetin faiz oranlarına müdahalesi ve bazı açık artırmaların iptali oldukça yanlış yönlendirilmiş bir

politika olarak düşünülebilir. 1994 yılında, bunları ortadan kaldırmak için alınan istikrar tedbirleri sonucunda ekonomide ortaya çıkan belirsizlik karşısında kamu sektörü tasarruf tedbirleri ön plana çıkmıştır. Maliye politikasının bir aracı olarak kamu harcamalarının azaltılması, iç talep ve üretimde daralmaya yol açmıştır. Buna ek olarak, Eylül 1995'te hızlı bir seçim kararı verilmiş ve yılsonunda seçimler yapılarak seçim sonuçlarının belirsizliği, Nisan 1996'da azınlık hükümetinin kurulmasına kadar devam etmiştir. (Kıraç, 2015)

2000-2001 mali krizinin en önemli nedenlerinden biri Türk Lirası'nın çökmesiydi. TL'nin üç gruba bölündüğü kırılganlığın TL'nin çöküşünün temelini oluşturduğunu ifade etmektedir. Güvenlik açığının ilk kaynağı, borç geri ödemesinden kaynaklanan dış dengenin bozulmasıdır. Ayrıca, döviz kurunun istikrar kazanmasıyla birlikte enflasyon oranlarının yüksek olması reel sektörün rekabet gücünü zayıflatmaya yetmiştir. Bu sayede sektörel bilançolarda bozulma gözlenmiştir. İç borçlanma ikinci kırılganlık kaynağıdır. Kamu bütçesi yüksek faiz politikaları nedeniyle zayıflamıştır. Yüksek faiz oranlarına ek olarak, kısa vadeli kamu borcunu ödeme koşulları da bütçe üzerindeki yükü artırmıştır. Bu yapı zaten kırılgan bankacılık sisteminin finansal yapısında bozulmaya neden olmuştur. Dağılımın üçüncü aşamasında, finans sektörünün kırılgan yapısı Kasım 2000'de likidite sıkıntısı ve Şubat 2001'de devalüasyon öncesi koşulların kötüleşmesi için temel oluşturmuştur. (Toprak, 2010)

Türk Lirasının reel olarak değerlendirilmiş olması ve cari açık, 2000-2001 yıllarında krizi tetiklemek için yetersiz olup, finansal sektörün kırılgan bir ekonomik yapıya sahip olması gerekmektedir. Yabancı para cinsinden vade uyumsuzluğundaki artış ve ödenmemiş borçlardaki artış gibi faktörler bu kırılganlığın şekillenmesinde etkili olmaktadır. Bankacılık sisteminde birikmiş olan risk homojen değildir ve bu risk birikiminin kaynağı iki farklı yapıya dayanmaktadır. Bunlar, kamu bankalarının özel bankalara karşı riskleri ve özel bankalar arasında risk birikimidir. Devlet bankaları faiz oranı riskine karşı daha hassasken, özel bankalar kur riskine daha yatkındır. Bankalararası bağlamda, orta ölçekli bankaların bilançolarında bulunan kısa vadeli kamu borçlanma araçlarının ağırlıklı olması dikkat çekicidir. Türkiye ekonomisinin Şubat 2001'de krize girişinin başka nedenleri şunlardır: (Toprak, 2010)

- ✓ Asya ülkelerinde görülen kriz sonucu Türkiye ekonomisinde %25 ila %35 arasında gerçekleştirilen devalüasyonun etkileri,
- ✓ Ekonomik büyümeye göre reel faiz oranları ile iç borçta aşırı artış,

- ✓ Kamu bankaları ekonomiye likidite sağlamak amacıyla piyasaya para arz etmiş ancak bunu bilançolarına zarar olarak yazmaları,
- ✓ Özel sektörün artan üretim ile talep artışını desteklemek yerine daha yüksek fiyatlara yönelmesi,
- ✓ Talebi artan ürünlerin üretilmesi için gerekli olan küreselleşmenin sağlanamayarak sanayileşme adımlarının atılmaması,
- ✓ Kayıt dışı ekonomiyi bilgilendirecek olan siyasi iradenin sunulmamasıdır.

1994 kriziyle birlikte, siyasi belirsizlik ortamında erken seçimlere karar verilmiştir. Ülke seçim ortamına rağmen ekonomik büyüme devam etmiş ve seçim sonunda enflasyon ve piyasadaki oynaklığa müdahale etmek için uygulanan sıkı maliye ve gelir politikalarına rağmen büyüme devam etmiştir.

Türkiye krizi 2001 yılında iyi yönetilmemiştir, daha da yanlış politikalar izleyerek krizin büyümesine sebebiyet vermiştir. IMF kriz zamanında Türkiye’de artan para arzına karşı çıkmıştır. Ayrıca bankaları kurtarmak için uygulanan politikalarında krizi daha da şiddetlendireceğini belirtmiştir. Bununla birlikte, 2007-2009 yılları arasında ABD’de görülen küresel kriz ve etkileri dünya çapında hissedilmiş ve FED piyasaya para sürdü. Aynı zamanda, büyük banka kurtarma operasyonları düzenlendi. IMF, bu süreçte izlenen politikaları savunduğunu belirtmiş ancak Türkiye’de tersine söyleminin olduğu görülmüştür. Dolayısıyla, Türkiye’nin IMF tutumunun 2001’deki tavrının krizin iyi yönetilemeyeceği tezini doğruladığı söylenebilir. (Kıraç, 2015)

Finansal krizin bulaşıcılık etkileri açısından 2001 krizine baktığımızda, Ağustos 1998’de Rusya’da kalkınmada etkili olduğu söylenebilir. Rusya’nın devalüasyon ve moratoryum beyanı ile kriz derinleşti ve küresel bir boyut kazanmaya başladı. Bu sürece ek olarak bulaşıcılığın sonucunda, Türkiye’den sermaye çıkışlarına yol açan zincirleme etki, diğer taraftan sermaye girişlerinin durmasına yol açmıştır. Yabancı yatırımcılar doğrudan yatırımlarını veya borsa aracılığıyla yaptıkları yatırımları çekerek ekonomiye sert bir darbe vurmuş oldular. Sermaye akımları daha yüksek faiz oranları gerektirirken, borsa fiyatları düştü. Bavul ticareti de bu dönemde geriledi ve bu olumsuz gelişmelerin piyasalar üzerindeki etkisini daha da artırdı. Gelişmenin bir sonucu olarak, iç talepteki daralma ve petrol fiyatlarındaki düşüş nedeniyle ihracat artış hızı yavaşlamış ve ithalat artış hızı düşmüştür. (Kıraç, 2015)

1.3.5. 2008 Küresel Krizi ve Bulaşıcılık

2007'de başlayan küresel mali kriz, 1929'dan beri ortaya çıkan Büyük Buhran'dan bu yana dünya ekonomisindeki en büyük kriz olarak kabul edilmektedir. Kriz, Temmuz 2007'de ABD'de bir likidite krizi olarak başlamış ancak sadece o bölgede kalmayarak kısa sürede diğer ülkelerle birlikte tüm finans sistemine yayılmış ve tüm finansal sistemleri olumsuz etkilemiştir. Subprime kredilere güvenilerek yapılmış olan yatırımlar, kredilerden geri dönüş olmayınca çoğu iflas etmiştir. Bir çok banka ve devasa finansal kurumlar batmış. ABD başta olmak üzere diğer ülkelerin merkez bankaları da krizi kontrol etmek için radikal adımlar atmıştır. Likidite piyasaya sunulur ve büyük bankalardan ve sigorta şirketlerinden fona devredilenler olmuştur.

Literatürde, birçok araştırmacı ekonomik gelişmeleri dikkate alarak küresel krizin başlangıcını belirlemeyi seçmiştir. Temmuz 2007'de iki adet Bear Stearns yatırım fonu iflas etti. Birçok araştırmacı bu tarihi krizin başlangıcı olarak görüyor. ABD'nin en büyük beşinci yatırım bankası Lehman Brothers ile birlikte birçok banka iflas etmiştir. Bu iflasların yanı sıra, konut kredisi krizi olarak adlandırılan krizin getirisi olarak kredilerin ödenememesiyle birlikte haciz işlemleri hız kazanmıştır.

Krizle birlikte, subprime kredilerin bankaların kredi portföylerindeki önemli ağırlığı nedeniyle kredi piyasası pasif hale geldi. Krizi tetikleyen en önemli faktörler arasında; küresel makroekonomik dengesizlikler, zayıf risk yönetimi uygulamalarıyla birlikte yetersiz finansal düzenleme ve kontrol eksikliği sayılabilir. ABD'nin bu faktörlerin etkisiyle kriz dağıtım pozisyonunda olmasıyla İngiltere, Portekiz, İspanya, İtalya, Yunanistan, Türkiye, Orta ve Doğu Avrupa, Çin, Japonya, Güney Kore, Tayvan ve Malezya gibi Asya ülkeleri cari hesap açığı nedeniyle krizden etkilendiler. (Kenc & Diboğlu, 2010)

Krizden iki yıl önce FED'in faiz oranlarındaki kademeli artışı kredilerin geri ödenmesini zorlaştırmış ve konut talebinde düşüşe neden olmuştur. Talepteki düşüşe paralel olarak konut fiyatları da bu düşüşü izlemiştir. Sonuç olarak, daha önce ipotekli konutların düşük maliyetle kredi kuruluşları tarafından satılmasına neden olmuş ve finansal kurumlara verilen zarar artmıştır. (TUSİAD, 2008)

Krizin başlamasından sonra, geçmişe göre olumsuz bir etki yaratarak, emlak piyasasında aşırı değerlenmeler olmuştur. Gayrimenkul fiyatlarındaki artışın sebebi; 2001 yılından bu yana FED'in faiz oranlarındaki artışı ve piyasadaki aktif olmayan fonların artmasıyla birlikte bazı finansal kuruluşların düşük kredi notu olanlara kredi kullandığı söylenebilir. Bu krediler verilirken bankacılık sektöründe bulunması

gereken finansal istihbarat ve kurallar göz ardı edilmiştir. Bu krediler insanları imkanlarından daha fazlasına ve daha fazla yatırım yapmaya itmiştir. Sonuç olarak, emlak talebi ve dolayısıyla emlak fiyatları hızla artmaktadır. (Eraslan, 2014)

Piyasa faiz oranı çok düşük olduğundan, özellikle düşük gelir grubundakiler değişken faizli veya esnek faizli kredi kullanmayı tercih etmiştir. Krizden sonra çekilen krediler, esnek faiz oranları nedeniyle güncel faiz oranlarından geri ödenmek zorunda kalmıştır. Kredilerin önemli ölçüde subprime olması nedeniyle, düşük gelirli segment bu kredileri geri ödeyememiş ve bankalarda idari yasal takip süreçleri başlatılmıştır. Bu süreçlerin sonunda toplanamayan fonlar nedeniyle kriz bankalar aracılığıyla finansal piyasalara bulaşarak krizi derinleştirdi ve etkiledi.

Küresel krizin Türkiye üzerindeki etkileri de önemli bir şekilde hissedilmiştir. Sektör endekslerinde gözlenen olumsuzluk eğilimi ile birlikte, düşük ve yedek kapasite kullanımının göz önüne alındığında etkilerinin dünya genelinde hissedildiği kriz, Türkiye'de ekonomik faaliyetlerin azalmasına neden olduğu belirtildi.

Özellikle 2008 yılında küresel krizin etkilerinin en yoğun şekilde hissedildiği dönem, gelişmiş ülkelerdeki durgunluk ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranlarındaki keskin düşüş genel dış talepteki azalmaya ve ihracat büyümesinde azalmaya neden olmuştur. Bu süreçten en fazla etkilenen ülkeler toplam gayri safi yurtiçi hasıladaki ihracat oranında yüksek paya sahip ülkelerdir. Bu süreçte kriz küresel bir boyut kazandığından, dış talepteki daralma olmuştur. Aynı zamanda, belirsizliğin bir sonucu olarak, tüketici güveni ve reel sektör son yıllarda en düşük seviyelerine gerilemiş ve iç talepte, özellikle yatırım talebinde keskin bir düşüş olmuştur. (Eraslan, 2014)

Krizlerin yaşandığı ülkeye ek olarak, ülkelerin kalkınma derecesi de diğer ülkelerle bulaşma etkisinde önemli bir faktördür. Örneğin, Türkiye, Kore ve Endonezya gibi ülkelerin küresel fiyatına ve piyasalardaki dalgalanmalara bağlı olarak değişebilen ekonomik parametreler ve daralma dünyanın geri kalanını büyük ölçüde etkilemeyecektir. Bununla birlikte, Amerika Birleşik Devletleri veya Almanya gibi ülkeler küresel fiyatlandırma modellerini etkileyecek kadar büyük ekonomilere sahip olduklarından, bunlardan meydana gelebilecek değişiklikler kolayca pozitif veya negatif olarak, nispeten küçük ülkelere yayılabilir.

Türkiye'de ve diğer gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerde krizin yayılması için her zaman mevcut kanallar söz konusudur. Bu kanallar şöyle sıralanabilir; aşırı-riskli varlık ticareti kanalı (birinci finans kanalı), kredi Kanalı (ikinci finans kanalı), ticaret

Kanalı, yatırım Kanalı, genel güven azalışı. Türkiye'de ilk bulaşma kanalı neredeyse hiç olmadığını söylenebilir. Bunun nedeni; Finansal piyasaların diğer gelişmiş ekonomilerden daha az gelişmiş olması ve bu nedenle karışık türevlerin ticareti yapılmamış olmasıdır. Yunanistan, Portekiz, İrlanda ve İspanya gibi diğer AB ülkelerini ciddi şekilde etkilemiştir. Türkiye, kredi krizinden etkilendiği ana kanal kredi kanalıdır. 2003-2007 dönemi dünya çapında bol likidite dönemidir. (Oktar, Eroğlu, & Eroğlu, 2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları Ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (Tcmb) Deneysel Politika Çabaları, 2008) Türkiye ekonomisindeki büyümenin nedeni; yurtiçi tasarruflarındaki yüksek olmamasına rağmen, ekonomiye yapılan yabancı yatırımlar iç pazara yönelik olmasıdır. Ancak, küresel krizin yaşanmasıyla birlikte likidite hızla düşmüş ve dünya genelinde kredi muslukları kapanmaktadır. Bu durumda, Türkiye'deki dış tasarruflarda iç pazardan çekilme eğilimi gösterdi. Bir diğer Türkiye'nin etkilendiği kanal ise dış ticaret kanalıdır. Türkiye'nin toplam ticaretinde, AB Üye Devletleri önemli bir paya sahiptir. Küresel krizin kendisinin en çok Avrupa coğrafyasında hissettirdiği ve 2009'da AB'de küçülme gözlemlenmesi nedeniyle Türkiye'nin bu ülkelere yaptığı ihracatta küçülme meydana gelmiştir. Çünkü AB ülkelerinde yaşanabilir olası durgunluk ve reel gelir kaybı dış talepteki ciddi düşüşe neden olmuştur.

Bulaşmanın Türkiye'deki dördüncü kanalı yatırım kanallarıdır. Doğrudan yabancı yatırımlar, belirsizlik zamanlarında en çok etkilenecek unsurlardan biridir. Hane halkı psikolojisinin bozulması ve bu olumsuz ekonomik şartlar çevrenin beklentileri ile birlikte, özellikle dayanıklı tüketim mallarında hızlı bir daralma süreci yaşanmasını kaçınılmaz hale getirmektedir. Türkiye'nin AB ülkeleriyle yoğun dış ticaret yapması nedeniyle bu ülkelerdeki birkaç büyük bankanın iflası, bu bankalarla ilişki içerisinde bulunan Türkiye'deki yatırımcıların da yatırım yapmasını etkilemektedir.

Türkiye etkilendiği Beşinci Kanal ise; risk algılaması yüksek olan piyasa ve kurumlara duyulan güvenin azalması tüketici ve yatırımcı davranışını olumsuz etkilemektedir. Bu belirsizlik ortamında büyük miktarlarda özel yatırımlar düşebilir.

Küresel kriz, finansal krizlerin doğrudan veya dolaylı olarak birçok ülke üzerindeki etkisinin en iyi örneği olarak gösterilebilir. ABD krizinin neden olduğu istikrarsızlık, batan bankalardan dolayı görülen işsizliğin artması, kredi piyasasının sıkılaşması ve reel ekonominin beklenen daralması sadece ABD'yi değil tüm dünyayı

etkisi altına almıştır. Küresel daralma, birçok ülkede büyüme de düşüş ve işsizlikte artış olarak kendini göstermektedir.

Yaşanmış olan kriz döneminde İngiltere’de, zayıflamış olan bazı bankalarının çökmesiyle bu bankalar en büyük rakipleri tarafından satın alınmıştır. İngiliz hükümeti tarafından, satın alınmayan birkaç büyük bankaya da el koyulmuştur. İngiliz hükümeti bankaların kurtarılması için ek garantiler beyan etmek zorunda kalmış ve bu bağlamda, banka mevduatları için teminat limitleri artırılmıştır. İngiltere, ülkenin en büyük bankalarının batmaması için sermaye desteği sağlamak zorunda kalmıştır. (Ataman Erdönmez, 2009)

Küresel kriz İzlada ekonomisini de etkiledi. Bu süreçte hükümet, en büyük bankalarından birkaçına el koymak zorunda kaldı. Diğer Avrupa ülkelerinde görüldüğü gibi diğer bankalara ek kurtarma paketleri sağlayarak krizin etkileri azaltılmaya çalışılmıştır.

İrlanda hükümeti kriz sırasında banka mevduatları için sınırsız bir hükümet garantisi vermiştir. Kriz sürecinde, ülkenin en büyük 3 bankasına kredi desteği verilmesine karar verildi.

2008'in son çeyreğine gelirken Avrupa bankacılık sistemi, krizden ciddi boyutta etkilenmeye başlamıştır. Avrupa'da faaliyet gösteren birçok uluslararası banka, ilgili ülkelerin hükümetleri tarafından kurtarılmak zorunda kalmıştır. Krizi Avrupa'ya teslim etme süreci, İngiltere'de Northern Rock'ın kamulaştırılması ile başladı. Para piyasalarında başlayan bu kriz küresel bir boyut kazanmış ve hızla yayılmış ancak sonucunda ABD ve Avrupa'da likidite sorunlarına neden olmuştur. Merkez bankaları, kurumların likidite ve ödeme güçlüğü ile ilgili sorunlarına çözüm bulmak amacıyla para arzlarını artırmak için olağanüstü çaba göstermişlerdir. Faiz oranları düşürülmüş, hükümetler birçok toparlanma paketi açıkladı ve krizin bulaşıcı etkilerine karşı koymak için çeşitli politika araçları uyguladı.

Tüm bu ve benzeri gelişmeler, bir sınır komşusu olmamasına rağmen dünya ülkelerine bunun bulaşmış olması bile, ABD krizinin acı verici bir deneyimi haline gelmiştir.

İKİNCİ BÖLÜM

BULAŞICILIGIN REEL EKONOMİYE ETKİSİ

2.1.Reel Ekonomi

Ekonomik literatür ve söylemde sıklıkla "reel ekonomi" terimiyle karşılaşmaktayız. Bir terim olarak reel ekonomi, ekonominin finansal yönünü ayırt etmek için kullanılır.

Reel Ekonominin tanımını yapmak istersek; ekonomideki mal ve hizmetlerin üretildiği alan diyebiliriz. Aynı zamanda finansal ekonomi de denir. Ekonomik literatürde reel ekonominin terimi, ekonomilerin finansal (parasal) segmentten ayrılma şeklini ifade eder. Bu ayrım, ekonomilerin gerçek dinamiklerinin nasıl etkilendiği ve finansal sektörle etkileşimlerinden etkilenen faktörlerin nasıl açıklanabileceği önemlidir. Reel ekonomi ile finansal ekonomi iç içedir buna en iyi örnek olarak bankaya mevduat olarak yatırılmış olan para ilk olarak kredi verilerek daha sonra ise sanayi üretimini arttırabilmek için yatırıma dönüşebilir.

Reel Ekonomi; üretim, tüketim, teknoloji, ticaret, kurumsal yapı ve beşeri sermayenin dinamik bir kavramsallaştırılmasıdır. Reel sektör, ekonomilerde tüketim talebini karşılamak için mal ve hizmetlerin üretiminden ve bu ürünlerin dağıtımından sorumlu olan sektördür. Bu reel sektör, hane halkı, finansal olmayan kurumlar ve kuruluşlar aynı zamanda hizmet sağlayan hayır kurumlarından oluşan bir bütündür. Reel sektör imalat dağıtım süreçlerini iki kilit pazarın yardımıyla gerçekleştirmektedir. Birincisi ham madde, emek, toprak ve sermaye piyasalarının içinde olduğu üretim faktörleri pazarı; İkincisi, tarım, sanayi ve hizmet sektörlerini kapsayan ürün pazarıdır.

Reel ekonomi, sadece finansal piyasalardaki faaliyetlerle ilgilenen bir finansal ekonominin aksine, mal ve hizmet üreten ekonomik faaliyetlerle de ilgilidir. Finans sektörü para ve sermaye piyasalarını kapsar. Reel ekonomi ise üretimin gerçekte yapıldığı alandır. Herhangi bir spekülatif husus dışında, ihtiyaçlarını ve isteklerini karşılamak için insanlar tarafından ve insanlar için mal ve hizmet satın alımı veya üretimi anlamına gelir. Reel ekonomide, ödemeleri gerçekleştirmek için para kullanıldığı için harcamaların gerçek olduğu düşünülmektedir. Çalışanlara ödenen ücretler, iç ücretlerin ödenmesi ve mülk alımı örnek olarak verilebilir. Para, paradan başka bir şeye dönüşebilir ve finansal ekonomide para fiziksel olarak kullanılmamakla birlikte para farklı bir şekilde kullanılır. Finansal piyasada süresiz olarak para şeklinde dolaşır. Borsa bunun için iyi bir örnek.

Reel ekonomi, bir ekonominin tüm gerçek veya finansal olmayan unsurlarını ifade ettiğinden, temsil edilmesi gereken bir parasal sisteme ihtiyaç duymayan sadece gerçek değişkenler kullanılarak modellenabilir. Bu şekilde, gerçek değişkenler iki şekilde ifade edilmektedir. Birincisi ücretler; Parasal terim ile ifade edilmelerine gerek yoktur, herhangi bir gerçek birimde gerçek terimlerle ifade edilebilirler. Örneğin; Bir saatlik çalışma için 5 adet elma. İkincisi işe çıktı: gerçek birim cinsinden ifade edilebilir. Örneğin; Bir mobilya firması bir günde 20 sandalye ve 10 masa üretiyor.

Krizler; küresel piyasaların ve finansal piyasaların yanı sıra reel piyasaları da etkilemektedir. Krizin reel ekonomi üzerindeki etkilerini anlamak için büyüme, istihdam, kamu maliyesi ve enflasyon gibi makroekonomik göstergelerin incelenmesi gerekmektedir.

Krizleri tetikleyen olaylar çeşitlilik göstermektedir. Beklenenden daha kötü olan herhangi bir makroekonomik göstere, ödeme güçlükleriyle karşı karşıya olan bir finans kuruluşu, iç politika gerilimleri yaratabilecek gelişmeler, uluslararası ilişkilerde sorun olma olasılığı, hatta 1997 Asya Krizi gibi beklenmedik bir doğal afet krize sürükleyebilir. Yerli para ve bankacılık sektörüne duyulan güvenin kaybolması, kısa sürede ülkeden kısa vadeli yabancı sermaye çıkışı, ulusal ve uluslararası kredi arzında ani bir azalma, yatırımcıların varlıklarını satma isteği ve bunun sonucunda fiyatlarda ani düşüş, döviz kurunda ciddi bir düzeltme, finansal zorluklar Kurumların iflası finans dışı sektör kuruluşları ve bunlarla bağlantılı ekonomik izolasyon, krizin ölçeğine ve türüne bağlı olarak ortaya çıkabilecek olaylardır. Genel olarak sağlıklı bir ekonomik dengenin mevcut olduğu veya en azından finansal sektörün dayanamayacağı bir risk yapısından yoksun olduğu ve önemli zayıflıklara sahip olmadığı durumlarda, döviz kurlarında ve varlıklarda fiyat ayarlamaları büyük ölçekli mali krize evrilmeden de yapılabilmektedir. (Schwartz, 1987; Mishkin, 1994)

Finansal piyasalar ve reel piyasalar, mevcut ekonomik ortamda tamamlayıcı bir rol oynamaktadır. Her iki piyasadaki dengeler optimal seviyeyi ne kadar çok yansıtırsa, ekonomide oluşacak genel denge de buna göre optimum seviyeyi yansıtacaktır. Reel ekonomi için optimal denge seviyesi “Pareto optimalliği” dir.

Reel bir ekonomi için, Pareto optimalliği bir verimlilik kriteri olarak ifade edilir. Pareto optimalliği, maliyet etkinliğini vurgular. Finansal sistemdeki para ve sermaye piyasaları, ekonomide kaynakların aktarılmasına yönelik bir mekanizma görevi gördüklerinden, ekonomik verimliliğin sağlanmasında ve artırılmasında önemli rol oynamaktadır. (Kindwell, Peterson, & Blackwell, 2000)

2.2. Finansal Sektör ile Reel Sektör Arasında Kriz Aktarım Mekanizmaları

Reel ekonomide kriz dönemlerinde yaşanan değişimler, hanehalkı ve reel sektörde faaliyet gösteren şirketlerin bilançolarını etkilemekte, bunun sonucunda reel sektör finansal sektörü etkilemektedir.

Reel sektör ile finans sektörü arasındaki bağlantılara ilişkin teorik literatür, temel olarak standart makroekonomik teori açısından açıklanmaktadır. Daha kesin olmak gerekirse, zayıf makroekonomik koşullar, hanehalklarının ve bankalar dahil işletmelerin gelirlerini ve kârlarını olumsuz etkiler, ekonomik birimlerin net varlıklarındaki ve hatta bazı durumlarda net varlıklarındaki artış oranını azaltır. Bu durum, borçlu ekonomik varlıkların temerrüde düşmesine neden olmakta, bu da bankalar için zarara neden olmakta ve bilançolarını olumsuz etkilemektedir. (Jacobson, Linde, & Roszbach, 2005)

Finansal bulaşma konusunda, finansal sektör ile reel ekonomi arasındaki ilişki görece daha az çalışılan bir konu olmasına rağmen; Finans sektöründen reel ekonomiye olan bağlantıların daha çok bu çalışmalar çerçevesinde ele alındığı görülmektedir. Faiz oranları gibi finansal değişkenler ile tüketim ve yatırım harcamaları gibi gerçek değişkenler arasında var olan etkileşimlerin, finansal sürtüşmeden çok firmaların ve hane halkının harcama kararlarını etkileme olasılığı daha yüksektir.

Bu, firmalar arasında maliyetler konusunda karar verme süresi açısından ortaya çıkar. Örneğin, tüketim harcamalarının açıklandığı sabit gelir modelinde, gelecekteki hane halkı akımının indirgenmiş bugünkü değeri cari tüketim maliyetlerin belirleyicisidir. Hane halkları gelecekteki gelirlerinin bugünkü değerini hesaplamak için reel faiz oranlarını kullandıkları için, finansal bir değişken olan reel faiz oranı cari tüketimi etkiler. Benzer şekilde, neo klasik yatırım modelinde faiz oranları maliyet kararlarını etkiler. Çünkü faiz oranları, gelecekteki sermaye mallarının kiralanan gelirini / maliyetini ve / veya amortisman akışlarını iskonto etmek için kullanılan bir değişkendir. Bununla birlikte, bu finansal değişkenler, tüketim ve yatırım modellerinde, gerçek faaliyet düzeyini etkileme gibi önemli bir role atfedilse de; Finans sektörüne borç verme ve transferler gibi sadece basit bir rol atanmıştır ve finans sektörünün bu işlevi herhangi bir mali sürtüşme olmaksızın yerine getirdiği varsayılmaktadır. (Erkişi, 2019)

Teorik literatürden finans sektöründen kaynaklanan şokların reel sektöre geçişini ve reel sektör kaynaklı şokların finans sektörü üzerinden yeniden iletimini açıklamak

için üç kanal belirlenmiştir. Genel olarak bankaların veya borçluların ortak varlık ve yükümlülükleri ile ilgili Üç kanal şunlardır:

- (i) borçlu bilanço kanalı;
- (ii) banka bilanço kanalı;
- (iii) likidite kanalı.

İlk iki kanal genellikle finansal hızlandırıcılar olarak adlandırılır.

Bu sınıflandırmaya ek olarak dış ticaret akımlarının yayılması ve ticaret tarafı olan diğer ülkelerde yaşanan kriz aynı zamanda piyasalar üzerinde etkilemesi şeklinde de olabilir. Dolayısıyla, krizin reel ekonomiden finansal piyasalara yayılması bağlamında dış ticaret kanalı da incelenen önemli bir aktarım kanalıdır. (Bernanke & Gertler, 1995)

Finansal sektör ile reel sektör arasında kriz aktarım mekanizmalarını uluslararası ticaret, borçlu bilanço kanalı ve finansal hızlandırıcı kanal, banka bilanço kanalı ve likidite kanalı olarak 4'e ayırarak incelenmiştir.

2.2.1. Uluslararası Ticaret

En çok araştırılan bulaşma kanallarından biri ticari bağlantılardır. Kriz gibi Dış şok nedeniyle bir ülkenin ihraç ürünlerin talebi azalırsa, ödemeler dengesi olumsuz etkilenecektir. Ödemeler dengesindeki bu bozulma ekonomik büyüme üzerinde olumsuz bir etkisi olsa da, bu yabancı yatırımcıları artan dış finansman ihtiyaçlarının hacmine bağlı olarak yatırım risklerini yeniden gözden geçirmeye zorlayacaktır. (Erkişi, 2019)

Gerlach ve Smetz'e (1995) göre Ticaret Etkisi; Bir ekonomideki mali krizin bir sonucu olarak nispi fiyatların (ticaret koşulları) farklılaşmasından kaynaklanır. Bu durumda, ulusal parası devalüe olan ülkenin diğer ülkeye göre göreceli rekabet avantajı dikkate alınır. Yayılma etkisinin kapsamı aşağıdaki faktörlere bağlıdır. (Gerlach & Smets, 1995)

- Kriz yaşayan ekonomi ile arasındaki ticari ilişkilerin yoğunluğu
- Reel ve nominal ücret esnekliğinin düşüklüğü
- Ulusal paranın değişim değerinin sabitlendiği büyük ekonomi ile arasındaki ticari ilişkilerin hacmindeki düşüklük

Döviz (kur) krizlerinin ticaret kanalıyla yayılması sadece ticari ilişkileri olan ülkeler için geçerli değil. Birbiriyle ticari ilişkisi olmayan iki ülke arasında enfeksiyon da meydana gelebilir. Her iki ülkenin de ortak bir dış pazarla ihracat ilişkilerinin

olduğu bir durumda, bir ülkenin devalüasyonu diğer ülkeye göre rekabet gücünü artıracaktır. Bu durum ikinci ülkenin değer kaybetme eğilimini artıracaktır. Burada önemli olan aynı malların farklı ülkelerde üretilmesi ve bu ürünlerin aynı pazarlara ihraç edilmesidir. (Pesenti & Tille, 2000)

Başka bir senaryoda, yüksek hacimli başka bir ülkenin para biriminin önemli bir değer kaybetmesi, o ülkenin rekabet gücünü olumsuz yönde etkileyecektir. Ülkenin ekonomik yönetimi, rekabet gücünü korumak için kendi para birimlerini değer kaybetmesini seçebilir. Yatırımcılar böyle bir karar verilmesini beklerlerse, ülkedeki varlıklara olan taleplerini azaltırlar. Dolayısıyla, yerel paranın değer kaybetmesi, düşen varlık fiyatları ile sermaye krizleri yaratabilir ve nihayetinde ekonomik krize neden olabilir. Glick ve Rose (1999) kriz sırasında döviz piyasasında ticaret bağlantılarının baskı altında olduğunu ve taraflar arasındaki ilişkinin açıklamasında önemli bir yer olduğunu iddia ediyor. Kaminsky ve Reinhart (1998), herhangi bir düzeyde ekonomik entegrasyon durumunda, ülke ekonomilerinde bir problem üye ülkeleri daha kolay etkilemek, başka bir deyişle olası bir şok durumunda blok devletleri enfeksiyona daha duyarlı olacağını olduğunu iddia etmektedir. Aslında rekabet Para biriminin seviyesini yükseltmeye yönelik devalüasyon oyunları, para biriminin kriz nedeniyle olması gerekenden çok daha yüksek seviyelerde değer kaybetmesine yol açtı neden olabilir. (Corsetti, Roubini, & Tille, 1999)

Ticaret, krizin ülkeler arasındaki bulaşmasına ilişkin bir açıklamayı birbirine bağlıyor. Örneğin, 1990'ların sonundaki Brezilya ve Rusya krizleri Ticaret bağlantıları zayıf olduğunda krizlerin bulaşmasını açıklamak yeterli değildir. Bu nedenle, finansal kanallı bulaşmanın tespiti araştırmada daha önemli görülmektedir. Ancak mali kriz kredilerde ve doğrudan yabancı yatırımlarda azalmaya ve ülkeden sermaye çıkışlarına yol açabilir. Finansal bağlantılar yoluyla bulaşıcılığın veya Kriz yayılmasında birçok yolu olup ve piyasalara ne ölçüde yayılabildiğini kısmen belirlemektedir.

2.2.2. Borçlu Bilanço Kanalı ve Finansal Hızlandırıcı Kanal

Firmalar ve hanehalkları için geçerli olan borçlu bilançosu kanalı,

(i) borçluların risklerini ve ödeme gücünü değerlendirmek,

(ii) yatırımlarını izleyemedi ve / veya

(iii) tüm borçlarını ve taksitlerin zamanında ödeyememesinden

kaynaklanmaktadır.

Bu durum, borç verenlerin risklerini azaltmak için borçludan teminat istemeye zorlarken, aynı zamanda borçlunun sermayesinin durumunu ve krediye kolay erişimi de etkilemektedir.

Temel olarak, bilanço kanalına yönelik iki tür yaklaşım vardır. İlki, Bernanke ve Gertler (1989) ve Carlstrom ve Fuerst (1997) 'nin çalışmalarına dayanmaktadır. Dolayısıyla, yatırımlar öz sermaye ile iç finansman yerine dış finansmanla karşılandığında, borçlular “dış finansman primi” gibi maliyetlere ve bunun yaratabileceği riske maruz kalmaktadırlar. Dış finansman primi genellikle borçlunun kredi itibarı ile ters orantılıdır. Bir borçlunun kredibilitesi veya kredi notu, nihayetinde net varlıklarına ve öz kaynaklarına bağlıdır. Borçlular sermayelerini veya servetlerinin değerini etkileyen herhangi bir şokla karşılaşırlarsa, finansman maliyetleri artacaktır. Finansman maliyetindeki artış, borçluların yapmak istediği maliyetleri olumsuz etkileyecek ve toplam talebi azaltacaktır. Örneğin, varlık fiyatlarındaki dalgalanmalar gibi bir finansal şok, borçluların servetlerinin net değerini düşürecektir. Bu durumda dış finansman primi, reel ekonomiyi olumsuz etkileyecek bir mali şoka neden olacak bir aktarım mekanizması görevi görecektir. Finansal bir şok ile birlikte servetin veya sermayenin değerindeki düşüş, toplam talep ve dolayısıyla reel ekonomi üzerinde olumsuz bir etkiye sahiptir. Ayrıca bu durum iş döngüsü dalgalanmaları şiddetlendirdiği için borçlu bilanço kanalına finansal hızlandırıcı da denilmektedir. (Jacques, 2008)

Borçlu bilanço kanalı ve finansal hızlandırıcı kanala ait ikinci yaklaşım ise Kiyotaki ve Moore (1997) tarafından yapılan çalışmaya dayanmaktadır. Bu modelde varlıklar ikili bir rol oynarlar: mal ve hizmet üretmek ve kredileri güvence altına almak. Borç verenler, borçlarını zamanında ve tam olarak ödemek için borçlulara herhangi bir yaptırım uygulamadıklarından, ödemeleri zamanında yapmak için yasal baskı olmaası sebebiyle, kredi sözleşmelerinde teminat talep etmektedirler. Bununla birlikte, kredi sözleşmelerindeki teminat sorunu, bir dönem boyunca statik bir çarpan ve dönemler arasında dinamik bir çarpan yoluyla varlık ve kredi fiyatları arasında karşılıklı bir etkileşim yaratır. Varlık fiyatlarının düşmesine neden olan herhangi bir finansal şok teminat üst sınırını sıkılaştırır; buda üretimi ve maliyetleri düşürerek varlık fiyatlarında daha fazla düşüşe neden olur. Düşen varlık fiyatları, yine reel üretim seviyelerini olumsuz etkileyecek ve şokun yarattığı etkinin yayılmasına sebep olur. (Erkişi, 2019)

Bernanke ve diğeri (1999) tarafından geliştirilen Finansal Hızlandırıcı Modeli, finansal gerilimlerin ekonomik şokların etkisini artırdığı bir dünyayı tanımlar. Finansal gerilimli bir ekonomide, şirketlerin yatırımlarını iç kaynaklardan çok dış kaynaklarla finanse etmeleri daha zor ve daha pahalıdır. Firmaların yatırımları için dış fonlama primi belirleyici olurken, bu prim aynı zamanda firma bilançosuyla da ilgilidir. Bu ilişki, firmanın kendi bilançosunun yatırımı üzerinde dolaylı bir etkiye neden olur. (Koç & Şahin, 2015)

Bilanço kanalı, varlık fiyatlarındaki değişimi artıran finansal hızlandırma mekanizması adı verilen döngüsel bir mekanizma ile çalışır, bu nedenle kanal etkisi hızlı ve güçlüdür. Bu hızlandırma mekanizmasına göre varlık fiyatlarındaki düşüş, borçlunun bilançosunun yapısını etkileyecek ve teminat maliyetini düşürecektir. Öte yandan bankalar, kredinin ödenmesinde sıkıntı yaşanabileceğini, kredilere olan faizi artırıp kredi miktarını düşürdüğünü savunuyor. Bu ek finansman zorlukları, borçlunun bilançosunun yapısını daha da bozacak ve varlıklarının değerini daha da düşürecektir. Finansal hızlandırıcı dediğimiz bu negatif varlık fiyat döngüsü geri ödemelerde zorluk ve iflaslar şeklinde kendini gösterecek, bu sefer banka bilançoları bozulacak ve banka sermaye kanalı işlemeye başlayacaktır. (T.C.M.B., 2017)

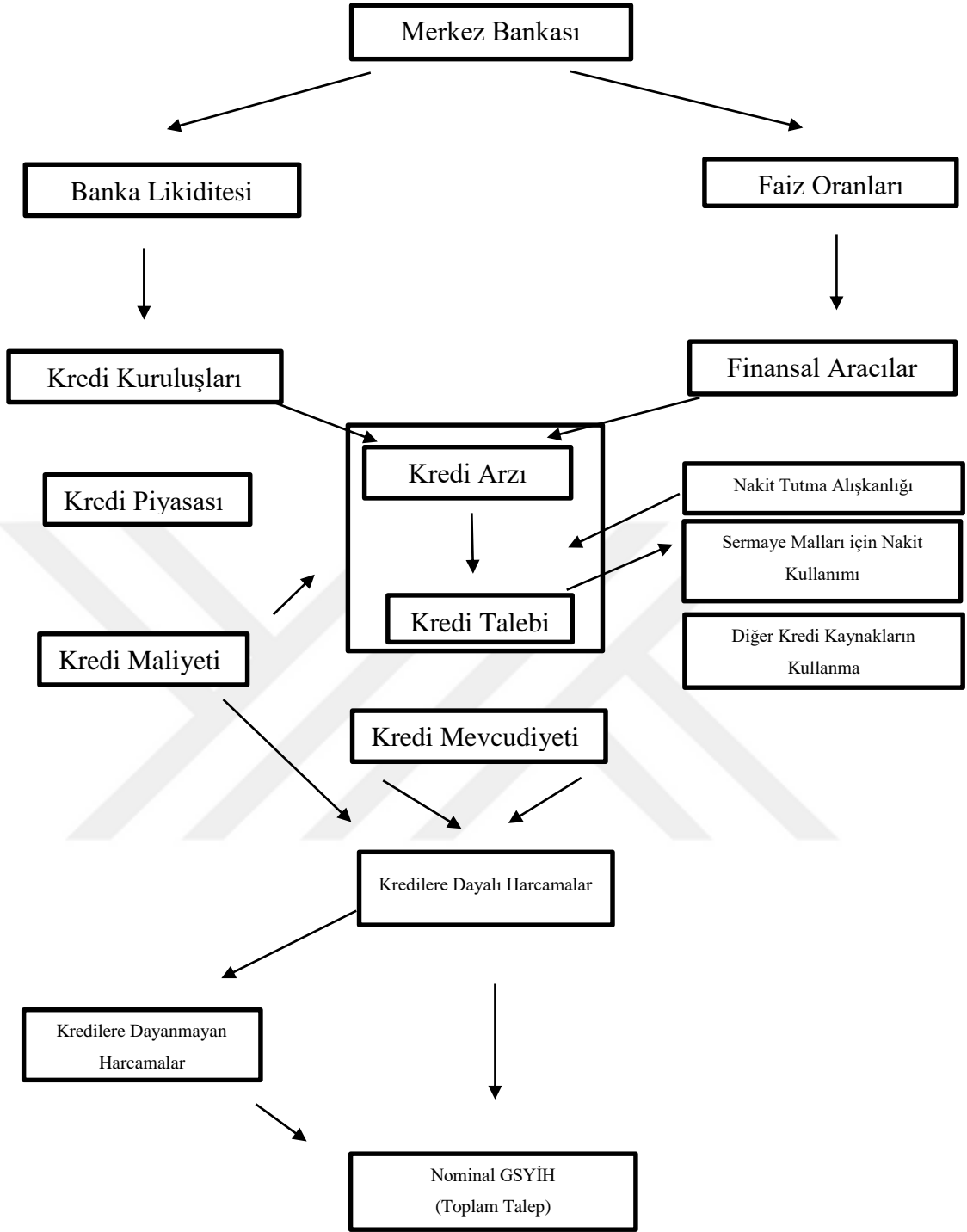
Finansal hızlandırma mekanizması dediğimiz bu negatif döngü tekrar tekrar çalışacak ve kredi faizlerinde ve iflas oranlarında artışlara, varlık fiyatlarında ve kredilerde düşümlere neden olacaktır. Banka sermaye kanalının devreye girmesiyle bu sarmal daha da güçlenecektir. Maddi sıkıntı dönemlerinde kredi ve iflasların geri ödemeleri artacak ve bu da bankaların sermaye yeterlilik oranının düşmesine neden olabilir. Banka, azalan sermaye tutarının asgari sermaye yeterlilik oranının altına düşmemesi için yeni dönemde açacağı yeni kredi miktarını azaltarak ve kredi faizini artırarak tepki verecektir. Bu şekilde, bilanço kanalı ile banka sermaye kanalının etkileşimi, kredi miktarlarında ve faiz oranlarında hızlı ve güçlü hareketler yaratacaktır. (T.C.M.B., 2017)

2.2.3. Banka Bilanço Kanalı

Banka bilançosu kanalı iki bileşene ayrılır; ilki geleneksel banka kredisi kanalı ikincisi banka sermayesi kanalıdır. Hem geleneksel banka kredisi kanalları hem de banka sermaye kanalları; para politikasındaki veya düzenleyici politikadaki değişiklikleri veya finansal kurumların bilançolarındaki banka sermayesi kayıplarını olumsuz olarak yansıtmak; Bunun kredilerde ani bir daralmaya yol açabileceğini ve bu tür şokların ekonomik aktivite seviyesini olumsuz etkileyeceğini savunuyor. Bu tür

bir etkinin ortaya çıkması için, krediye ihtiyaç duyanların, krediler için büyük ölçüde bankalara bağımlı olmaları gerekir. (Bernanke & Blinder, Credit, Money, and Aggregate Demand, 1998)





Şekil 1. Kredi Piyasaları ve Merkez Bankasının Rolü

2.2.3.1. Banka Kredi Kanalı

Bankalar finansal sistemde önemli bir yere sahiptir. Borçlu ile borç veren arasındaki asimetrik bilgileri en aza indirmeye çalışır. Asimetrik bilgi problemini azaltma çabaları, piyasanın verimli işleyişine katkıda bulunur. Merkez bankası genişlemeci bir para politikası izlediğinde, banka rezervlerinin ve mevduatlarının artması beklenir. Bu rezerv ve mevduatların artması, bankaların sağladığı fonları da

artırmakta ve bankaların ihtiyaç sahiplerine daha fazla kredi vermesini sağlamaktadır. Sonuç olarak şirketlerin yatırım talebi artarken, tüketicilerinin konut ve dayanıklı tüketim malı alma eğilimi artacak, toplam talep artacak ve üretim seviyesi artacaktır. (Halaç, 2015)

Banka kredi kanalı banka kredilerine ve ekonominin finansal yapısında bankaların rolüne vurgu yapmaktadır. Banka kanalında bankalar reel ekonomiye para politikalarının transfer edilmesinde önemli rol oynamaktadırlar. (Walsh, 2010)

Para politikası banka kredi kanalı yolu ile piyasadaki reel faaliyetleri etkilemesi iki koşula bağlıdır;

1. Bazı borçluların banka kredilerine bağımlı olması gerekmektedir.
2. Para politikasının kredi arzını değiştirmesi gerekmektedir.

İlk koşulda, "bağımlılık" kelimesi, banka kredilerinin birçok şirket / işletme için ana dış finansman kaynağı olduğu anlamına gelir. Bankalar, küçük ve orta ölçekli şirketler hakkında bilgi edinme konusunda uzmanlaşmış kurumlardır. Bu nedenle bankalardan "banka kredisi" yoluyla borçlanma, şirketler için maliyetleri düşüren bir durumdur. (Meltzer, 1995)

Büyük işletmeler için, mali piyasalara doğrudan katılımın sabit maliyetleri genel mali ihtiyaçtan daha düşük olabilir ve doğrudan finansman bireyler ve küçük işletmeler için daha pahalı olabilir. Dolayısıyla borçluların bankaya bağımlılığı daha da artıyor. Ancak finansal bir şok durumunda bankaların borç verme kabiliyetini etkileyerek borçlanma maliyetlerini artırır. (Hall, 2001)

İkinci koşulun varlığı, para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkin işleyişine bağlıdır. Para politikası pek çok şekilde uygulanabilir, ancak en temel olanı banka rezervlerindeki değişiklikler yoluyla politikadır. Örneğin, merkez bankasının piyasada menkul kıymet alıp satması, banka rezervlerini ve hane halkı mevduatı talebini artırmaktadır. Bu şekilde nihai para arzı kontrol edilir. Benzer şekilde, merkez bankası ile ticari bankalar arasındaki bankalar arası işlemler banka rezervlerini artırmaktadır. Tüm bu işlemler banka rezervleri ile mevduatlar, banka rezervleri ve krediler arasındaki oranı değiştirir ve bankaların birbirlerini finanse etme istekliliğini azaltır.

Rezerv oranları da burada önemli bir rol oynamaktadır. Merkez bankası rezerv oranlarını arttırsa bankaların ödünç verebileceği mevduatlar azalacak ve buna göre kredi yaratma süreci azalacaktır.

$M \uparrow \rightarrow \text{Banka Mevduatları} \uparrow \rightarrow \text{Banka Rezervleri} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

Aksine, merkez bankası daraltıcı bir para politikası uyguladığında, bankaların rezerv ve mevduatlarındaki azalma kredilerini azaltacağından bankaların verebilecekleri kredi miktarı azalacaktır. Toplam talep azalacak ve üretim seviyesi de düşecektir.

$$M \downarrow \rightarrow \text{Banka Mevduatları} \downarrow \rightarrow \text{Banka Rezervleri} \downarrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

Romer ve Romer (1990) sıkı bir para politikası sırasında bankaların vadesiz mevduatlarındaki düşüşü telafi etmek için daha fazla mevduat almaları gerektiğini savunuyorlar. Bankaların bilançoysu sağlamaya yönelik mevduat dışı yükümlülükleri (CDs, kredi temerrüt takasları), kredinin geri ödenmeme riskinin, borç veren tarafından belirli bir kişi veya kuruma bir bedel karşılığında maruz kalması riskini üstlenme maliyetleridir. Diğer bir deyişle, buna kredi sigortası da denebilir) tahvil, öz sermaye) kullanımlarının bir sonucu olarak azalan rezervler, kredi arzını olumsuz etkilememektedir. (Eğilmez, Ekonomide Analiz Örnek Olaylar ve Çözümler, 2018; Romer & Romer, 1990)

Özetle, banka kredilendirme kanalının gücünü etkileyen birçok önemli faktör vardır. Birincisi bankaya bağımlı olan borçlu sayısı, ikincisi ise para politikasının banka kredileri üzerindeki nitel etkisidir.170 Para politikasının bir sonucu olarak parasal daralma ne kadar güçlüyse para talebi faiz oranlarının esnekliği de o kadar yüksektir. . Para için esnek talep nedeniyle, mevduatlar siyasi şok karşısında daha fazla değişiklik gösteriyor. Ayrıca, banka bağımlısı borçlular ne kadar fazlaysa, kredi sıkışıklığının reel ekonomi üzerindeki etkileri o kadar büyük olur. Bankacılık kanalının kapasitesini etkileyen diğer faktörler Tablo 1’de verilmiştir. (Bean, Larsen, & Nikolov, 2002)

Tablo 4. Banka Kredi Kanalının Gücünü Belirleyen Faktörler (*Jucks, 2004*)

| Bankaya Bağımlı Borçluların Sayısı | Kredi Arzı Üzerinden Para Politikasının Nitel Etkisi |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ● Bankacılık Sektörünün Rolü - Sermaye Piyasasının Gelişimi ve Yatırımcının korunması - Firma finansmanında Bankaların önemi ● Küçük ve Orta Ölçekli Firmaların Sayısı | <ul style="list-style-type: none"> ● Bankacılık Sisteminin Yapısı - Yoğunlaşma ve Büyüklük - Finansal Güç - Devletin Rolü - Mülkiyet Yapısı ● Banka Ağları ● Bankalararası İlişkiler ● Kredi Portföyü |

- | | |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none">• Kredi Piyasasında Hanehalkı ve Bireylerin Sayısı | <ul style="list-style-type: none">- Kredilerin vadesi- Faiz oranı çeşidi• Yasal Zorunluluklar- Sermaye Yeterliliği- Mevduat Garantisi• Banka Başarısızlıkları |
|--|--|

Bankaya bağımlı borçluların sayısını etkileyen faktörler, küçük ve orta ölçekli işletmelerin sayısı ve hanelerin kredi piyasasına katılımıdır. Ekonomik aktörlerin bu sınıflandırması, tüm finansman ihtiyaçları ve küçük ölçekleri ile karşılaştırıldığında doğrudan piyasa finansmanının yüksek maliyetleri nedeniyle bankalara bağlı olabilir. İkinci faktöre göre, para politikasının banka kredilerinin arzı üzerindeki etkisi, bankacılık sisteminin özelliklerine bağlıdır. Cecchetti (1999) atıfta bulunan Jucks (2004), bankacılık sektörü güçlü ise para politikasının kredi arzı üzerindeki etkisinin daha az olacağını belirtmektedir. Kredi zararlarının geri kazanılması, net faiz oranlarındaki fark, işlem maliyetleri ve varlıkların getirisi, bankacılık sisteminin mali gücünü belirleyebilir. (Jucks, 2004)

Kasyap ve Stein'a (1995, 2000) göre, küçük ve likit olmayan bankalar, daha yüksek likiditeye sahip büyük bankalara göre para politikasına karşı daha savunmasızdır. Bu nedenle, daha büyük ve daha likit olan bankaların mevduat toplama kabiliyeti daha fazladır. (Opiela, 2008)

Jucks'a (2004) göre, müşterileriyle yakın ilişkileri olan küçük bankaların, parasal bir daralma sırasında büyük bankalara göre müşterileriyle kredi ilişkilerini sonlandırma olasılıkları daha yüksektir. Ayrıca, para politikasının krediler üzerindeki etkisinin gücünü vade türleri ve faiz oranları belirler. Krediler kısa vadeli ve değişken faizli ise bankalar herhangi bir para politikası şokuna daha hızlı tepki verecek ve bu da para politikasını daha verimli hale getirecektir. (Jucks, 2004, s. 12-13)

Kashyap ve Stein'a (1994) göre para politikasının banka kredilerinin arzı üzerindeki etkisi aynı zamanda yasal hükümlere de bağlıdır. Risk bazlı sermaye yeterlilik oranı, bankaların net değerlerine bağlı olarak kredi verme kabiliyetlerini sınırlamaktadır. Sıkı bir para politikası sırasında bankalara verilen kredi miktarı azalır,

sermaye kayıpları yaşanır ve bankaların sermaye ihtiyacına uyması gerekir. Sermayesi zayıflayan bu bankalar, kredi arzını azaltmaktadır. (Cambazoğlu, 2010)

Bankanın kredi kanalının gücünü etkileyen bir diğer faktör de mevduat sigortasıdır. Mevduat sigortası miktarı yüksekse, bankaların kredi portföyünün kalitesi mevduat sahibi için daha az önemlidir. Daha az veya daha az sermaye mevduatı olan bankalar, mevduat garantisi daha yüksek olan veya güçlü sermayeli bankalardan daha riskli değildir. Ek olarak, yüksek bir mevduat sigortası notu, sigortalı mevduatlar ile sigortalı olmayan mevduat dışı fonlar arasında önemli maliyet farklılıklarına yol açabilir. Bankalar, iflas durumunda gerekli teminatı sağlamak için mevduat miktarını ödemek zorunda kalsa da, bu ek maliyet oldukça düşük kalmaktadır. Sonuç olarak, mevduat sağlanması ne kadar verimli olursa, banka kredi kanalı da o kadar güçlü olur. Banka kredilendirme kanalının etkinliğini belirleyen bir diğer önemli faktör ise asimetrik bilgidir. Banka başarısızlıklarının yüzdesi ne kadar düşükse, asimetrik sorun o kadar düşük olmaktadır. (Bernanke & Gertler, Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, 1995; Walsh, 2010)

2.2.3.2. *Bilanço Kanalı*

Bankalar borç verirken borçlunun temerrüt riski hakkında tam bilgiye sahip olmadıklarından, borçlunun bilançosunu veya ödeme gücünü dikkate alırlar ve kredi için teminat talep ederler. Bu bağlamda, bankaların kredilendirmede uyguladıkları faiz oranı borçlunun bilançosuna ve teminatın değerine bağlıdır. Bilanço ve teminat değerleri varlık fiyatları ile ilişkili olduğundan, mevcut ve gelecekteki para politikası kararlarından da etkilenir. Varlık fiyatlarındaki değişimi yoğunlaştıran bir döngü, finansal hızlandırıcı için bilanço mekanizması olarak adlandırılır. Bu nedenle kanalın etkisi hızlı ve güçlüdür. Bu hızlanan mekanizma altında, varlık fiyatlarındaki düşüş borçlunun bilançosunun yapısını etkileyecek ve teminatın değerini düşürecektir. Buna karşılık bankalar, kredi ödemelerinde sorun olabileceği gerekçesiyle kredinin faiz oranını artırarak ve kredi miktarını düşürerek yanıt verdiler. Bu ek finansman zorluğu, borçlunun bilanço yapısını daha da bozacak ve varlıklarının değerini daha da düşürecektir. Finansal hızlandırıcılar dediğimiz varlık fiyatlarındaki bu olumsuz döngü, kredi geri ödemelerinde zorluklar ve iflaslar şeklinde kendini gösterecek, bu kez banka bilançoları bozulacak ve banka sermaye kanalı çalışmaya başlayacaktır. (T.C.M.B., 2017)

Merkez bankası geniş bir para politikası izlediğinde, insanlar fazla fonlarını hisse satın alarak kullanabilirler. Bu durumda hisse senedi fiyatları artacaktır. Fiyatları

yükselen hisse senedi işi net değerini artıracak. Net değeri büyüyen işletmeler, riskli projeler yerine güvenilir projelere girerek sağlam yatırımlar yapacaklardır. Yatırımın artması da üretimi artırır. (Mishkin F. , 2000)

$M \uparrow \rightarrow P_e \uparrow \rightarrow \text{Net Değer} \uparrow \rightarrow \text{Ters Seçim ve Ahlaki Tehlike} \uparrow \rightarrow \text{Kredi} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

Diğer bir bilanço kanalı nakit akışı kanalıdır. Nakit akışı, şirketin nakit geliri ile nakit harcaması arasındaki fark olarak tanımlanabilir. Genişletici bir para politikası uygulayan merkez bankası, faiz oranları düşüncü şirkete nakit akışını hızlandıracağından şirketin bilançosunu olumlu yönde etkileyecektir. Bu olumlu etkinin nedeni şirketin likiditesini artırması ve bankaların bu şirketlere olan güveninin artmasıdır. Olumsuz seçim ve ahlaki tehlike sorunları azaltılır, böylece kredi hacmi ve ekonomik faaliyetler artar. Nominal faiz oranları nakit akışında daha etkilidir. (Mishkin F. , 2000)

$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow \text{Nakit akımı} \uparrow \rightarrow \text{Ters Seçim ve Ahlaki tehlike} \downarrow \rightarrow \text{Kredi} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

Bilanço için bir başka kanal da beklenmedik fiyat seviyesi kanalıdır. Beklenmeyen Fiyat Kanalı, borç ödemelerinin nominal dönemde sözleşmelerle sabitlendiği bilindiğinden, genel fiyat seviyesindeki beklenmedik artışın aynı dönemde şirketin yükümlülüklerini azalttığını açıklıyor. Ancak, yükümlülüklerdeki bu azalma ile bu nedenle varlıkların gerçek değeri azalmayabilir. Sonuç olarak, genişletici bir para politikasının uygulanması, genel fiyat seviyesinde beklenmedik bir artış yaratır. Olumsuz seçim ve ahlaki tehlikenin azaltılması, gerçek net değeri artırır. Sonuç olarak, kredi tutarındaki artışla birlikte yatırım maliyetleri ve toplam gelir artar.

$M \uparrow \rightarrow \text{Beklenmeyen } P^e \uparrow \rightarrow \text{Ters Seçim ve Ahlaki Tehlike} \downarrow \rightarrow \text{Kredi} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

Pek çok ekonomist, Büyük Buhranın şiddetlendiğini bilanço aracılığıyla ifade etmiştir. Bir yandan borsanın çöküşüyle elde tutulan likit varlıkların değerindeki azalma, diğer yandan genel fiyat seviyesindeki düşüş nedeniyle ödenmemiş borçların gerçek değerini (borç deflasyonu) artırarak net servetteki azalma, derinleşen krizin bir nedeni olarak görülüyor. Servet etkisinin 1974-75 krizlerinde ve 1981-82 ve 1991-92 krizlerinde de etkili olduğu belirtilmektedir. (Glenn, 2000)

Hubbard (1995), Bernanke, Gertler ve Gilchrist (1996), geniş kredi kanalı olarak da adlandırılan bilanço kanalı ile ilgili üç çıkarım yapmaktadır. Bunlar; (Walsh, 2010)

1. Borçlular için dış finansman iç finansmana göre daha pahalıdır. Bu özellik teminat veremeyen veya teminatları yeterli olmayan firmalar için geçerli olup daha yüksek dış finansman primi ödemeye maruz kalmaları ile ilgilidir.
2. Aracılık maliyetlerinden meydana gelen iç ve dış finansman arasındaki maliyet farkı borçlunun net değerinin tersine bağlıdır. Başka bir deyimle, dış finansman ile borçlunun net değeri arasında ters orantı mevcuttur. Net değerdeki azalma dış finansman maliyetini arttırmaktadır.
3. Net değerliliğe ters bir şok, borçluların finansmana ulaşımını zorlaştırmakta ayrıca yatırımlarını, istihdamını ve üretim seviyelerini azaltmaktadır.

Aslında bilanço kanalı, sıkı bir para politikası durumunda bankaya bağımlı küçük şirketler için daha etkilidir. Parasal genişleme durumunda kredi alma olasılığındaki artış, büyük şirketler için orantılı olarak daha fazla olmakla birlikte, küçük şirketlerin kredi piyasasına erişim kazanması kolaydır. Ancak parasal daralma durumunda, büyük firmalar kredi imkanlarının daraldığı koşullarda sermaye piyasalarından alternatif finansman kaynaklarına başvurarak para politikasının kısılmasının etkilerinden kaçınabilirken, bankalara bağımlı küçük firmalar için bu çok zordur. sermaye piyasalarından borç almak zor. Dolayısıyla, bilanço kanalı ve kredi kanalı para politikası şokları karşısında asimetrik etkiler göstermektedir.

Literatürde kredi kanalını konu alan bir çok ampirik çalışma bulunmaktadır.

Bernanke ve Blinder (1992) çalışmalarında, 1959: 1-1989: 12 verileriyle tahmin edilen VAR modeli altında para arzındaki olumsuz şokun bankalara kredi arzını azalttığını ve işsizlik oranını artırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Kredi kanalının kısmen etkili olduğu sonucuna erişmişlerdir. (Bernanke & Blinder, The Federal Funds Rate and Channels of Monetary Policy Transmission)

Bernanke ve Gertler (1995), kredi kanalının gayrimenkul yatırımları üzerindeki önemini vurgulamış ve VAR modeli ile uzun vadeli faiz oranlarının en iyi kontrol edilen para politikası aracı olduğu sonucuna ulaşmışlardır. (Bernanke & Gertler, Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, 1995)

De Bondt (1999) Euro bölgesi üzerine yaptığı çalışmada, para politikası şokuna değişkenlerin tepkisini incelemiştir. Almanya, İtalya, Fransa, Hollanda, İngiltere ve

Belçika verileri ile oluşturulan çalışmada, kredi kanalının İngiltere ve Belçika dışındaki diğer ülkelerde faaliyet gösterdiği sonucuna varmıştır. (De Bont, 1999)

Arcangelis ve Giorgio (1999) İtalya için, Hulsewig vd. (2005), Kakes vd. (2002) Almanya için banka kredi kanalının işlediğine dair sonuçlara ulaşmışlardır.

Holtemöller (2002), 1975-1998 verileri ile tahmin edilen VAR modeli çerçevesinde kredi kanalının Almanya'da etkili olup olmadığını araştırmıştır. Parasal daralma durumunda faiz oranlarının arttığı, üretimin düştüğü ve fiyatların arttığı görülmüş, kredi kanalının da etkin bir şekilde çalıştığı sonucuna varılmıştır. (Holtemöller, 2002)

Suzuki (2008), 1988-2005 yıllarına ait verilerle oluşturduğu bir VAR modelini tahmin etmiştir. Avustralya ile Yeni Zelanda arasındaki mali ilişkiler çerçevesinde kredi kanalının geçerli olduğu görülmüştür. Avustralya'daki parasal şok Yeni Zelanda'daki bankaların kredi arzını daraltmıştır. Böylece, Yeni Zelanda'da toplam üretim miktarı azalmıştır. (Suzuki, 2008)

Gür (2003) çalışması, Türkiye'de kredi kanallarının etkin işleyip işlemediğini incelemiştir. İşletme bilançolarının analizi ile kanalın etkin çalışıp çalışmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışma sonucunda kredi kanalının Türkiye ekonomisinde etkin olduğu sonucuna varılmıştır. (Gür, 2003)

Cambazoğlu (2010), 1990: 1-2008: 11 dönemi VAR modelinden elde edilen bulgular neticesinde, parasal taban ve M2 para arzı şoklarının, banka kredisi kanalıyla enflasyonu ağırlıklı olarak üretimi etkilediği görülmüştür. Banka kredilendirme kanalı çalışması sonucunda Türkiye'de etkili olduğu görülmüştür. (Cambazoğlu, 2010)

Cambazoğlu ve Güneş (2011) çalışmalarında VAR modelini 2003-2010 verileri ile tahmin etmişlerdir. Para kanalı ve kredi kanalı Arjantin ve Türkiye üzerinde hangisinin etkin olduğu incelenmiştir. Türkiye parayı kanalı etkin çalışırken Arjantin, ise banka kredisi kanalının çalıştığı sonucuna varılmıştır. (Cambazoğlu & Güneş, 2011)

Koç ve Şahin (2014), parasal transfer mekanizmasının bilanço kanalının varlığını, dengesiz panel yöntemi ile 1991-2008 verilerini dikkate alarak test etmek istemişlerdir. Firmaların küçük, orta ve büyük olarak sınıflandırılan değişkenlerle ilişkileri araştırılmıştır. Küçük ve orta ölçekli firmalar için yapılan araştırma, yatırımlar ile nakit akışı arasındaki ilişkinin pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğunu ortaya koymuştur. Türkiye için şirket bilanço kanalı etkin çalıştığı sonucuna ulaşılmıştır. (Koç & Şahin, 2015)

Aydın (2015) 2008 krizinden sonra başlanan yeni para politikası araçlarını Türkiye'de sonuçlarını incelemiştir. 2010-2013 yıllarını kapsayan çalışma; Merkez Bankası fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da hedeflediği için VAR modeli ile her iki hedefi de farklı boyutlarda analiz edilmiştir. Birinci boyutta, politika faizinin TÜFE değişkeni üzerindeki etkileri fiyat istikrarı açısından analiz edilmiştir. İkinci boyutta finansal istikrar incelenecek; Yeni para politikası araçlarının başarısı incelenmiştir. İlk olarak, TÜFE değişkeninden politika faizine nedensellik bulgusu belirlenmiş, ikinci olarak döviz kurundaki ve borçlanma faiz oranındaki değişimin kredi büyümesi üzerinde etkili olduğu sonucuna varılmıştır. (Aydın, 2015)

2.2.4. Likidite Kanalı

Likidite kanalı, bankaların kredi verme davranışlarını etkileyerek, zorunlu karşılıkların değişmesi ile Merkez Bankası'nın kısa vadeli kaynak ihtiyacını değiştirerek çalışır. Kısaca ancak para otoriteleri mülkiyet hakkına sahiptir ve sonuç olarak, finansal istikrar yükümlülüklerinin piyasa finansmanı amacıyla son çare olarak merkez bankalarına borç veren olarak talep üzerine piyasa faiz oranına yakın bir seviyede görmelerini sağlarlar. Türkiye gibi bankacılık sektöründe bankaların yükümlülüklerinin enflasyonunu hedefleyen bir rejimle likiditenin, yükümlülükleri nedeniyle gerekli karşılıklarla çekilmesi, TCMB tarafından finanse edilen bankaların kısa vadeli yükümlülüklerinin yerini kolaylıkla alabilmesi likidite kanalını devre dışı bırakabilir. Likidite kanalının etkinliğini artırmak için, zorunlu karşılıklara tabi yükümlülüklerin vadeye göre farklılaştırılması etkilidir. TCMB zorunlu karşılıkları likiditesi Eylül 2010'da likidite kanal, etkisini artırmak için olgunluğa göre farklılaştırılır. Ayrıca TCMB, bankaların belirsiz faiz oranları yoluyla kısa vadeli fonlara bağımlılığını azaltmak için zorunlu karşılıkları yenilemek amacıyla faiz koridoru sistemini bir politika aracı olarak kullanmaktadır. Sonuç olarak, zorunlu karşılıklar ağırlıklı olarak likidite kanalıyla etkili oluyor ve bu etki faiz koridoru sisteminde daha verimli çalışıyor. (T.C.M.B., 2011; Başçı & Kara, 2011)

Bu kanal, sermaye piyasasının dayanıklı tüketim malları üzerindeki etkisine odaklanmaktadır. Gelecekte mali zorluklarla karşılaşacağını düşünen herkes dayanıklı tüketim mallarına olan talebini azaltabilir. Bireylerin finansal varlıkları varsa, ihtiyaç duydukları parayı bu varlıkları satarak elde edebilirler. Hisse senedi fiyatları artarsa, bireylerin sahip olduğu finansal varlıkların değeri artar ve finansal sıkıntı ihtimali azalır. Böylece dayanıklı tüketim mallarına olan talep artmaktadır. (Yalta, 2020)

Para arzı (M) $\uparrow \rightarrow$ hisse senedi fiyatı $\uparrow \rightarrow$ finansal kıymetlerin değeri $\sim \uparrow$
 \rightarrow finansal sıkıntı olasılığı $\sim \downarrow \rightarrow$ tüketim $\uparrow \rightarrow$ toplam hasıla \uparrow

Yaşanan finansal krizler, likiditenin bankaların borç verme kabiliyetine ve dolayısıyla ekonomik faaliyete etkisini ortaya koymuştur. Likidite koşullarındaki değişiklikler bazen reel sektörden finansal sektöre giden mevcut iletim kanallarının gücünü etkiler, bazen ek iletim kanalları yaratır. Bankaların bilançolarının yüksek kaldıraç oranları ve vade uyumsuzlukları, likidite şoklarının banka kredilerine ve reel ekonomiye yayılmasında büyük önem taşıyor. Banka bilançolarının bu durumu ve varlık fiyatlarındaki değer kaybı sarmalı dikkate alındığında; Fischer'in (1933) önerdiği gibi; Düşen varlık fiyatları ile banka bilançolarının durumu arasında güçlü bir bağlantı vardır. Ana mekanizma şu şekilde çalışır: Likidite veya ödeme acziyle karşı karşıya olan bankalar, varlıklarını satarak çözüm ararlar. Bu durum varlık arzını artırmakta ve fiyatlarında düşüşe neden olmaktadır. Düşen varlık fiyatları, varlık satışlarının daha da hızlanmasına yol açarak varlık fiyatlarında hızlı bir düşüşe ve bilançolar üzerinde olumsuz bir etkiye yol açar. (Shim & von Peter, 2007)

Öte yandan, bankaların ödemelerde güçlük çekeceği veya iflas edeceği beklentisi, birçok mudinin mevduatını kısa sürede çekmesine neden olabilir. Ne yapacakları açısından, mudiler, diğer mudilerin eylemlerine bakarak davranışlarını belirlerler. Diğer mevduat sahiplerinin mevduatlarını bankadan çekme eğilimi, daha fazla mevduat sahibinin aynı davranış biçimini göstermesine neden oluyor ve bankanın likit varlıkları mevduat sahiplerinin taleplerini karşılamamasına neden olabilir. Bu da gelecekteki kredi fırsatlarını sınırlayarak bankalar için büyük kayıplara, hatta bulaşıcı banka başarısızlıklarına ve hatta iflasa yol açar. Bu, finansal şoka dayalı bir krize veya istikrarsızlığa yol açabilir ve bu da gerçek operasyonları etkileyebilir. (Diamond & Rajan, 2009)

Yaşanan krizler ışığında, literatürde finansmanın likiditesi ve piyasanın likiditesi olarak çifte ayırım yapıldığı görülmektedir. Finansal likidite, bir kurumun banka bilançosu yükümlülükleriyle ilgili borç geri ödeme yükümlülüklerini yerine getirmek için varlık veya kredi satışı yoluyla hızlı bir şekilde fon elde etme kabiliyetini ifade eder. Piyasa likiditesi ise banka bilançolarındaki pasiflerle ilgili olarak varlıkların alım satım kolaylığını belirlemektedir. Bu bağlamda, hem fonlama likiditesi hem de piyasa likiditesi, likidite sıkıntısı finansmanı beklentilerine yol açarak sağlıklı bankaların bile kredi vermekten kaçınmasına neden olabilir. Yani ileride zayıf bankaların yükümlülüklerini yerine getirmek için varlıklarını düşük fiyattan satmak zorunda

kalacakları beklentisi, bu yatırım fırsatından yararlanmak isteyen güçlü bankaları likidite biriktirmeye itiyor. Bu bağlamda, mevcut veya beklenen haliyle bankaların likidite eksikliği kısıtlamaları yoluyla reel ekonomiyi etkileyecektir. (Diamond & Rajan, 2009)



BULGULAR

Bu bölümde küresel finansal krizlerin Türkiye'deki gerçek ekonomik faaliyet seviyeleri üzerindeki etkisinin incelenmektedir. Çalışmada 1987, 1994, 1998, 2001, 2008 kriz dönemleri ve 2014'teki durgunluk dikkate alınmıştır. Bu krizlerden 1987, 1998 ve 2008 krizleri küresel krizlerdir. 1987 krizi, Hong Kong borsasındaki gerilemeyle başlayan ve kısa sürede tüm dünya borsaları büyük değer kayıplarına uğrattı ve etkileri uzun süre devam eden küresel bir finansal kriz gerçekleşmiştir. 1997-1998 krizi, Tayland, Endonezya, Güney Kore ve Malezya'da başlayan ve diğer Asya ülkelerine ve ardından OECD ülkeleride dahil bölge dışındaki birçok ülkeye yayılan bir mali kriz yaşanmıştır. 2008 krizi, Amerika Birleşik Devletleri'ndeki hane halklarına ipotekli konut kredilerinin ödenmemesi ve bunun sonucunda konut fiyatlarında hızlı ve keskin bir düşüşle başlayan ve ardından tüm finansal piyasaları etkileyen tüm dünyaya yayılan bir finansal kriz yaşanmıştır.

2014-2015 yılları bir kriz olarak görülmesine de, Avrupa ve Japonya'da iktisadi büyümenin neredeyse durgunluk noktasına ulaştığı, gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik büyüme eğiliminin azalışa geçtiği bir yıl olmasıyla grafiklerde bu durgunluğun değişkenler üzerinde etkilerinin takip edilmesi sebebiyle değinilmiştir. 1994 ve 2001 yıllarında krizler Türkiye'nin iç dinamikleri nedeniyle yaşamış olduğu para ve bankacılık krizleri olsa da 1994 Meksika krizi ve 2001 Arjantin krizinin etkileri de göz ardı edilmemelidir. Hem 1994 hem de 2001 krizlerinin başlangıç noktası küresel olmadığı için etkileri grafiklerde de görülebileceği için çalışmaya dahil edilmesine rağmen 1987, 1998 ve 2008 finansal krizleri finansal bulaşmanın reel ekonomi üzerindeki etkilerinin analizinde küresel düzeyde kılavuz olarak alınacaktır.

Değişkenler ve Yöntem

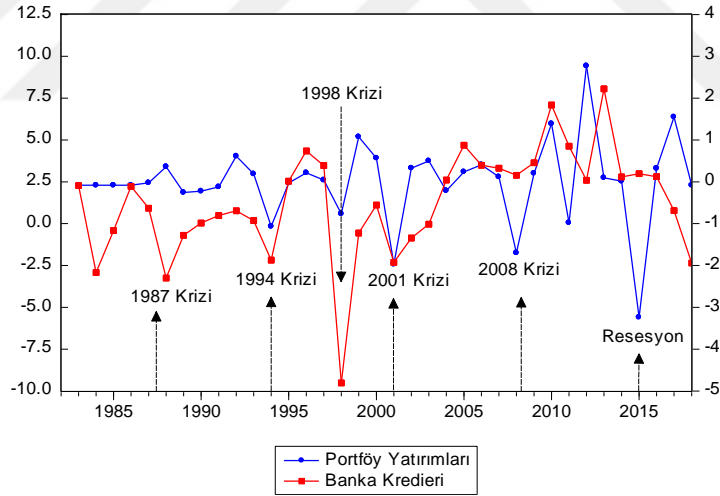
Analize konu olan krizlerin reel ekonomi ve diğer makroekonomik göstergeler üzerindeki etkisini analiz etmek üzere gösterge niteliğinde değişkenler belirlenmiştir. Buna göre finansal krizin göstergeleri olarak kullanılan değişkenler:

- a) Bankalar tarafından verilen yurtiçi krediler (% Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla)
- b) Mevduat fazi oranları (%)
- c) Portföy yatırımı, tahviller (PPG + PNG) (NFL, cari ABD \$)
- d) Resmi döviz kuru TL/USD, dönem ortalaması)

Reel ekonomi ve krizin etkilerinin izlenebileceği diğer makroekonomik göstergeler aşağıda verilmiştir:

- e) Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla – GSYİH- (2010 sabit fiyatlarıyla, ABD \$)
- f) Hanehalkı tüketim harcamaları (cari, ABD \$)
- g) Sabit sermaye oluşumu (cari, ABD\$)
- h) Dış ticaret açığı (cari, ABD \$)
- i) Enflasyon, GSYİH deflatörü (yıllık %)
- j) İşsizlik oranı, (toplam iş gücüne oranı, %)

1987, 1998 ve 2008 krizlerinin yanı sıra 1994 ve 2001 yerel krizleri ve 2014'teki durgunluk göz önüne alındığında, incelenen dönemde yerel ve küresel ölçekte yaşanan krizlerin sayısı çok yüksektir; Bu, literatürde sıklıkla kullanılan korelasyon analizlerinde veya yapısal kırılma analizlerinde sapmalı sonuçlara yol açacaktır. Bu nedenle finansal bulaşmayı tespit etmek için kullanılan seri, 1982-2018 Dönemdeki değişimleri grafikler yardımıyla analiz etmek daha uygun olacaktır. Bu bağlamda 1982-2018 döneminde serideki değişimleri daha iyi gözlemlemek ve yorumlamak için seriye logaritmik dönüşümler uygulanmış ve seri durağan hale getirilmiştir. Çok sayıda değişken tek bir grafikte izlemeyi zorlaştıracığından, serideki değişiklikler iki seriden oluşan beş grafikte analiz edilmektedir.

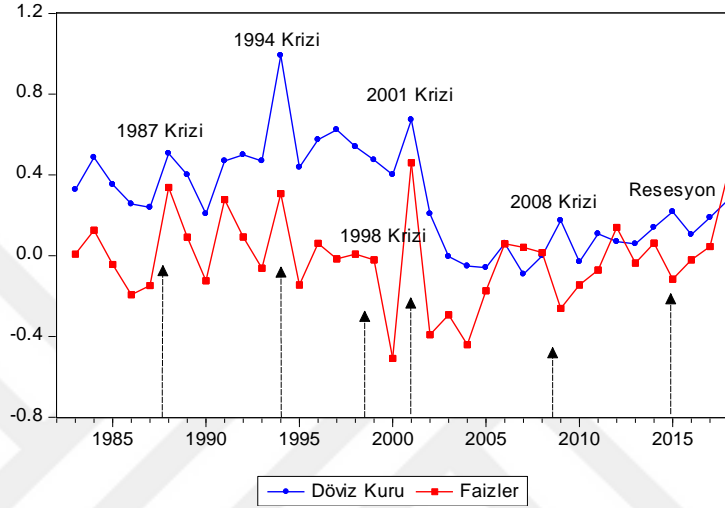


Grafik 1. Portföy Yatırımları ve Banka Kredilerindeki Değişim (1982-2018).

Kaynak: Dünya Bankası'nın "World Development Indicators" veri tabanından temin edilen veriler kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Grafik 1, logaritmik dönüşüm uygulanmış ve stabil edilmiş serilerin 1982-2018 arasındaki değişimlerini göstermektedir. 1987 ve 1998 krizlerinde banka kredilerinde keskin bir düşüşlerin olduğu saptanmıştır. 2008 yılında önceki yıllara göre düşüş eğilimi görülse de bu düşüş 1987 ve 1998 krizlerinde olduğu gibi keskin bir düşüş şeklinde olmamıştır. 1994 ve 2001 krizlerinde banka kredilerinde keskin düşüşler görülse de bu düşüşler 1987 ve 1998 krizlerindeki kadar yüksek olmamıştır. Portföy

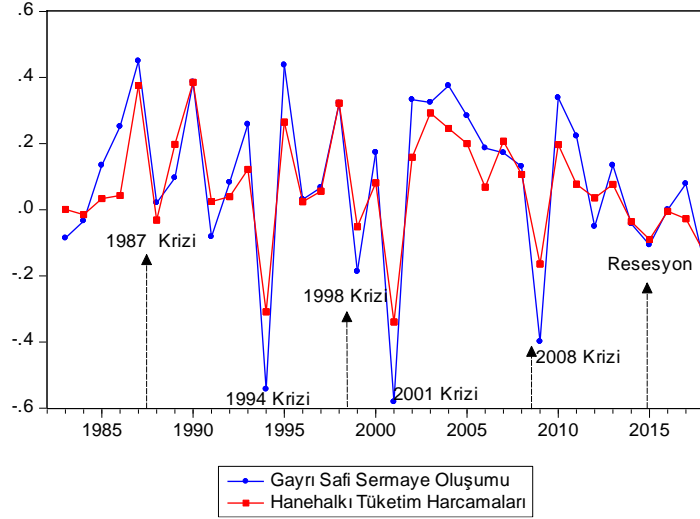
yatırımlarındaki değişim incelendiğinde, 1998 ve 2008 krizlerinde portföy yatırımlarının krize çok keskin bir düşüşle tepki gösterdiği, 1987 krizinde artma eğiliminde olduğu, ancak 1988 başında yeniden düşüşe geçtiği görülmektedir. Aynı yıla tekabül eden sermaye yatırımları ve tüketim harcamalarındaki büyük düşüşler dikkate alındığında likit kaynakların portföy yatırımlarına yönlendirilmiş olabileceği düşünülmektedir. Yerel düzeyde 1994 ve 2001 bankacılık krizlerinde portföy yatırımlarında keskin bir düşüş olduğu görülmektedir.



Grafik 2. Döviz Kuru ve Mevduat Faizlerindeki Değişim (1982-2018).

Kaynak: Dünya Bankası “World Development Indicators” veri tabanından temin edilen veriler kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

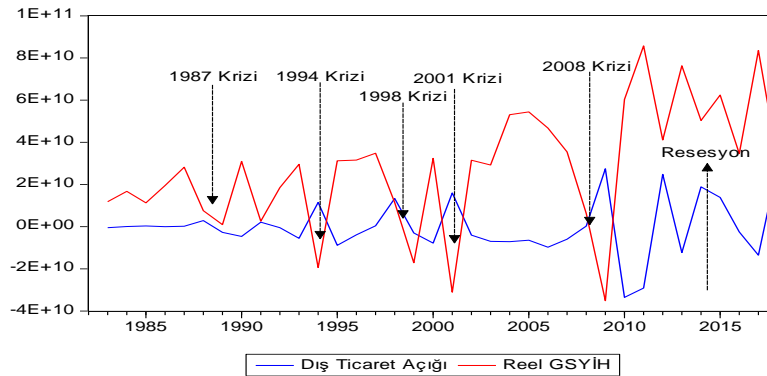
Grafik 2, döviz kuru ve mevduat oranlarının 1982-2018 yılları arasındaki değişimini göstermektedir. Buna göre, 1987 krizinde mevduat faizleri ile döviz kurlarının birlikte hareket ettiği ve önemli ölçüde arttığı görülmektedir. 1998 krizinde döviz kurlarındaki önemli artışlara rağmen faiz oranlarındaki artışın önemsiz kaldığı görülmektedir. Ancak Grafik 1'de banka kredileri grafiği incelendiğinde, faiz oranlarında önemli bir artış olmamasına rağmen, 1998 krizinde banka kredilerinde keskin ve sert düşüşlerin yaşandığı görülmektedir. Döviz kurunda 2008 krizinde önemli artışlar yaşanırken, mevduat faizlerinin son iki yılın en düşük seviyesinde olduğu görülmektedir. Faiz oranlarındaki bu düşüşe paralel olarak artması beklenen banka kredilerinin Grafik 1'de görüldüğü gibi azaldığı, Grafik 3'te ise sermaye yatırımları ve tüketim harcamalarında yüksek oranda düşüş olduğu görülmektedir. 1994 ve 2001 krizlerinde döviz kurları ve faiz oranlarında radikal artışlar gerçekleşmiştir. Bu yıllardaki Meksika ve Arjantin krizlerinin bu iki değişkenin artışını hızlandırmış olabileceği düşünülmektedir.



Grafik 3. Gayrisafi Sermaye Oluşumu ve Hanehalkı Tüketim Harcamaları.

Kaynak: Dünya Bankası'nın "World Development Indicators" veri tabanından temin edilen veriler kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

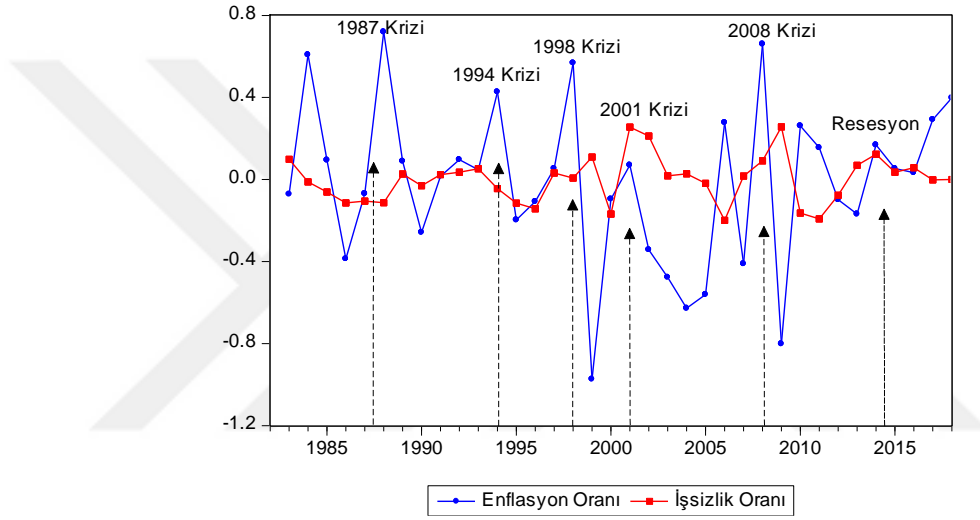
Grafik 3, gayrisafi sermaye oluşumu ve hanehalkı tüketim harcamalarında 1982-2018 yılları arasındaki değişimleri göstermektedir. Grafik incelendiğinde iki serinin hareketlerinin birbirleriyle çok uyumlu olduğu görülmektedir. 1987, 1998 ve 2008 yıllarındaki küresel finansal kriz sırasında, hem sermaye yatırımlarında hem de hanehalkı tüketim harcamalarında çok yüksek bir düşüş gerçekleşmiştir. Her üç krizde finansal temelli olduğu için, iki serideki bu değişiklik finansal bulaşmanın kanıtıdır ve küresel bir finansal krizin reel ekonomiyi etkilediğini göstermektedir. 1994 ve 2001 krizlerinde sermaye oluşumu ve hane halkı tüketimindeki dramatik düşüşün 1987, 1998 ve 2008 krizlerinden çok daha şiddetli olduğu görülmektedir. Daha önce de belirtildiği gibi 1994 Meksika ve 2001 Arjantin krizlerinin yerel düzeyde gerçekleşen krizin etkilerini derinleştirebileceği düşünülmektedir.



Grafik 4. Reel GSYİH ve Dış Ticaret Dengesi (1982-2018).

Kaynak: Dünya Bankası'nın "World Development Indicators" veri tabanından temin edilen veriler kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Grafik 4, 1982 ile 2018 arasındaki reel GSYİH ve dış ticaret açığındaki değişiklikleri göstermektedir. 1987, 1998 ve 2008 küresel finansal krizleri sırasında, reel GSYİH önemli ölçüde azalma gerçekleşmiştir. 2008 krizi sırasında, reel gelir seviyelerindeki düşüş, önceki kriz dönemlerine göre çok daha çarpıcı olarak gerçekleşmiştir. Her üç kriz döneminde de dış ticaret açığında önemli bir artış yaşanmıştır. Bu sonuçlar, küresel finansal krizlerin reel ekonomik aktivite düzeyini ve dolayısıyla finansal bulaşmanın reel ekonomi üzerindeki etkilerinin olumsuz olarak etkilediğini kanıtlamaktadır. 1994 ve 2001'de, yerel para birimi ve bankacılık krizleri, reel GSYİH'de keskin bir düşüş ve dış ticaret açığında da önemli bir artış yaşandığını göstermektedir.



Grafik 5. Enflasyon Oranı ve İşsizlik Oranı Değişimleri (1982-2018).

Kaynak: Dünya Bankası'nın "World Development Indicators" veri tabanından temin edilen veriler kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Grafik 5, 1982 ile 2018 arasındaki enflasyon oranı ile işsizlik arasındaki değişimleri göstermektedir. Buna göre, 1987, 1998 ve 2008 küresel finansal krizlerinde enflasyon oranlarında yüksek sıçramalar görülmüştür. Bu kriz dönemlerinde işsizlik oranı da arttı. İşsizlik oranındaki artış, Grafik 4'te gösterilen reel gelir düzeyindeki düşüşe paraleldir. İşsizlik oranındaki bu değişimler, küresel finansal krizlerin reel ekonomik aktivite düzeyine etkisini kanıtlamaktadır. 1994 ve 2001 yıllarında yerel krizlerde enflasyonda önemli artışlar yaşanmasına rağmen, işsizliğin 1994 krizinde azalma eğiliminde olduğu ve 2001 krizinde önemli ölçüde arttığı görülmüştür.

SONUÇ

Bu çalışma, 1987, 1998 ve 2008 küresel krizlerinin reel ekonomi üzerindeki etkilerini finansal bulaşıcılık bağlamında incelemektedir. Finansal bulaşma Türkiye'nin 1982-2018 yılları arasındaki ekonomik finansal göstergelerinin reel olarak faaliyet seviyeleri, banka kredileri, mevduat faiz oranları, portföy yatırımları ve döviz kuru serileri üzerindeki etkisini incelemek. Krizin reel ekonomi üzerindeki etkilerinin göstergeleri, reel gayri safi yurtiçi hasıla, hane halkı tüketim harcamaları, gayri safi sermaye oluşumu, dış ticaret açığı, enflasyon ve işsizlik serisidir.

1987, 1998 ve 2008 krizleri ile 1994 ve 2001 yerel krizleri ve 2014 resesyonu dikkate alındığında incelenen dönemde yerel ve küresel ölçekte yaşanan krizlerin sayısı oldukça fazladır; Literatürde sıklıkla uygulanan korelasyon analizleri veya yapısal kırılma analizleri yanlı sonuçlar vereceği için 1982-2018 döneminde seçilen değişkenlerin grafik analizi daha uygun görülmüştür. Bu bağlamda uygulamada kullanılan yöntem; 1987, 1994, 1998, 2001 ve 2008 kriz dönemlerinde 1982-2018 yılları arasında gerçekleşen logaritmik dönüşüm uygulanmış ve stabilize serilerinin grafik yorumuna dayanmaktadır. Küresel finansal krizlerin reel ekonomi üzerindeki etkilerinden bu yana Çalışmada incelenmiş, yerel düzeydeki 1994 ve 2001 krizleri değil, 1987, 1998 ve 2008 krizlerinin bulgu ve sonuçları özetlenmiştir.

Buna göre, 1987 küresel mali krizinde, faiz oranlarında ve döviz kurlarında önemli artışlar ve banka kredilerinde keskin düşüşler olduğu görülmektedir. Reel GSYİH, sermaye yatırımları, hane halkı tüketim harcamaları, dış ticaret açıkları ve işsizlik oranlarında önemli artışların olduğu görülmektedir. Buna göre, 1987 yılında küresel mali kriz, Türkiye, reel ekonomiyi olumsuz etkilediği sonucuna varmıştır.

1998 küresel mali krizinin etkileri incelendiğinde, banka kredileri ve portföy yatırımlarında keskin bir düşüş, faiz oranlarında göz ardı edilebilir bir artış ve döviz kurunda düşüş olduğu görülmektedir. Krizin reel ekonomi üzerindeki etkileri incelendiğinde, reel GSYİH, hanehalkı tüketim harcamaları, dış ticaret açıkları ve sermaye yatırımlarında çok yüksek düşüşler olduğu görülmektedir. 1998 küresel mali krizine göre, Türkiye'deki banka kredileri ve portföy yatırımları reel ekonomiyi olumsuz etkilemiş, faaliyet seviyelerinde önemli düşüşlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu sonuçlar, 1998 krizindeki özel mali bulaşmanın Türkiye doğası ve reel ekonomi üzerindeki etkisinin kanıtıdır.

2008 küresel krizi incelendiğinde, portföy yatırımlarında ani düşüşler ve döviz kurlarında önemli sıçramalar yaşandı; Faiz oranlarındaki radikal düşüşe rağmen banka kredilerindeki düşüşün ılımlı kaldığı görülüyor. Krizin reel ekonomi üzerindeki etkileri incelendiğinde, reel milli gelir düzeyinde, sermaye yatırımlarında, hane halkı tüketim harcamalarında, dış ticaret açıklarında, enflasyonda ve işsizlik oranlarında çarpıcı keskin artışlara neden olduğu görülmektedir. Buna bağlı olarak 2008 yılında küresel mali kriz, Türkiye'de reel ekonomi üzerinde önemli olumsuz etkilere neden olduğu sonucuna varmıştır.

1987, 1998 ve 2008'e kadar küresel finansal krizin reel ekonomi üzerinde bulunduğu alana kadar Türkiye'de bankacılık sektörünün finans sektörünün önemli bir etkisi olduğu sonucuna varmıştır.



KAYNAKLAR

- Alp, A. (2002). *Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye*. İstanbul: İMKB Yayınları.
- Ataman Erdönmez, P. (2009). Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi. *Bankacılık Dergisi*(68), 85-87.
- Aydın, Z. (2015). *üresel Finansal Kriz Döneminde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Başvurduğu Yeni Para Politikası Uygulamalarının etkililiğinin Analizi*. Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Baıg, T., & Goldfajn, I. (2000). The Russian Default and the Contagion to Brazil. *IMF Working Papers*.
- Başçı, E., & Kara, H. (2011). Finansal İstikrar ve Para Politikası. *İktisat İşletme ve Finans*, 26(302), 9-25.
- Bean, C., Larsen, J., & Nikolov, K. (2002). Financial Frictions and The Monetary Transmission Mechanism: Theory, Evidence and Policy Implications, European Central Bank. *Working Paper Series*(113), 18-19.
- Bekaert, G., Ehrmann, M., Fratzcher, M., & Mehl, A. (2014). The Global Crisis and Equity Market Contagion. *The Journal of Finance*, 69(6), 2597-2649.
- Bernanke, B. S., & Blinder, A. S. (1998). Credit, Money, and Aggregate Demand. *American Economic Review*, 78(2), 435-439.
- Bernanke, B. S., & Blinder, A. S. (tarih yok). The Federal Funds Rate and Channels of Monetary Policy Transmission. *American Economic Review*, 82(4), 901-921.
- Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.
- Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Perspective*, 9(4), 27-48.
- Budak, H. Z. (2017). Finansal Bulaşma Üzerine Bir Literatür İncelemesi. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 39(2), 456.
- Calvo, G. (2000). Capital Market Contagion and Recession: An Explanation of the Russian Virus. *Johns Hopkins University Press*, 49-51.

- Calvo, S., & Reinhart, C. (1996). Capital Flows to Latin America: Is There Evidence of Contagion Effects. *MPRA Paper*(7124).
- Cambazoğlu, B. (2010). *Parasal Aktarım Mekanizması Kredi Kanalı: Kuram ve Türkiye Örneği*. Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Cambazoğlu, B., & Güneş, S. (2011). Monetary Transmission on Mechanism in Turkey and Argentina. *International Journal of Economic and Finance Studies*, 3(2), 23-33.
- Chiodo, A. J., & Owyang, M. T. (2002). A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998. *Federal Reserve Bank of St. Louis*.
- Claessens, S., & Forbes, K. (2001). International Financial Contagion. *Kluwer Academic Publishers*, 3*17.
- Claessens, S., & Forbes, K. (2001). International Financial Contagion: An Owerwiev of the issues and the Book. *International Financial Contagion*. doi:https://doi.org/10.1007/978-1-4757-3314-3_1
- Claessens, S., & Forbes, K. J. (2013). International Financial Contagion. *Springer, US*, 43-66.
- Corsetti, G., Pesenti, P., & Roubini, N. (1998). What Caused The Asian Currency And Financial Crisis? Part II: The Policy Debate. *National Bureau Of Economic Research*, 305 - 373.
- Corsetti, G., Roubini, P. N., & Tille, C. (1999). Competitive Devaluations: A Welfare-Based Approach. *NBER Working Paper*(6889).
- Dağgeçen, A. C. (2012). *Küresel Finansal Kriz Öncesi Ve Sonrasında Gelişmekte Olan Ülke Döviz Kurları Arasındaki İlişki*. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- De Bont, G. (1999). Credit Channels in Europe: Cross-Country Investigation. *Banca Nazionale del Lavoro*, 52(210), 295-326.
- Diamond, D. W., & Rajan, R. G. (2009). The Credits Crisis: Conjectures About Causes and Remedies. *American Economics Review*, 99(2), 606-610.
- Durmuş, S. (2010). Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Yaklaşımlar. *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*(5), 31-46, 41-42.
- Eğilmez, M. (2008). *Küresel Finans Krizi, Para Sisteminin Eleştirisi* (2. Basım b.). İstanbul: Remziye Kitabevi.

- Eğilmez, M. (2018). *Ekonomide Analiz Örnek Olaylar ve Çözümler* (8. Baskı b.). İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eğilmez, M., & Kumcu, E. (2002). *Ekonomi Politikası / Teori ve Türkiye Uygulaması*. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eraslan, C. (2014). *Küresel Finansal Krizin Evrimi; Mortgage Krizinden Avrupa Borç Krizine Nedenleri, Etkileri, Sonuçları*. İstanbul: Der Yayınları.
- Erkişi, K. (2019). Finansal Bulaşıcılık ve Reel Ekonomi İlişkisi: Türkiye Örneği. G. Çiğdem, & S. Boğa içinde, *Multidisipliner Yaklaşımla İktisadi Kriz Olgusu* (s. 71). İstanbul: Akademisyen Kitabevi.
- Evlimoğlu, U., & Yenipazarlı, A. (2015). Dünyada Yaşanan Son Ekonomik Krizlerin Ortak Paydası: Yayılma Etkisi ve Belirleyicileri Üzerine Bir Değerlendirme. *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi KAÜ İİBF Dergisi*, 6(10), 93.
- Forbes, K. J., & Rigobon, R. (2011). Measuring Contagion: Conceptual and Empirical Issues International Financial Contagion. (S. Classens, & K. Forbes, Dü) *Springer Science Business Media*, 43-66.
- Gerek, S. (1999). Finansal Küreselleşme ve Türkiye. *Anadolu Üniversitesi Yayınları*(149), s. 85.
- Gerlach, S., & Smets, F. (1995). Contagious Speculative Attacks. *European Journal of Political Economy*, 11(1), 45-63.
- Glenn, H. R. (2000). *Money, The Financial System, and the Economy*. Boston: Addison Wesley.
- Goldstein, M. (2001). The Asian Financial Crisis: Origins, Policy Prescriptions and Lessons. *Journal of African Economies*, 10(1), 72-103.
- Güloğlu, B., & Altunoğlu, A. E. (2002). “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*(27), 8-9.
- Gür, E. (2003). *Kredi Kanalıının Etkin Çalışması ve Türkiye Uygulaması*. Ankara: TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü.
- Hacıhasanoğlu, B. (2005). Meksika 1994 ve Arjantin 2001–2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi. 80.
- Halaç, U. (2015). *Parasal Aktarım Mekanizması*. (O. Altay, Dü.) Ankara: Palme Yayıncılık.

- Hall, S. (2001). *Credit Channel Effects in the Monetary Transmission Mechanism*. Bank Of Quarterly Bulletin.
- Holtemöller, O. (2002). Further VAR Evidence for the Effectiveness of a Credit Channel in Germany. *Humboldt- Universitat zu Berlin*(373), 1-21.
- İnan Alpan, E. (2002). Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi. *Bankacılık Dergisi*, 57-74.
- Jacobson, T., Linde, J., & Roszbach, K. (2005). Exploring İnteractions Between Real Activity And The Financial Stance. *Journal of Financial Stability*, 1(3), 308-341.
- Jucks, R. (2004). 'The Importance of the Bank-Lending Channel in Estonia: Evidence from Micro Economic Data. *Working Papers of Eesti Pank*(6), 11.
- Kaminsky, G. L., & Reinhart, C. M. (2000). On crises, Contagion, and Confusion. *Journal of*(51), 45-168.
- Kaminsky, G. L., Reinhart, C., & Vegh, C. A. (2003). The Unholy Trinity Of Financial Contagion. *Nber Working Paper Series*.
- Kenc, T., & Diboğlu, S. (2010). The 2007 – 2009 Financial Crisis, Global Imbalances and Capital Flows: İmplexations for reform. *Economic Systems*(34), 3-21.
- Kindwell, D. S., Peterson, R. L., & Blackwell, D. W. (2000). Financial İnstutions, Markets and Money. *The Dryden Pres, Harcourt College Publishers*, 58.
- Kıraç, F. (2015). *Küresel Krizin Bulaşma Etkisi: Menkul Kıymet Borsaları Üzerine Bir Uygulama*. Kütahya: Dumlupınar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı.
- Koç, Ü., & Şahin, H. (2015). Parasal Aktarım Mekanizması: Firma Bilanço Kanalı ve Türkiye. *Ege Akademik Bakış*, 15(1).
- Kröger, J., Kuhnert, S., & McCarthy, M. (2010). Contagion and Spillovers: Recent European Experience. *ontagion and Spillovers: New Insights from the Crisis*, 20.
- Masson, P. (1998). Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers and Jumps Between Multiple Equilibria. *International Monetary Fund Research Department*, 5.
- Meltzer, A. H. (1995). Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective. *Journal of Economic Perspective*, 9(4), 49-72.
- Mışkın, F. (1996). *Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective*. Annual World Bank Conference On Development Economics, The World Bank.

- Mishkin, F. (2000). *Para Teorisi - Politikası*. (İ. Şıklar, A. Çakmak, & S. Yavuz, Çev.) İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Mishkin, F. S. (1994). Preventing Financial crises: an international perspective.
- Oktar, S., & Yüksel, S. (2015). 1998 Yılında Rusya’da Yaşanan Bankacılık Krizi ve Öncü Göstergeleri. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 37(2), 331-333.
- Oktar, S., Eroğlu, N., & Eroğlu, İ. (2008). 2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları Ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın (Tcmb) Deneysel Politika Çabaları. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 35(2), 6-12.
- Opiela, T. P. (2008). ‘Differential Deposit Guarantees And The Effect of Monetary Policy on Bank Lending. *Economic Inquiry*, 46, 611.
- Öztürk, S. (2003). Sabit Döviz Kuru Politikasının Finansal Krizlere Etkisi: 1997 Güneydoğu Asya Ve 2000 Kasım - 2001 Şubat Türkiye Krizleri. *Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(1), 174.
- Palma, J. G. (2012). *The 1999 Brazilian Financial Crisis: How to Create a Financial Crisis by Trying to Avoid One*. Sao Paulo School of Economics Fundação Getulio Vargas and the Ford Foundation. 12 25, 2019 tarihinde http://cemacro.fgv.br/sites/cemacro.fgv.br/files/Panel%202%20-%20Gabriel%20Palma%202_0.pdf adresinden alındı
- Pericoli, M., & Sbracia, M. (2003). A Primer on Financial Contagion. *Journal of Economic Surveys*, 17(4), 571-608.
- Pesenti, P., & Tille, C. (2000). ‘The Economics of Currency Crises and Contagion: an Introduction. *FRBNY Economic Policy Review*, 6(3).
- Romer, C. D., & Romer, D. H. (1990). New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism. *Brookings Papers on Economic Activity*(1), 156.
- Schmukler, S. L., Zoido, P., & Halac, M. (2006). Financial Globalization, Crises and Contagion. *Nova Science Publishers*, 207-225.
- Schwartz, A. J. (1987). *Real and Pseudo - Financial Crises*. Chicago: Financial Crises and World Banking Policy.
- Sell, F. L. (2001). *Contagion In Financial Markets*. U.K.: Edward Elgar Press.
- Shim, İ., & von Peter, G. (2007). Distress Selling And Asset Market Feedback. *Financial Markets*, 243-291.
- Sönmezay, N. (2014). *Finansal Krizlerin Bulaşıcılığı ve Gelişmekte olan Ülke Örnekleri: Türkiye Örneği*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı.

- Stiglitz, J. E. (2004). *Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı*. (A. Taşcıoğlu, & D. Vural, Çev.)
- Suzuki, T. (2008). Credit Channel of Monetary Policy Between Australia and Newzealand: An Empirical Note. *Ryukoku University Faculty of Economics*, 1-12.
- Şimşek, M. (2005). “Finansal Kureselleşmenin Ekonomik Krizler Uzerindeki Etkileri ve Örnek. *Finans Politik Ekonomik Yorumlar*, 42(490), 65-66.
- T.C.M.B. (2011). Ankara: T.C.M.B.
- T.C.M.B. (2017). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Tiryaki, H. N. (2015). Finansal Bulaşıcılık Çerçevesinde Küresel Kriz ve Türkiye'ye Etkileri. *Sakarya İktisat Dergisi*, s. 7-8.
- Toprak, D. (2010). Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Borçların Seyri: 1994 ve 2001 Krizi. *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, 2(2), 5-10.
- TUSİAD. (2008). *ABD Finans Sisteminde Yaşanan Kriz Üzerine Notlar*. Tüsiad ABD Temsilciliği.
- Walsh, C. E. (2010). *Monetary, Theory and Policy* (Cilt Third Edition). Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.
- Yalçın, E. (2008). *Brezilya Ve Türkiye Ekonomilerinin Benzerliği: Gerçek Mi Yanılsama Mı?* Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü.
- Yalta, Y. A. (2020). *Para Teorisi Ve Politikası Ders Notları*, 140. Türkiye Bilimler Akademisi Açık Ders Malzemeleri Projesi.
- Yeldan, E. (2012, 12 03). Neoliberalizmin Gözdesi Arjantin Çökerken. 12 25, 2019 tarihinde <http://www.bianet.org/2002/01/25/haber7570.htm> adresinden alındı