

FINANSAL KRİZ TEORİLERİ VE TÜRKİYE EKONOMİSİNDE 1990 SONRASI FINANSAL KRİZLER

Suat OKTAR*
Levent DALYANCI**

Özet

Finansal krizler genelde dünya ekonomisinde, özelde ise gelişmekte olan ülkelerde 1990 sonrasında en önemli iktisadi sorunların başında gelmektedir. Türkiye ekonomisi de iktisadi kalkınma sürecinde finansman açığı, yapısal sorunlar ve sağlıksız iç-dış finansman koşulları altında, sürekli finansal krizlere açık haldedir. Bu bağlamda çalışmanın temel amacı, finansal kriz teorilerini, dünya ekonomisi ve Türkiye ekonomisinde 1990 sonrası ortaya çıkan finansal krizlerin temel sebep ve sonuçları bağlamında incelemek, Türkiye ekonomisinde finansal krizleri Probit model yardımıyla modellemek, finansal krizlerin öngörülmesi ve önlenmesine yönelik politika önerileri geliştirmektir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Kriz Teorileri, Finansal İstikrarsızlık, Belirsizlik, Finansal Kırılganlık

FINANCIAL CRISES THEORIES AND FINANCIAL CRISES IN TURKISH ECONOMY AFTER 1990

Abstract

Financial crises in the world economy, especially in the developing countries have been one of the most important economic problems since 1990s. Turkish economy in her economic development processes has been the similar economic structure and problems like other developing countries. In this context, main aim of this study is to investigate the theories of the financial crises by considering the reasons and consequences of the financial crises in the world economy and Turkish economy since 1990s, to model Turkish financial crises after

* Prof.Dr. Marmara Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, iibf.dek@marmara.edu.tr

** Dr. Marmara Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, leventdalyanci@gmail.com

1990s by using a Probit model and to develop economic policy recommendations to forecast and to prevent financial crises in Turkish economy.

Key Words: Financial Crisis Theories, Financial Instability, Uncertainty, Financial Fragility

Teoride Kriz Kavramı

Compact Oxford English Dictionary¹'a göre, Yunanca'da "krisis" 'decision=karar', krinein'dan 'decide=karar verme' anlamlarına gelen kriz, "önemli bir zorluk ve tehlike dönemi" olarak tanımlanmaktadır. Türk Dil Kurumu (TDK)², krizin genel anlamlarından birisini, "buhran", "Bir ülkede veya ülkeler arasında, toplumun veya bir kuruluşün yaşamında görülen güç dönem, bunalım, buhran" olarak açıklamaktadır. Aktan'ın (2004)³ krizle ilgili görüşü, "Kriz, önceden bilinmeyen ya da öngörülemeyen bazı gelişmelerin makro düzeyde devlet; mikro düzeyde ise firmaları ciddi olarak etkileyecek sonuçlar ortaya çıkarmasıdır. Sadece ani ve beklenmedik bir anda ortaya çıkan olumsuz gelişmeleri kriz olarak adlandırmak doğrudur. Yoksa normal süreç içerisinde ortaya çıkan her sorun kriz demek değildir. Kriz, bu açıdan beklenmedik biçimde ortaya çıkan "ciddi bir sorun" olarak düşünülmelidir" şeklindedir. Uygur (2001)⁴'un ifade ettiği gibi finansal kriz konusunda şu görüş genel kabul görür; krizin ortamı ve göstergeleri vardır ama krizin kesin olarak olacağını söylemek ve hele krizin zamanını öngörmek mümkün değildir. Dornbusch'un deyişiyle, "Kriz ancak patladığında görülür." Zaten krizin kesin olduğu ve ne zaman olacağı öngörülebilse, gerekli önlemler alınır, kriz önlenir, kısacası kriz olmaz. Ayrıca bilinir ki, finansal krizdeki baskı ve gerginlik, güvensizlik ve panikten kaynaklanır. Genel kriz tanımından hareketle, iktisadi sistem ve alt bileşenlerinde ortaya çıkan krizi, "**İktisadi sistem ya da alt bileşenlerinin işleyişinde beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan ve sistemin işleyişini önemli ölçüde olumsuz etkileyen durum**" şeklinde tanımlayabiliriz. İktisadi krizin kaynağı çok çeşitli nedenlere bağlı olabileceği gibi, iktisadi sistemin herhangi bir alt bileşeninden başlayıp genel sisteme yayılabilir ya da sınırlı kalabilir. Diğer yandan kriz, sistemdeki aksaklıkların fark edilmesi ve sistemin daha güçlü hale getirilmesi gerektiğini göstermesi açısından da bir yenilenme fırsatı olarak da görülebilir.

Finansal Kriz Türleri ve Teorileri

Finansal sektörün iktisadi sistemde temel işlevi, reel sektör faaliyetleri için gerekli olan finansmanı sağlamaktır. Bu nedenle finansal sektör, tüm kurumları,

¹Compact Oxford English Dictionary, "crisis", http://www.askoxford.com/concise_oed/crisis?view, Erişim Tarihi: Eylül-2009.

²Türk Dil Kurumu, "Kriz" <http://tdkterim.gov.tr/bts/?kategori=verilst&kelime=kriz&avn=tam>, Erişim Tarihi: Kasım-2009.

³C.Can Aktan, "Ekonomik Kriz", **Yeni Türkiye Dergisi**, www.canaktan.org/yonetim/kriz-yonetim/genel-olarak.htm, 2004, Erişim Tarihi: 01.11.2009.

⁴Ercan Uygur, "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri" **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, 2001/1,2001, <http://www.tek.org.tr>, Erişim Tarihi: 01.11.2009.

kuralları ve araçlarıyla reel sektör birimleri için finansman sağlama işlevine sahiptir. Ancak finansal sektördeki oyuncuların da temel amacı kendi kazançlarını maksimum etmek olması nedeniyle, yüksek rekabet ortamında faaliyet gösterirler. Bu nedenle, finansal sektör, reel sektörü finanse etmek için küresel ekonomi genelinde yoğun bir rekabet ortamında faaliyet gösterir. Ne var ki, finansal sektördeki iktisadi birimler, finansal yatırım karar süreçlerinde, küresel makroekonomik dengelerin dinamiklerini ve geleceğini her zaman ideal bir şekilde tahmin edemez. Diğer yandan iktisadi birimler arasında, aşırı kazanç hırsıyla, yüksek risklerin üstlenilmesi, ahlaki sapmaların, manipülasyonların ve aşırı spekülasyonların oluşması vb faktörlerin ortaya çıkması finansal sektörün işleyiş mekanizmalarını olumsuz etkileyerek finansal sistemde krizlere yol açabilir. Bu bağlamda, finansal sektörde kriz, finansal sektör faaliyetlerinin işleyişini, beklenmedik ve önemli ölçüde olumsuz etkileyecek durumların ortaya çıkması olarak tanımlanabilir. Finansal krizlerin kaynağı, finansal sektördeki, oyuncular, kurumlar, kurallar ve araçlar olabileceği gibi, reel sektör faaliyetlerinde kârlardaki daralmalar da finansal sektör krizlerinin kaynağı olabilmektedir. Finansal kriz ile ilgili literatürde yapılan tanımlar, temelde finansal sistemin temel işlevi olan reel sektöre fon sağlama işlevini yitirmesi üzerine odaklanmaktadır. Literatürdeki temel tanımlar aşağıdaki gibi özetlenebilir:

Micheal Bordo (1987)⁵, finansal krizi, beklentilerde bir değişim, bazı finansal kurumların iflasından duyulan korku, gayrimenkul ya da likit olmayan varlıkların paraya çevrilme teşebbüsü vs. olarak tanımlamıştır. Sundararajan ve Balino (1991)⁶, krizi, çok sayıda finansal kurumun borçlarının, varlıklarının piyasa değerlerini aşırı derecede aştığı, iflaslar ve portföy kaymalarının olduğu, bazı finansal kurumların çöktüğü, devlet müdahalesinin zorunlu olduğu bir durum olarak ortaya koymaktadır. Davis (1995)⁷, krizi, kredi dağılımının veya ödemelerin yapılmasının mümkün olmadığı, finansal sistemdeki büyük çöküş olarak açıklamıştır. Schwartz (1995)⁸, finansal krizi, herhangi bir fiyattan ödemelerinin yapılmayacağı korkusuna dayandığını, nakit bulmak için, aşırı kamu müdahalesinin yapıldığı, bankacılık sistemindeki rezerv sıkışıklığının ortaya çıktığı, bankaların verdiği kredileri geri çağırıp yeni kredileri vermediği ve varlıklarını sattığı bir durum

⁵ M. Bordo, "Financial Crises: Lessons From History", **5. Uluslararası Garden Finans Konferansı**, 1987, aktaran Kindleberger, Charles P. **Cinnet, Panik ve Çöküş Mali Krizler Tarihi**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, s.9, 2000.

⁶ V. Sundararajan. and T. JT, Balino. **Banking Crises: Cases and Issues**, Washington DC: IMF. 1991, aktaran Gup, Benton E. , **Bank Failures in The Major Trading Countries Of The World: Causes And Remedies**, Greenwood Publishing Group, s.7, 1998.

⁷ E. P. Davis, **Debt, Financial Fragility and Systemic Risk, Revised And Expanded Edition**, Newyork: Oxford Univ. Press. 1995, aktaran; Gup, Benton E. **Bank Failures in The Major Trading Countries Of The World: Causes And Remedies**, Greenwood Publishing Group, s.117, 1998.

⁸ A. Schwartz, "**Systemic Risk and the Macroeconomy**" in Kaufman, G.G. (ed) Research in financial Services, 7.19-30, Greenwich, JAI press, 1995, aktaran; Gup, Benton E. , **Bank Failures in The Major Trading Countries of The World: Causes And Remedies**, Greenwood Publishing Group, s.7, 1998,

olarak belirtmiştir. Mishkin (1996)⁹ ise finansal krizi asimetrik enformasyon teorisi çerçevesinde ele almıştır. Bu tanıma göre finansal kriz, “Finansal piyasalarda, ters seçim ve ahlaki bozulma problemlerinin daha da artması sebebiyle, finansal piyasaların, fonları, en üretken yatırım fırsatları için etkin bir şekilde dağıtamadığı, doğrusal olmayan bozulmalardır.” Mishkin’e göre, finansal kriz, finansal piyasaların etkin bir şekilde işlevini yerine getirmesini engelleyerek, iktisadi faaliyetlerde keskin bir daralmaya yol açar.

Kindlerberger¹⁰ (2000), finansal krizleri, içerisinde etki-hacim ve küresel açıdan önemli derecede finansal krizlerin olduğu, iktisadi dalgalanmaların zirve dönemleriyle ilişkili olduğunu vurgulamıştır. Finansal krizi, “finansal göstergelerin tümünün ya da çoğunun –kısa vadeli faizler ve varlıkların (hisse senedi, gayrimenkul, arsa) fiyatları, ticari iflaslar finansal kurumların başarısızlıkları–keskin, kısa ultra- döngüsel şekilde bozulmasıdır” şeklinde açıklamıştır. Kindlerberger tanımda döviz problemlerini zorunlu olarak dışarıda bıraktığını da vurgulamıştır. Üşür (2009)¹¹, iktisadi kriz teorilerinin büyük bir kısmının "kriz" diye nitelenen olgunun belki sentaksını verebildiğini, ama gramerini verme noktasında şüpheli olduğunu belirtmiştir. Finansal krizlerin oluşmasında, pek çok faktör söz konusudur. Bu faktörler, ülke ekonomisi ya da küresel ekonomiden kaynaklanabildiği gibi, finansal sektör ve reel sektörden de kaynaklanabilir. Finansal krizlerin ortaya çıkma ve yayılma süreçleri, zamana, ekonominin içinde bulunduğu koşullara, iktisadi konjoktüre, kurumsal ve politik yapılar, iktisadi birimlerin tercihlerine vb pek çok faktöre bağlı olarak meydana gelmekte ve ekonomi geneline yayılma göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin oluşum evreleri çok çeşitli olup , farklı aşamalar izleyebilmektedir. Mishkin (2001)¹², gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin gelişme aşamalarını, a)finansal ve reel sektör firmalarının bilançolarında bozulma, b)döviz/para krizi, c)finansal kriz şeklinde sınıflamıştır. Buna göre ilk aşamada finansal ve reel sektör firmalarının bilançolarında bozulmalar baş gösterir. Bu durum, döviz krizi oluşmasına yol açar. Döviz krizi finansal ve reel sektör firmalarının bilançolarında daha da derin bozulmalara yol açarak finansal krizin oluşmasına neden olur. Finansal krizlerin türlere ayrılması ise, finansal sistemi oluşturan temel kurumlar, temel değişkenler ve temel ilişkilerdeki bozulmalara bağlı olarak tanımlanmaktadır. Bu çerçevede finansal krizler dört grupta incelenmektedir¹³:

⁹ Frederic S. Mishkin. “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective”, **NBER Working Paper** No. 5600, s.17, 1996.

¹⁰ Charles P, Kindlerberger. **Cinnet, Panik ve Çöküş Mali Krizler Tarihi**, (Çev. Halil Tunali), İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, s.6, 2000.

¹¹ İşaya Üşür, “Kriz Bir "Kavram" Açıklama Notu” **Mülkiyeliler Birliği Dergisi**, Cilt: XXIII, Sayı: 214, 2009.

¹² F.S. Mishkin, Financial Policies And The Prevention of Financial Crises In Emerging Market Countries. **NBER Working Paper**. 8087, s.8, 2001.

¹³ IMF “Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability” in Financial Crises: Causes And Indicators, **World Economic and Financial Surveys World Economic Outlook**, s.74-75, 1998.

a) **Döviz/Para Krizi (Currency Crisis):** Bir ülke parasına yapılan bir spekülâtif saldırıya bağılı olarak, ülke parasında önemli ölçüde resmi otoritenin devalüasyona gitmek zorunda kaldığı veya ülke parasının önemli ölçüde değer kaybettiğı (sharp depreciation) veya ülkenin büyük ölçekli uluslararası rezervleriyle veya faizlerde keskin bir artışla parasını savunmaya çalıştığı krizlerdir. b) **Bankacılık Krizi (Banking Crisis) :** Batma noktasına gelen ya da gelme olasılığı olan bankaların, yükümlülüklerini/borçlarını, çevirme özelliklerini kaybettiğı veya devletin büyük ölçekli müdahalelerle destek vermek zorunda kaldığı bir durumdur. c) **Sistemik Finansal Krizler (Systemic Financial Crises) :** Finansal piyasaların, etkin bir şekilde işlevlerini yerine getiremeyecek şekilde ciddi bozulmalara maruz kaldığı ve sonucunda da reel ekonomiye büyük ölçekli zarar verdiği bir durumdur. Bir sistemik kriz, döviz krizini içerebilir, ancak bir döviz krizi tek başına, ödemeler dengesine zarar vermeyebilir. Bu nedenle döviz krizi, sistemik finansal krize eşdeğer değildir. d) **Dış Borç Krizi:** Bir ülkenin, özel veya kamu sektörü borçlarını ödeyememesi durumudur. Finansal krizlerin yukarıda belirtilen bu türleri, birlikte veya karşılıklı etkileşim halinde birbirlerini tetikleyerek ortaya çıkabilir. Finansal sisteme, ekonomi geneline ve hatta küresel ekonomi geneline farklı mekanizmalar aracılığıyla yayılabilir.

Kaminsky (2006)¹⁴, 1970'den itibaren bir finansal krizler furyası başlayarak, gelişmekte olan ülkeler ve gelişmiş ülkelerde önemli iktisadi sorunlar yarattığını, bu krizlere bağılı olarak, spekülâtif ataklar temelinde çeşitli teoriler geliştirildiğini belirtmiştir. Döviz krizi modelleri gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan döviz kurunda meydana gelen kırımları açıklamaya yönelik geliştirilmiş modellerdir. Gelişmekte olan ülkelerdeki krizlerin zamana, ülke koşullarına göre farklılıklar arzemesi, bunları açıklamaya yönelik modellerin de farklılaşmasına yol açmıştır. Diğer bir ifadeyle, tüm döviz krizlerini açıklamayı tek başına başarabilen bir model henüz geliştirilememiştir. Geliştirilen modeller üç grupta incelenmektedir. Bunlar, a) **Birinci Nesil Döviz Krizi Modelleri**, b) **İkinci Nesil Döviz Krizi Modelleri**, c) **Üçüncü Nesil Döviz Krizi Modelleri** olarak sınıflanmaktadır. Mishkin (1994)¹⁵ finansal krizin tanımlanması ve çerçevesinin belirlenmesinde literatürün ikiye bölündüğünü, bunlardan birinci kesimin monetaristler ve diğer kesimin ise Kindlerberger ve Minsky'nin oluşturduğu daha eklettik bir yaklaşım olduğunu vurgulamıştır. Monetaristlerin, Friedman ve Schwarts (1963)¹⁶ çalışmaları ile başladığını ve finansal krizleri bankacılık krizleri ile ilişkilendirdiklerini vurgulamıştır. Para arzındaki ciddi daralmaların, bankacılık sektöründe paniklere yol açarak, ABD ekonomisinde büyük iktisadi daralmalara neden olduğunu belirtmiştir. Monetaristler, varlık fiyatlarındaki düşüşlere, iflaslardaki artışlara yol açmasına rağmen, bankacılık sektöründe panik oluşturmayan ve para arzında keskin düşüşle sonuçlanan olayları, gerçek finansal krizler olarak görmezler. Bunları sahte finansal

¹⁴ Graciela L. Kaminsky. "Currency crises: Are they all the same?" **Journal of International Money and Finance**, Vol: 25, 503, 2006.

¹⁵ Frederic S. Mishkin. "Preventing Financial Crises: An International Perspective" **NBER Working Paper** No. 4636, s.2, 1994.

¹⁶ Milton Friedman, and Anna J. Schwartz. "Money and Business Cycles" **The Review of Economics and Statistics**, Vol. 45, No. 1, Part 2, Supplement, s. 32-64, 1963.

kriz (pseudo-financial crises) olarak tanımlamaktadırlar. Dahası hükümetin bu sahte finansal krizlere müdahalesinin gereksiz olduğuna, hatta yarardan çok yüksek enflasyona yol açmak gibi zarar getireceğine dikkat çekmişlerdir. Mishkin (1994)¹⁷ Monetaristlerin finansal krizlere ilişkin açıklamalarına karşı bir görüş olarak Kindlerberger (1978) ve Misnky (1972)'in görüşleri söz konusudur. Mishkin (1994)'e göre, Kindlerberger ve Misnky'nin finansal kriz üzerine temel görüşleri şu şekildedir: "Finansal kriz, finansal ve reel sektör kuruluşların iflasları, varlık fiyatlarında düşüş, döviz kurunda bozulmalar, deflasyonlar, dezenflasyonlar ya da bunların farklı bileşimlerinden oluşabilir." Mishkin (1994)'e göre, Kindlerberger ve Misnky'de, finansal krizler ekonomi geneline yayılan ciddi olumsuz sonuçlar doğurabilir. Bu durumda finansal krizin etkilerini sınırlamak için devlet müdahalesi gereklidir. Mishkin (1994), Kindlerberger ve Misnky'nin finansal kriz üzerine görüşlerinin, güçlü bir finansal kriz teorisi ortaya koymadığını, diğer yandan önerdikleri devlet müdahalesinin her zaman için yararlı sonuçlar doğurmayabileceğini belirtmiştir. Monetaristlerin, finansal kriz teorisinin ise, sadece para arzındaki daralmaya ve banka paniklerine odaklandığı için dar kapsamlı olduğunu vurgulamıştır. Diğer yandan, finansal krizlere yol açan sistemik risklerle ilgili teorik yaklaşımlar literatürde farklılaşmaktadır. Davis'e (1995, 2003)¹⁸ göre, finansal sistemdeki krizlerin genel yapısı, finansal sistem ve kurumlara yönelik paniğe bağlı hücumlar (contagious runs) ve bu panikleri engellemeye yönelik olarak finansal sistemdeki düzenlemelerdir (financial regulation). Bu çerçevede, finansal krizlerin bütünüyle açıklamaya yönelik yaklaşımlar a) **monetarist yaklaşım**, b) **aşırı-borçlanma ve finansal kırılganlık yaklaşımı**, c) **rasyonel beklentiler yaklaşımı**, d) **belirsizlik yaklaşımı**, e) **kredi tayinleme yaklaşımı**, f) **asimetrik enformasyon/aracılık giderleri yaklaşımı**, g) **aracı piyasalar dinamiği yaklaşımı**, şeklinde sınıflanabilmektedir.

Bordo, M. (1998)¹⁹, finansal krizleri açıklamaya yönelik yaklaşımları, geleneksel yaklaşımlar içinde, monetarist yaklaşım ve finansal kırılganlık yaklaşımı olarak kabul etmiştir. Bu yaklaşımlar içerisinde, rasyonel beklentilere dayanan yaklaşımları rassal-para çekişi teorisi (random withdrawals theory) ve asimetrik enformasyon yaklaşımı olarak ifade etmiştir. Diamond, D. and Dybvig, P. (1983)²⁰ daha önce açıklandığı gibi, mevduat sahiplerinin bankacılık sektörüne yönelik güvenini olumsuz etkileyecek bir şokun, bankacılık paniği yaratarak, finansal krize yol açabileceğini vurgulamıştır. Bordo, M. (1998)²¹, Friedman-Schwartz (1963) ve Cagan (1965)'in çalışmalarında, bankacılık kriziyle birlikte ortaya çıkan finansal krizlerin, parasal daralmanın etkilerini ortaya çıkaracağını ya da daha kötüsünü

¹⁷ Frederic S. Mishkin, (1994), agm. s.2-3.

¹⁸ E. P. Davis, (1995), agm.s117-146.

E. P. Davis. "Towards A Typology For Systemic Financial Instability" **Economics And Finance Working Papers**, Brunel University, 2003, s.3-20.

¹⁹ M, Bordo. "Currency Crises (and Banking Crises) in Historical Perspective" **EHF-Research Report** No:10, s.17, 1998.

²⁰ D, Diamond. and P, Dybvig. Bank runs, deposit insurance, and liquidity, **Journal of Political Economy** 91, s.401-419, 1983.

²¹ M, Bordo. (1998), agm.s.17.

yapabileceklerini iddia ettiklerini belirtmiştir. Parasal istikrarsızlığı üretmesi açısından, Friedman-Schwartz (1963) çalışmalarında, bankacılık paniklerine ayrı bir önem vermişlerdir. Monetaristler, finansal krizleri bankacılık krizleriyle birlikte ele alırlar ve krizin nedenini, para arzındaki daralmalara bağlarlar. Friedman ve Schwartz (1963)²² çalışmalarında, para arzındaki değişim oranı ve iktisadi dalgalanmalar arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Para arzındaki değişim oranı ile iktisadi dalgalanmalar arasında (özellikle gelir dalgalanmaları arasında) yakın bir ilişki bulmuşlardır. Friedman ve Schwartz (1963), para arzındaki daralmaların bankacılık kesimi dengelerini olumsuz etkileyerek bankacılık sektöründe paniklere yol açarak iktisadi dalgalanmalara yol açtığını belirtmişlerdir. 1875-1938 döneminde yaşanan altı krizde, bankacılık kesimi nakit-mevduat oranındaki bozulmaya, bankacılık krizlerinin eşlik ederek iktisadi dalgalanmaların ortaya çıktığını tespit etmişlerdir. Friedman ve Schwartz (1963), Cagan'ın da çalışmalarında para arzındaki değişim ve iktisadi dalgalanmalar arasında yakın bir ilişki bulunduğunu öne sürmüştür. Bordo, M. (1998) göre, bankacılık krizlerinin oluşmasında, Friedman ve Schwartz'ın, bankalara karşı güvenlerini kaybeden toplumun, mevduatlarının nakde çevirme paniği olduğunu vurguladıklarını belirtmiştir. Finansal krizlerin oluşmasında önemli faktörlerden birisi, iktisadi birimlerin, iktisadi beklentilerine göre, yatırım kararlarındaki, dolayısıyla borçlanma kararlarındaki yanlışlıkların rolüdür. Bu yanlışlıklar kitlesel olduğunda, finansal sistem kırılğan bir duruma ulaşır ve daha sonra ortaya çıkacak panik ise finansal krizleri tetikler. Aşırı iyimser beklentilere bağlı yapılacak aşırı yatırım eğilimleri ekonomide yapay bir zirvenin oluşmasına olanak sağlar. Ne var ki, daha sonra sürdürülemez bu zirve durumu bir dibe dönüşür. Bu durum, ekonomideki reel yatırımların, reel dengelerden kopuk bir sıçramasının sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bordo, M. (1998), ve Fisher, I. (1932 ve 1933) "Aşırı Borç-Deflasyon" hipotezinin, Minsky, H. (1977), Kindlerberger, C. (1978), Kaufman, H. (1986), Friedman, B.(1986) ve King, M. (1994) tarafından iktisadi krizleri açıklamak için geliştirdiklerini belirtmiştir. Minsky, Hyman P. (1992)²³, borç-deflasyonu (debt-deflation) durumunun Irving Fisher (1933)'in çalışmalarında ortaya konulduğunu; Charles Kinleberger (1978) tarafından dengesizliğin beslenme süreci olarak geliştirildiğini, Martin Wolfson (1986) tarafından ise, finansal istikrarsızlıkla ilgili bir veri seti ve iktisadi dalgalanmaların çeşitli finansal kriz teorileri açısından incelemesinin gerçekleştirildiğini ifade etmiştir. Fisher, I. (1933)²⁴ iktisadi dalgalanmalarda daralma dönemine geçişi, aşırı borçlanmaya ve deflasyona bağlamıştır. Bu yaklaşıma göre; dışsal pozitif şoklar sonucunda, iktisadi dalgalanmada zirve dönemine gidiş sürecinde, yatırımcılar, aşırı güven ve kazanç beklentileri nedeniyle aşırı borçlanmaya ve aşırı yatırımlara yönelecek, bir süre sonra da, aşırı borçluluk, likidite sıkıntısına yol açacaktır. Bu durumda, kredi

²² Milton, Friedman. and Anna J. Schwartz.(1963), agm. s.3-64.

²³ Hyman P.Minsky. " The Financial Instability Hypothesis" **The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Working Paper** No. 74, 1992, Prepared For Handbook of Radical Political Economy, Edited By Philip Arestis And Malcolm Sawyer, Edward Elgar: Aldershot, s.1-10, 1993.

²⁴ I. Fisher, "The Debt Deflation Theory of Great Depressions", **Econometrica**, No:1, s.337-357, 1933.

verenlerde ve alanlarda bir panik ortaya çıkacaktır. Bu durumda, likidite sıkışıklığı, satış baskısı yaratıp, mevduat daralmaları oluşturup, paranın dolaşım hızı yavaşlayacaktır. Bu tekrar satış baskısı yaratarak, fiyat seviyesinde düşüş başlayacak bunun sonucunda da, yatırımların değeri düşerek, iflaslar ortaya çıkacaktır. Davis (1995, 2003), borç ve finansal kırılganlık yaklaşımının, finansal krizlerin, bir kredi genişlemesi döneminin son evresinde ortaya çıkan pozitif bir şok sonucunda, borçların aşırı yükselmesi, kreditorlerin yanlış fiyatlama yapmaları ve bir varlık balonun ortaya çıkmasına yol açmasıyla baş gösterdiğini, devamında ise, negatif bir borç şokuyla bankacılık krizinin ortaya çıktığının belirtmiştir.

Minsky, Hyman P. (1992), geliştirdiği, finansal istikrarsızlık hipotezinin, Keynes'in "Genel Teorisi" nin özü olduğunu vurgulamıştır. Finansal istikrarsızlık hipotezinin, diğer yandan, Schumpeter (1934)'in para ve finansman kredi görüşünden de esinlendiğini vurgulamıştır. Minsky, Hyman P. (1992), iktisadi sistemin, ekonomideki dalgalanmalara karşı tepkisinin, dalgalanmayı güçlendirmesi şeklinde olduğunu belirtmiştir. Diğer bir ifadeyle, enflasyon, enflasyonist süreci, deflasyon da, deflasyonist süreci besler.

Minsky, Hyman P. (1992), finansal istikrarsızlık hipotezinin, teorik argümanının, kompleks sofistike finansman sisteme ve pahalı sermaye varlıklarına sahip bir kapitalist sisteme sahip bir ekonomi varsayımı ile başladığını, temel iktisadi sorunun ise, Knightyan olarak betimlenen, veri kaynakların alternatif kullanımları arasında dağılımının yapılması yerine, ekonominin sermaye gelişimi olduğunu vurgulamıştır. Kapitalist sistemin sermaye gelişimi, gelecekteki para için bugünkü paraların değişimiyle birlikte seyrederek. Bugünkü para, yatırım malları çıktısı elde etmek için, kaynaklar harcanır. Diğer yandan, gelecekteki para, firmanın sermaye varlıklarını artıracak olan kârlardır. Kapitalist sistemde, geçmiş, bugün ve gelecek, sadece sermaye varlıkları ve işgücü nitelikleri ile ilişkili olmayıp, aynı zamanda, finansal ilişkilerle de bağlantı içerisindedirler. Finansal ilişkilerin daha karmaşık yapısına rağmen, sistemin davranışında anahtar belirleyicisi kâr düzeyidir. Finansal istikrarsızlık hipotezi, Kalecki (1965)-Levy (1983)²⁵'nin, toplam talebin, kârı belirlediğine ilişkin görüşlerini kapsamaktadır.

Minsky, Hyman P. (1992), finansal istikrarsızlık hipotezinin, kapitalist sistemdeki, borçların etkisi ve borçların gerçekleşmesi üzerine bir teori olduğunu vurgulamıştır. Paranın miktar teorisinin aksine, finansal istikrarsızlık hipotezi, bankacılık sektörünün, kapitalist sistem için çok önemli etkisi olan bir kârlılık sürecine göre çalıştığını kabul etmektedir. Bankacılık sektörü (finans sektöründeki tüm araçlar anlamında), kârlılıklarını artırmak için, sürekli finansal inovasyonlar yaparlar. Minsky, Hyman P. (1992), finansal sistemdeki, finansal inovasyonların, ortodoks paranın miktar teorisinin temel varsayımı olan paranın dolaşım hızının sabitliğini geçersiz kılacağını belirtmiştir. Minsky, Hyman P. (1992), finansal sistemde, iktisadi birimlerin borçlarının/finansman yapıları için üç tür yapı tanımlanabileceğini belirtmiştir. Bu finansman yapıları, a) Hedge Finansman, b) Spekülatif Finansman, c) Ponzi Birimlerdir. Hedge finansman birimleri, tüm

²⁵ Michal Kalecki, **Theory of Economic Dynamics**. London: Allen and Unwin, 1965.

Jay Levy S. and David A. **Profits And The Future of American Society**. New York, Harper and Row, 1983.

borçlarını, nakit akımlarıyla yerine getiren birimlerdir. Borçlanma yapısında, sermaye finansmanın ağırlığı arttıkça, hedge finansman yapısı da artacaktır. Spekülatif finansman birimleri, borçlarını, nakit akımları yetmese de, gelir hesaplarıyla ödeyen birimlerdir. Bu birimler, borçlarını, borçla çevirme gereksinimi duyarlar. Ponzi Birimleri, faaliyetlerinden elde ettiği nakit akımları, aşırı yüksek borçları nedeniyle, ne borçlarının anaparasını, ne de faizlerini ödemeye yetmez. Bu birimler, faizlerini ödemek için bile borçlanırlar. Gelecekteki gelirleri bile borçlarının faizlerini ödemeye yetmeyebilir. Finansal istikrarsızlık hipotezi, ekonomideki borçlanma rejimlerinin yapısına göre, finansal istikrarsızlık yapısının şekilleneceğini vurgulamıştır. Ekonomideki istikrarlı yapı, finansal sistemdeki istikrarsız rejim türüne göre, zamanla istikrarsızlığa doğru gider. En son aşamada, finansal sistemde, Ponzi Birimleri'nin egemen olduğu finansman rejimi de çöker ve iktisadi sistem krize girer. Hyman P. Minsky (1993)²⁶'nin geliştirdiği finansal kırılganlık hipotezinin temel özelliği "Kapitalist sistem, dışsal şoklar olmadan da, içsel nedenlere bağlı olarak iktisadi dalgalanmalar yaratabilir, bunu etkileyen faktörlerin temelinde, kapitalist ekonomilerin içsel dinamiği olup kapitalist sistemdeki bu kırılgan yapı, müdahale ve düzenlemelerle bir bant aralığında seyrettirebilir olması" şeklindedir.

Rasyonel Beklentiler Yaklaşımı temelinde bazı kriz modelleri geliştirilmiştir. Bu modeller arasında, rasyonel spekülatif balonlar olarak kabul edilen, Cinnet (manias) ve sabit fiyat rejimine spekülatif atak şeklinde, hücumlar ve paniklerdir. Blanchard and Watson (1982)²⁷, spekülatif balonların, finansal piyasalarda rasyonel davranışlarla yürütüldüğünün inkar edilemeyeceğine ve bu balonların reel ekonomi üzerinde etkileri olduğuna dikkat çekmiştir. Davis (1995), Blanchard and Watson (1982)'in rasyonel balon tanımı olarak, balonun devam edeceği ya da patlayacağı olasılığı içerdiğini, balon devam ettikçe, ortalama getirinin, bir kriz riskini telafi etmek için, risksiz getiri oranını aşacağını öngörmüştür. Rasyonel beklentiler temelli kriz yaklaşımı, Krugman (1979), Flood ve Garber (1984) ve Obstfeld (1986) modellerinde de görülür. Bu modellerde, zayıf iktisadi temellere sahip bir ekonomide, sınırlı rezervle, sürdürülemez döviz kuru politikaları durumunda, spekülatoörler, rasyonellik çerçevesinde, kazançlarını maksimize etmek için uygun zamanı bekleyerek döviz kuruna spekülatif atak yaparlar.

Knight, Frank H. (1921)²⁸, iktisadi faaliyetlerde ve kârlılık süreçlerinde risk ve belirsizliğin önemli rolü olduğuna işaret etmiştir. Riski, ölçülebilir belirsizlik olarak tanımlarken, belirsizliğin ise ölçülemediğini vurgulamıştır. Diğer yandan, Knight, belirsizliğin toplumsal ve ekonomik gelişim sürecinde çok büyük role sahip olduğunu belirtmiştir. Meltzer A. H. (1982)²⁹, finansal krizleri anlamada

²⁶ Minsky, Hyman P.(1993). agm. s.1-10.

²⁷ Olivier J. Blanchard, And Mark W. Watson "Bubbles, Expectations and Financial Markets" **NBER Working Paper** No. 945, s.1-30, 1982.

²⁸ Frank H. Knight, **Risk, Uncertainty And Profit**, (1921), Beard Books, 2002.

²⁹ A. H. Meltzer, "Rational Expectations, Risk, Uncertainty, and Market Responses", in P. Wachtel (ed.), **Crisis in the Economic and Financial Structure**, Salomon Bros. series on Financial Institutions and Markets, Lexington Books, Lexington, Mass, 1982.

belirsizliğin önemini vurgulamıştır. Belirsizliğin, sadece objektif olasılıkların indirgenmesine duyarlı olmadığını, fakat aynı zamanda, rekabetçi piyasalarda, kâr fırsatları da sunduğunu kaydetmiştir. Belirsizliğin, durağan olasılık dağılımları ile temsil edilemeyecek rassal elementlerin olduğu değişen bir ekonomik çevreyi yansıttığını ifade etmiştir. Belirsizlik; savaşlar, ihtilaller, finansal krizler ve bunların iktisadi sonuçları gibi, etkileri tamamen objektif analize karşı olan durumlara uygulanır. Bu durumlar iktisadi çevreyi, tahmin edilip, gerekli önlemlerin alınamayacağı bir rejime sürükler. Davis, E. P. (1995), bilgi eksikliği ve belirsizlik ortamında kârların, fırsatlar ve inovasyonlar sayesinde elde edilebileceğini, Shafer (1986)³⁰ ve Schumpeter (1942)³¹'de yaratıcı yıkımlara yol açan inovasyonların, finansal piyasalarda da artan bir şekilde ortaya çıktığını vurgulamıştır. Belirsizlik ve finansal krizler arasındaki ilişki, Keynezyen iktisadi analizin odak noktalarından birisidir. Özellikle Post-Keynezyen iktisatta belirsizlik, piyasa istikrarsızlıklarının temelinde yer alan en önemli faktörlerden biridir. Çünkü belirsizlik, girişimcilerin kazanç beklentilerinin ve sermayenin marjinal verimliliğinin hesaplanmasında sorunlar yaratır. Bu sorunlara bağlı olarak ortaya çıkan manipülasyonlar ve spekülasyonlar, oynaklıklara ve krizlere yol açabilir.

Bordo, M. (1998), finansal krize yol açacak, sistemik risklerden birisinin Mishkin (1990)'de vurgulanan asimetrik enformasyon olduğunu belirtmiştir. Mishkin, F.S. (1991)³² asimetrik enformasyon literatürünün, Akerlof (1970)'a kadar uzandığının altını çizmiştir. Buna göre bir sözleşmeye konu olan taraflar arasında bilginin eşit olmayan dağılımına bağlı olarak ortaya çıkan belirsizlik ve tarafların dürüst olmaması (ahlaki tehlike), yanlış kararların alınmasına (ters seçim) yol açarak ve kaynakların etkin dağılımını olumsuz etkileyerek, refah kaybına neden olacaktır. Eğer bu yapılar, ekonomi geneline yayılırsa, ekonomi genelinde krizler ortaya çıkabilecektir. Mishkin (2001)³³, finansal sistemin işlevinin, verimli yatırımlar için iktisadi birimlere finansman sağlamak olduğunu belirtmiştir. Ancak Mishkin, finansal sistem içerisinde tarafların birbirlerinin kredi değerini bilmelerinin kaynakların etkin dağılımında önemli bir faktör olduğunu belirtmekle birlikte, taraflar arasındaki asimetrik enformasyon ya da ahlaki tehlike durumu söz konusu olursa bu durumda, tarafların ters seçim yaparak, kaynakların etkin dağılımını sağlayamayacaklarını, bu durumun finansal sistem içerisinde önemli bir ölçüğe ulaşması durumunda da finansal istikrarsızlığa ve finansal krizlere yol açabileceğine dikkat çekmiştir.

Mishkin'e (2001) göre, finansal krize yol açan asimetrik enformasyon sorunlarını artıran dört faktör sözkonusudur. Bu faktörler ; a)**Finansal Sektör Bilançolarında Bozulma**, b)**Faiz Oranlarında Artış**, c)**Belirsizlikte Artış**, d)**Varlık Fiyatlarındaki Değişime Bağlı Olarak Reel Sektör Bilanço Bozulma**

³⁰ J. R. Shafer, "Managing Crises in the Emerging Financial Landscape", **OECD Economic Studies**, 8, s. 56-77, 1986.

³¹ J. E. Schumpeter, **Capitalism, Socialism and Democracy**; 1942, Republ. by Unwin Paperbacks, London, 1974.

³² F.S. Mishkin, "Asymmetric Information And Financial Crises: A Historical Perspective" **NBER, Working Paper**, No. 3400, 1991.

³³ F.S. Mishkin, (2001), agm. s. 1.

şeklinde. Bu bağlamda, finansal sistemde bankacılar ve finansal aracılardan önemi, finansal kaynakların doğru dağılımını sağlamaktır. Eğer finansal sistemde, finansal kaynakların dağılımı yanlış olursa bu defa, kaynak dağılımındaki etkisizlik, verimli yatırımlara gidecek kaynakları azaltarak, verimsiz kaynaklara daha fazla kaynak gitmesine yol açar. Bu durumda, yanlış finansal kaynak dağılımı bir süre sonra kredi dönüşlerini ve dağılımını daha da olumsuz etkileyerek, asimetrik enformasyon, ahlaki tehlike ve ters seçim faktörlerine bağlı olarak güvensizliği, devamında belirsizliği artıracak, bu koşullar altında faizler artacak, artan faiz oranları, borçlanma maliyetlerindeki artış bir süre sonra reel sektör bilançolarında bozulmayı artırarak, finansal krizlerin ortaya çıkmasına yol açacaktır³⁴. Finansal istikrarsızlığa yol açan faktörler gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için farklılık göstermektedir. Mishkin (1999)³⁵ çalışmasında gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler için finansal istikrarsızlığa yol açan faktörler üzerinde durmuştur.

Mishkin (1999)'e göre, sanayileşmiş ülkeler ve yükselen piyasa ekonomileri arasında istikrarsızlığın yayılma mekanizmaları açısından iki önemli kurumsal fark söz konusudur. Sanayileşmiş ülkelerde enflasyonun düşük olması, uzun vadeli borçlanma yapısına sahip olunması döviz kuru risklerini azaltmaktadır. Diğer yandan, yükselen piyasa ekonomilerinde yüksek ve değişken enflasyon oranları, borçlanma yapısını kısa vadeli yapmakta, döviz kurunu ise istikrarsız kılmaktadır. Sanayileşmiş ülkeler ve yükselen piyasa ekonomilerinin finansal yapılarındaki kurumsallığın farklılaşması riskleri de etkilemektedir. Kurumsal yapılarındaki farklılıklar finansal istikrarsızlığın yayılma mekanizmalarını da farklılaştırmaktadır. Bu faktörlerdeki bozulma derecesi, finansal istikrarsızlığın derecesini belirlemektedir. Sanayileşmiş ülkeler ile yükselen piyasa ekonomileri arasındaki önemli farklardan birisi, yükselen piyasa ekonomilerinde finansal istikrarsızlığa bağlı olarak hem döviz kuru hem de bankacılık krizinin ortaya çıkmasıdır.

Guttentag J. M. and Herring R. J. (1984)³⁶, mikroekonomi düzeyinde ödünç verme sürecinde rekabetçi bir piyasada, kredi şoklarının subjektif olasılıklarına bir tepki olarak risk primlerinin nasıl oluştuğunu modellemiştir. Ahlaki tehlikenin, kredi tayinlemesine ve minimum sermaye gereksinimine nasıl yol açtığını incelemiş ve finansal krizlerin ortaya çıkmasında, kredi tayinlemesi yaklaşımını (Credit Rationing) geliştirmişlerdir. Buna göre, ekonomideki bir negatif şokun etkisi geride kaldıktan sonra, kredi koşullarının aşırı kolaylaştırılmasına bağlı olarak, subjektif risk olasılığı zamana göre azalmakta ancak, gerçek risk olasılığının sabit kaldığı ya da arttığı durumda, kredi tayinleme derecesindeki ani sıçramaya bağlı olarak tekrar bir negatif şokla subjektif risk olasılıklarının sıçrama göstermesi, sistemin finansal krize girmesine yol açmaktadır. Finansal sistemde krizleri açıklamaya yönelik geliştirilmiş farklı yaklaşımlar da söz konusudur. Bunlar arasında, ikincil

³⁴ F.S. Mishkin, (2001), agm. s. 3.

³⁵ F.S. Mishkin, "Lessons From The Tequila Crisis". **Journal of Banking And Finance**. Sayı. 23, s.1521-1533, 1999.

³⁶ Guttentag J. M. And Herring R. J. "Credit Rationing And Financial Disorder", **Journal of Finance**, 39; s.1359-1382, 1984.

piyasalarda dışsal şoklardan kaynaklanan asimetrik enformasyona bağlı aracı piyasalarındaki çöküşler (MCDM) yer almaktadır.

Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: 1994, 2001 ve 2008-9 Krizi

Türkiye ekonomisi, Cumhuriyet'in başından itibaren kalkınma yolunda ciddi sancılar yaşamıştır.. Bu süreçte karşılaşılan en önemli sorunların başında, finansman yaratma ve teknoloji üretme açısından dışa bağımlılığın yüksek olması gelmektedir. Bu temel sorunlar her dönemde kendisini farklı şekilde hissettirmiş ve bu sorunlu alanlar iç ve dış nedenlerle sürdürülemez hale geldiğinde ise iktisadi krizler baş göstermiştir. Türkiye ekonomisi için temel iktisadi dönüşümlerden birisi, 1980'lerle birlikte dışa açık (ticari serbestleşme) ekonomi politikalarına geçilmesi ve piyasa ekonomisinin hâkimiyetinin ekonomide güçlenmesidir. 1990'lı yıllarda ise finansal serbestleşme politikalarının uygulanmasıyla Türkiye ekonomisi için yeni fırsat ve tehditlerin ortaya çıkması söz konusu olmuştur. Bu süreçte kamu finansman açığı ve cari işlemler açığı olmak üzere kur, faiz, enflasyon, dış ticaret, iç ve dış finansman alanlarında sürekli olarak çeşitli düzeyde sıkıntılar kendisini hissettirmiştir. Ne zaman bu sorunlu alan yönetilemeyecek hale gelmiştir,o zaman Türkiye ekonomisi başta döviz krizi olmak üzere finansal ve iktisadi krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Dolayısıyla, iktisadi kalkınma sıkıntıları, finansman açıklarına yol açarken, finansman açıklarının sürdürülememesi de başta finansal krizler olmak üzere iktisadi krizlere yol açmaktadır. Türkiye ekonomisi için iktisadi kalkınma sürecindeki temel zayıflıklarından olan kamu kesimi finansman açığı ve cari işlemler açığı,1990 sonrası yaşanan finansal krizler üzerinde özellikle belirleyici rol oynamıştır. Bu finansman açıklarının sürdürülebilir kılınmasına yönelik izlenen makroekonomi politikalarındaki tıkanmalar yaşandığında da finansal krizler kaçınılmaz olmuştur.

1994 krizinin temel nedenlerine bakıldığında, Türkiye ekonomisinin kamu kesimi finansman açığı ve cari işlemler açığı bu krizde de başat role sahiptir. Ayrıca 1994 öncesinde yaşanan Körfez Savaşı ve Avrupa Para Krizi (ERM) dış finansman koşullarının daha riskli hale gelmesine yol açmıştır. İçeride ise, ekonominin temel göstergelerindeki zayıflık, kısa vadeli finansal sermayenin yarattığı dış ve iç finansman imkanlarının, kamu kesiminde popülist olarak kullanılması, kamu kesimi borç yönetiminde politika hatalarının da birleşmesiyle kamu kesimi finansman açığının sürdürülemeyecek duruma gelmesine neden olmuştur.³⁷

³⁷Detaylı bilgi için bkz. R. Agenor, C.J. Mc Dermott, And M.E, Ucer “ Fiscal Imbalances, Capital Inflows And The Real Exchange Rate: The Case Of Turkey”, **IMF Working Paper**, s.1-31, 1996.

Oya Celasun,” The 1994 Currency Crisis in Turkey “ **World Bank Policy Research Working Paper** No:1913, 1998.

F. Özatay, “The 1994 Currency Crisis in Turkey”, **The Journal of Policy Reform**, 3(4), s.327-352, 2000.

M. Uçer, R. Van Rijckeghem Ve R. Yolalan, “Leading Indicators Of Currency Crises: A Brief Literature Survey And An Application To Turkey” **Yapı Kredi Economic Review**, Vol:9, No: 2, (December, 1998).

Kazgan (2002)³⁸'de belirttiği gibi, 1994 krizi çok şiddetli fakat kısa sürelidir. 1992 ve 1993 yıllarının yaz aylarında Avrupa para piyasalarındaki karışıklığa ve rakip ülkelerdeki devalüasyonlara yine izlenen “sıcak parayı çekme” politikasının etkisi karışmıştır. Bu ikisi sonuçta, Türkiye'nin dış piyasalarda rekabet gücünü kaybetmekte olduğu beklentisini yaratmıştır. Nitekim TL'nin devalüe edileceği beklentisinin baş göstergesi, cari işlemler bilançosu (CİB) açıklarının 1993 sonunda 6,5 milyar dolara yaklaşmasıdır. Buna hükümetin aynı yılın sonbahar aylarında faiz haddini indirme politikası eklenmiştir. Devalüasyon beklentisinin tetiklediği 4,2 milyar dolarlık sermaye kaçıışı Türkiye'nin sığ para piyasasını ve borsasını altüst etmiştir.

2000-2001 krizinin nedenleri incelendiğinde; ana belirleyici faktörün önceki krizlerde olduğu gibi, yüksek cari işlemler açığının olduğu görülmektedir.³⁹ Türkiye ekonomisi 1994 krizinden sonra temel ekonomik sorunlarıyla birlikte yol almaya devam etmiştir. Yapısal sorunları kökten çözecek politikalar geliştirilememiştir. Diğer yandan, 1997-1998 yıllarında Asya ve devamında da Rusya ekonomisinde yaşanan krizler, dış finansman iklimini olumsuz etkileyerek Türkiye ekonomisi için sıkıntılara yol açmıştır. Kamu kesimi finansman açığının ve yüksek kronik enflasyonun kontrol edilebilir ve sürdürülebilir duruma getirilmesi kaçınılmaz olmuştur.

Kazgan (2002)⁴⁰'de ifade ettiği gibi, “1998 yılına gelindiğinde Türkiye, 1980'li ve 1990'lı yılların bıraktığı olumsuz mirasın yükünü aynı yönde sürdüremeyecek durumdaydı. 1997 sonunda enflasyon %100'e varmıştı; iç borçlar bir bakıma çevrilemez noktadaydı. Dış borçlar da hızla artmıştı. 1997 yılı bu dönemin her açıdan bir doruk yılı oldu; ayrıca izleyen yıllar ardarda dışsal nitelikli olumsuzlukları getirdi. Bir olumsuzluk kaynağı, Asya-Rusya krizinin Türkiye'ye yansarak 1998 başından itibaren mal ve hizmet ihracat gelirlerini ve borsaya giren portföy yatırımlarını olumsuz yönde etkilemesiydi. Bu olumsuz etkiler sürerken hükümet enflasyonu indirme amaçlı bir programı devreye soktu; IMF ile 1 Aralık 1999'da “yakın izleme” anlaşması imzaladı. Akyüz, Yılmaz ve Boratav Korkut (2003)⁴¹,ın ifade ettiği gibi, Türkiye ekonomisi, kamu kesimi finansman açığını ve kronikleşmiş yüksek enflasyonu aşağıya çekme hedefi çerçevesinde Aralık-1999'da IMF'le döviz kuru temelli bir istikrar programı uygulamaya sokuldu. Bu, temelde kamu harcamalarının kısılması anlamına geliyordu. Avrasya bölgesinden Rusya

³⁸ Gülten Kazgan, “1990 Sonrası Yıllarda Türkiye’de Krizler Ve İşsizlik; Çalışanlar Ve Sosyal Güvenlikleri İçin Çözümler Açısından Bir İrdeleme” 17-18 Mayıs 2002, Galatasaray Üniversitesi, s.5, 2002.

³⁹ Ahmet Yılmaz ve Togan Karataş, “ Türkiye Ekonomisi’nde 2001 Sonrası Süreçte Cari İşlemler Açığının Nedenleri Üzerine Bir İnceleme” **M.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Yıl: 2009, Cilt. XXVII, Sayı: II, s. 70-71.

⁴⁰ Detaylı bilgi için bkz: Gülten Kazgan, (2002), agm, s.7.

Gülten Kazgan, **Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001) : "Ekonomi Politik" Açısından Bir İrdeleme**, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi, 2005.

Gülten Kazgan, **Küreselleşme ve Ulus-Devlet Yeni Ekonomik Düzen**, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2000.

⁴¹ Yılmaz Akyüz ve Korkut Boratav , "The Making Of The Turkish Financial Crisis" **World Development** Vol: 31, No: 9, s. 1549–1566, 2003.

krizini izleyerek borsalardan kaçan sermaye Türkiye’yi de kapsamına almış, borsa tarihsel bir dibe vuruşu yaşamıştı”.

Alper, C. Emre. (2001)⁴², 2001 likidite krizinin oluşmasına etki eden temel faktörler olarak, sermaye girişlerinin sürekliliğini sağlama ve beklentilerin yönetilmesinde hükümetin hataları, IMF programındaki, kur riskine karşı yeterli desteğin sağlanmasında eksikliği ifade etmiştir. Programdaki bir tasarım hatasının da sterilizasyon politikası ile ilgili olduğunu belirtmişlerdir. Diğer yandan, petrol fiyatlarındaki, FED faizlerindeki yükselmeler, \$/Euro paritesindeki olumsuz gidişat gibi olumsuz dışsal koşullar ve Türkiye’deki bankacılık sistemindeki kırılğan yapının etkisiyle 2001 Şubat krizinin ortaya çıktığı vurgulanmıştır⁴³. Yeldan (2002)⁴⁴,ın ifade ettiği gibi, neo-liberal hegemonyanın az gelişmiş uluslara önerdiği “kalkınma” modeli, daraltıcı para ve maliye politikalarına dayanan ve yüksek finansal getiri ve devalüasyon riskinden arındırılmış bir döviz kuru sistemini amaçlayan, dışa açık (yabancı sermayeye bağımlı) bir iktisadi yapıyı öngörmektedir. Bu yapı altında merkez bankaları “bağımsız” kılınarak, sadece ve sadece ulusal paranın değerini korumakla görevlendirilmekte ve bu amacın dışında başka hiç bir rol oynamamaları için ellerindeki bütün müdahale olanakları kısıtlanmaktadır. Kamunun maliye politikaları ise doğrudan doğruya “faiz dışı fazla veren bütçe” amacına mahkûm edilmektedir. Kamu tüketim ve yatırım harcamalarında olağanüstü kesintiler pahasına sağlanması beklenen bu politika sonucunda kamusal alanın sınırlarının alabildiğince daraltılması öngörülmekte ve kamunun geleneksel olarak kâr amacı gütmeyen tüm sosyal altyapı faaliyetleri finansal sermayenin spekülâtif faaliyet alanına çekilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin hiçbirinde artık faiz dışı – birincil- bütçede açık verebilen herhangi bir ekonomi kalmamıştır. Neo-liberal öğretisi, küreselleşmenin nimetlerinden yararlanılması için ulusal merkez bankalarının özgün para, faiz ve döviz kuru politikalarıyla uluslararası sermaye akımlarına ayak bağı olmaması gerektiğini dikte etmektedir. Buna göre, Merkez bankalarının görevi fiyat ve kur istikrarını sağlamak ve ulusal piyasada yüksek finansal getiri düzeyini korumak olmalı; kamu maliyesi ise doğrudan doğruya uluslararası sermayenin çıkar alanını genişletmek için gerekli tüm tedbirleri almakla koşullandırılmalıdır.

2008-2009 krizinin nedenleri ve sonuçlarını incelediğimizde, ABD’de 2007 ortasından konut sektöründeki sorunlarla baş gösterip, 2008’in son çeyreğinde kendisini küresel çapta hissettiren ve 2009’un ilk çeyreğinde dip yaparak ikinci çeyrekte itibaren dipten dönüş sergileyen küresel iktisadi kriz, tüm ülkeler için önemli ölçüde üretim ve refah kayıplarına yol açmıştır. Krizin yayılma

⁴² C. Emre. Alper, “The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong”- forthcoming: **Russian and East European Finance and Trade**, Vol: 37, No: 6, s. 51-71, 2001.

⁴³ Detaylı bilgi için bkz. Y. Akyüz ve K.Boratav, “Türkiye’de Finansal Krizin Oluşumu”, **İktisat/ İşletme Finans**, s.15-45, 2002.

K. Boratav, “2000/2001 Krizlerinde Sermaye Hareketleri”, **Mülkiye Birliği Dergisi**, Cilt: XXV, Sayı: 230: s.207-220, 2002.

Erinç Yeldan, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim Ve Büyüme**, İstanbul: İletişim Yayınları, Araştırma-İnceleme Dizisi 109, 2001

⁴⁴ Erinç Yeldan, “Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler” **Praksis**, s.9, 2002.

mekanizması, küresel düzeyde beklentilerin, kredi mekanizmalarının ve talebin bozulmasına bağlı olarak, iflaslar, üretim ve istihdamda bozulmalar olarak kendisini göstermiştir. Türkiye ekonomisi de aynı mekanizmalardan etkilenerek, küresel krizden payına düşen üretim ve refah kaybını almıştır.

Türkiye ekonomisi için uluslararası finansal risklerinin artmasına bağlı olarak Türkiye ekonomisi için de özellikle döviz ve hisse senedi piyasalarında riskler artmıştır. Diğer yandan volatilitenin artması da stress endeksini yükseltmiştir. Türkiye ekonomisi için bankacılık sektörü ve ülke kredi risklerinin düşük olması finansal stress endeksinin daha fazla yükselmesini engellemiştir. 2008'in üçüncü çeyreğinden itibaren başta portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olmak üzere, yurtdışından kaynaklanan sermaye akımında azalma söz konusu olmuştur. Küresel krizin Türkiye ekonomisinde yakından hissedildiği 2008'in son çeyreği ile birlikte cari işlemler açığında daralmalar baş göstermiştir. Dış talebin azalmasına paralel olarak ithalatın ve dış finansman imkânlarının daralması dış açık sorunun ciddi bir sıkıntıya yol açmadan yönetilmesini mümkün kılmıştır. Bir diğer deyişle, bu gelişme, ödemeler dengesinin sürdürülebilirlik yönünde kayda değer bir uyumu gerçekleştirdiğini ortaya koymaktadır.⁴⁵ Yabancı finansal sermaye yatırımlardaki çıkışlar, İMKB-100 ve reel efektif döviz kurunu azaltıcı yönde etkilemiştir. Talepte azalma, fiyatların, enflasyonun ve faizlerin azalmasına yol açmıştır. Küresel krizin hiç kuşkusuz, Türkiye ekonomisine en önemli etki kanallarından birisi azalan yurtdışı talebe bağlı olarak ihracatın ve ithalatın düşmesi ve buna bağlı olarak da dış ticaret ve cari işlemler açığının azalmasıdır. 2009 yılında krizin etkisiyle GSYİH'da çeyrek dönem bazında %15'e, yıllık bazda ise 2009 yılında %5'e varan daralma görülmüştür.

Türkiye'deki Finansal Krizleri Tahmin İçin Probit Model Analizi

Türkiye ekonomisinde finansal krizlerin tanımlanması ve öngörülmesinde kantitatif tekniklerin kullanılması, uluslararası finansal kriz literatürü paralelinde yaygınlaşmaktadır. Çalışmamızda, Türkiye ekonomisi için 1990 sonrası finansal krizleri, probit model yardımıyla öngörüsünün yapılması hedeflenmiştir. Buradan hareketle, finansal krizin doğru tanımlanması ve finansal krizin öngörülmesine yardımcı olacak kritik ekonomik değişkenlerin belirlenmesi, modelin başarısında ve gelecek finansal krizlerin öngörülmesinde büyük önem arz edecektir. Finansal krizin öngörülmesinde probit model kullanılacaktır. Sezgin, H. Funda ve Özdamar E.Ö. (2008)⁴⁶,nin vurguladığı gibi, probit ve logit modeller, doğrusal olasılık modelinin bazı sakıncaları nedeniyle uygulamada yaygın olarak kullanılır. Finansal krizlerin öngörülmesinde de probit modellerin başarı oranı yüksek olduğu için kullanımı da yaygındır. Türkiye ekonomisi için, finansal kriz dönemlerinin tanımlanmasında, Mishkin'in (1996)⁴⁷ asimetrik enformasyon teorisi çerçevesindeki

⁴⁵ Oktar Türel, "Türkiye'de 1994, 2001 ve 2008-9 Ekonomik Krizlerinin Karşılaştırmalı Analizi" **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt:21, Sayı: 75, s.40, 2010.

⁴⁶ Detaylı bilgi için bkz. Sezgin, H. Funda ve Elif Öze Özdamar "Finansal Krizlerin Öngörülmesinde Probit Model Yaklaşımı Ve Türkiye Uygulaması" Uluslararası Finans Sempozyumu, <http://bsy.marmara.edu.tr/Konferanslar/2008/27.pdf> (10.05.2010)

⁴⁷ Frederic S. Mishkin, (1996), agm. s.17.

finansal kriz tanımı baz alınmıştır. Bu tanıma göre finansal kriz, **“Finansal piyasalarda, ters seçim ve ahlaki bozulma problemlerinin daha da artması nedeniyle, finansal piyasaların, fonları, en üretken yatırım fırsatları için etkin bir şekilde dağıtamadığı, doğrusal olmayan bozulmalardır.”** Mishkin’e göre, finansal kriz, finansal piyasaların etkin bir şekilde işlevini yerine getirmesini engelleyerek, iktisadi faaliyetlerde keskin bir daralmaya yol açar. Bu çerçevede finansal kriz, finansal sistemin, fon dağılım işlevini kaybettiği dönemler olarak tanımlanmıştır. Türkiye ekonomisi için, finansal kriz dönemleri, finansal sistemin işlevini kaybettiği dönemler baz alınarak açıklanmıştır. Finansal krizi açıklayıcı değişkenler olarak bir yandan değişkenlerin finansal krizleri iktisadi öncüleme özelliğine diğer yandan ise veri bulunabilirliğine bağlı olarak seçilmiştir. Türkiye ekonomisinde 1990 sonrası finansal krizleri analiz etmek için seçilen analiz dönemi veri bulunabilirliğine bağlı olarak, 1992:01-2009:10 dönemini kapsamakta olup, aylık verilerin, yıllık yüzde değişim oranları analizde kullanılmıştır. Türkiye ekonomisinde finansal krizleri açıklamada kullanılan değişkenler, TCMB bileşik öncü gösterge endeksi⁴⁸, İMKB-100, ABD Dolar Kuru (TL/\$), reel efektif döviz kuru, uluslararası rezervler, cari işlemler dengesi açığı, sanayi üretimi açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır. Veri kaynağı, TCMB elektronik veri dağıtım sistemi ve OECD istatistik veri tabanıdır.

Türkiye ekonomisinde finansal krizleri Probit model yardımıyla açıklarken kullanılan açıklayıcı değişkenlerin mevsimsellikten arındırılmış ve durağan halleri kullanılmıştır. Açıklayıcı değişkenlerin, yıllık yüzde değişim değerlerinin düzey seviyesinde durağan oldukları ADF birim kök testleri ile tespit edilmiştir. Türkiye ekonomisinde finansal krizlerin, Probit modellerle tahmin sonuçları Tablo-1.’de verilmiştir. Buna göre, uluslararası rezervler, cari işlemler dengesi açığı, bileşik öncü gösterge, sanayi üretimi, ABD Dolar Kuru (TL/\$) ve İMKB-100 değişkenleri finansal krizin açıklanmasında, iktisadi, istatistiksel (%5 anlam düzeyinde) ve ekonometrik olarak anlamlıdır. Modelin tahmin gücünü gösteren, McFadden (%93.77) ve LR (227,8) değerleri oldukça anlamlı düzeydedir. Modelde değişkenlerin katsayıları incelendiğinde, uluslararası rezervler ve sanayi üretimi arttığı, cari işlemler açığı ve İMKB-100 Endeksi azaldığı, bileşik öncü gösterge endeksi yükseldiği, ABD Dolar Kuru (TL/\$) düştüğü sürece finansal kriz olasılığı azalmakta; aksine bu değişkenlerin ters yönde hareket etmesi durumunda finansal kriz olasılığı artmaktadır.

⁴⁸ TCMB öncü gösterge değişkeni metodolojisi ve alt değişkenleri için bkz:

Atabek, A. Coşar, E.E. ve Saygın Şahinöz. “Central Bank of The Republic of Turkey A Composite Leading Indicator For The Turkish Economic Activity” **TCMB Statistics Department**, Ankara, 2005.

Tablo-1 Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizin Probit Model İle Tahmin Sonucu				
Bağımlı Değişken: Finansal Kriz				
Yöntem: Maksimum Benzerlik, Binary Probit, Analiz Dönemi: 1992:05-2009:09				
	Katsayı	Std. Hata	Z İstatistiği	Olasılık.
Uluslararası Rezerv	-0.094194	0.027103	-3.475424	0.0005
Cari İşlemler Açığı	-0.000610	0.000215	-2.831174	0.0046
Bileşik Öncü Gösterge	-0.267290	0.072992	-3.661904	0.0003
Sanayi Üretimi	-0.568088	0.158212	-3.590675	0.0003
ABD Dolar Kuru (-4)	0.015865	0.007407	2.141971	0.0322
İMKB-100 (-1)	0.006765	0.003019	2.241215	0.0250
Sabit Katsayı	-1.416979	0.673028	-2.105380	0.0353
McFadden R²	0.937754			
LR İstatistiği	227.8203	Olasılık (LR İstatistiği)		0.000000

Sonuç

Finansal krizlerin oluşum, gelişim, yayılma mekanizmalarının daha etkin bir şekilde ortaya çıkarılması, bir yandan ekonomilerin istikrarlı bir patikada kalmaları diğer yandan krizlerin sonuçlarının en az zarar verici olması için etkin iktisat politikalarının geliştirilmesine olanak sağlayacaktır. Bu nedenle, çalışmada krizlerin oluşum, gelişim ve yayılma mekanizmaları analiz edilmiş, krizlerin önlenmesine yönelik politikalar ve stratejiler ortaya konulmuştur. Bu çerçevede krizlerin ortaya çıkmasına etki eden pek çok faktör söz konusudur. Bu faktörler, ülke ekonomisi ya da küresel ekonomiden kaynaklanabildiği gibi, finansal sektör ve reel sektörden de kaynaklanabilir. Diğer yandan, finansal sektörün ortaya çıkmasında iktisadi sistemin içinde bulunduğu konjonktür, iktisadi oyuncuların davranışları, tercihleri, risk yönetimleri, ahlaki yapıları, iktisadi değişkenler arasındaki ilişkilerin dengesi, belirsizlik, spekülasyonlar, manipülasyonlar, kurumsal, politik faktörler ve ekonomi politikalarının yönetim ve koordinasyon başarısı gibi pek çok faktör söz konusu olabilmektedir.

Türkiye ekonomisinde finansal krizlerin ortaya çıkmasını etkileyen pek çok faktör söz konusudur. Türkiye ekonomisindeki, finansal krizleri etkileyen, yapısal iktisadi sorunlar, iktisat politikası hataları, küresel rekabet gücündeki yetersizlikler,

siyasi-jeopolitik dinamikler, küresel ekonomideki değişimler vb pek çok değişken olmakla birlikte, makroekonomik kritik değişkenlerin başında, iç ve dış finansman yetersizliğinin bir sonucu olarak, döviz açığı ve döviz borçlarının çevrilememesi sorunu gelmektedir. Bu çerçevede, cari işlemler açığı, uluslararası rezervler, ABD Dolar Kuru (TL/\$), reel efektif döviz kuru, İMKB-100'deki değişimler finansal krizin hem sebebi hem de sonucu olarak karşılıklı etkileşime sahip olarak çok büyük role sahiptir. Diğer yandan finansal kriz, finansal sistemin reel sektöre ve ekonomi geneline finansman sağlama işlevinin zarar görmesi anlamına geldiği için, özellikle sanayi üretimindeki düşüşler finansal krizin en önemli sonuçlarından bazen de reel sektördeki kâr oranlarının azalması sonucu reel yatırımlar yerine spekülasyon finansman yatırımlarının artması nedenlerinden birisi olabilmektedir. Diğer yandan, Türkiye ekonomisi için, finansal krizlerde ekonominin arz, talep, finansman ve beklenti cephesindeki değişimlerin dinamiğini temsil eden bileşik öncü göstergeler değişkeni, finansal krizlerin hem nedenlerini hem de sonuçlarını gösteren bir değişken rolü oynamaktadır.

Sonuç olarak Türkiye ekonomisi, dünya ekonomisinde önemli ve artan bir iktisadi potansiyele sahiptir. Ancak iktisadi yapıdaki zayıflıklar kırılganlığı artırmaktadır. Bu nedenle, finansal krizler başta olmak üzere sıklıkla iktisadi krizlere maruz kalmaktadır. Dolayısıyla, başta ekonominin küresel teknolojik rekabet gücünün artırılması olmak üzere, iç ve dış finansman açığının kapatılması, iç ve dış ara malı ve teknolojik bağımlılığı azaltılması, ticari ve finansal uluslararası serbestleşmenin etkin bir şekilde yönetilmesi, finansal sistemin, kurumsal etkinlik ve gelişmişliğinin sağlanması, özellikle finansal piyasalarda manipülasyonlar ve yıkıcı spekülasyonların önlenmesi, para, maliye ve döviz kuru politikalarında etkinliğin artırılması krizlerin önüne geçilmesi ve olumsuz etkilerinin azaltılması açısından son derece önem taşımaktadır.

KAYNAKÇA

- AGENOR, R. - C.J. DERMOTT, M.C.- ÜÇER, M.E. “ Fiscal Imbalances, Capital Inflows And The Real Exchange Rate: The Case of Turkey”, **IMF Working Paper**. 1996.
- AKTAN, C.Can "Ekonomik Kriz" , **Yeni Türkiye Dergisi**, www.canaktan.org/yonetim/kriz-yonetim/genel-olarak.htm, 2004, Erişim Tarihi: 01.11.2009.
- AKYÜZ, Yılmaz ve BORATAV Korkut. “Türkiye’de Finansal Krizin Oluşumu”, **İktisat/ İşletme Finans**, s. 15-45. 2002.
- AKYÜZ, Yılmaz ve BORATAV, Korkut. "The Making of The Turkish Financial Crisis" **World Development**, Vol. 31, No. 9, s. 1549–1566, 2003.
- ALPER, C. Emre .“The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong”- forthcoming: **Russian and East European Finance and Trade**, Vol: 37, No. 6, s. 51-71, 2001.
- ATABEK, A - COŞAR, E.E.- ŞAHİNÖZ, Saygın. “Central Bank of The Republic of Turkey A Composite Leading Indicator For The Turkish Economic Activity” **TCMB Statistics Department**, Ankara, 2005.
- BLANCHARD, Olivier J. and WATSON, Mark W. “Bubbles, Expectations and Financial Markets” **NBER Working Paper**, No. 945, s.1-30, 1982.
- BORATAV, Korkut. “2000/2001 Krizlerinde Sermaye Hareketleri”, **Mülkiye Birligi Dergisi**, Cilt: XXV, Sayı: 230, s. 207-220, 2002.
- BORDO, M. “Financial Crises: Lessons From History”, 5. Uluslararası Garden Finans Konferansında sunulan tebliğ, 1987, aktaran Kindleberger, **Charles P.Cinnet, Panik ve Çöküş Mali Krizler Tarihi**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2000.
- BORDO, M. "Currency Crises (and Banking Crises) in Historical Perspective" **EHF-Research Report**, No:10, 1998.
- CELASUN, Oya “The 1994 Currency Crisis in Turkey “ **World Bank Policy Research Working Paper**, No:1913, 1998.
- COMPACT OXFORD ENGLISH DICTIONARY, "Crisis", http://www.askoxford.com/concise_oed/crisis?view, Erişim Tarihi: Eylül-2009.
- DAVIS, E. P, "Towards A Typology For Systemic Financial Instability", **Economics And Finance Working Papers**, Brunel University, s.3-20, 2003.
- DAVIS, E. P. **Debt, Financial Fragility and Systemic Risk, Revised And Expanded Edition**, New york: Oxford University Press. 1995, aktaran; Gup, Benton E. **Bank Failures in The Major Trading Countries Of The World: Causes And Remedies**, Greenwood Publishing Group,1998.

- DIAMOND, D. and DYBVIIG, P. Bank runs, deposit insurance, and liquidity, **Journal of Political Economy** 91, s.401–419, 1983.
- FISHER, I. "The Debt Deflation Theory of Great Depressions", **Econometrica**, 1: s.337-357, 1933.
- FRIEDMAN, Milton, and SCHWARTZ, Anna J. "Money and Business Cycles" **The Review of Economics and Statistics**, Vol: 45, No: 1, Part 2, Supplement,1963.
- GUTTENTAG J. M. and HERRING R. J. "Credit Rationing And Financial Disorder", **Journal of Finance**, 39: 1984,s.1359-1382.
- IMF "Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability" in Financial Crises: Causes And Indicators, **World Economic And Financial Surveys World Economic Outlook**, 1998.
- JAY Levy S. and DAVID A. **Profits And The Future of American Society**, New York, Harper and Row, 1983.
- KALECKI, Michal. **Theory of Economic Dynamics**. London: Allen and Unwin, 1965
- KAMINSKY, Graciela L. "Currency crises: Are they all the same?" **Journal of International Money and Finance**, Vol; 25x 503, 2006.
- KAZGAN, Gülten. "1990 Sonrası Yıllarda Türkiye’de Krizler Ve İşsizlik; Çalışanlar Ve Sosyal Güvenlikleri İçin Çözümler Açısından Bir İrdeleme" 17-18 Mayıs 2002, Galatasaray Üniversitesi, 2002.
- KAZGAN, Gülten. **Küreselleşme Ve Ulus-Devlet Yeni Ekonomik Düzen**, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2000.
- KAZGAN, Gülten. **Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001) : "Ekonomi Politik" Açısından Bir İrdeleme**, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi, 2005.
- KINDLEBERGER, Charles P. **Cinnet, Panik ve Çöküş Mali Krizler Tarihi**, (Çev. Halil Tunali), İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2000.
- KNIGHT, Frank H. **Risk, Uncertainty And Profit**, (1921), Beard Books, 2002.
- MELTZER, H. "Rational Expectations, Risk, Uncertainty, and Market Responses", in P. Wachtel (ed.), **Crisis in the Economic and Financial Structure**, Salomon Bros. series on Financial Institutions and Markets, Lexington Books, Lexington, Mass, 1982.
- MINSKY, Hyman P. "The Financial Instability Hypothesis" **The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Working Paper** No. 74, 1992, Prepared For Handbook Of Radical Political Economy, Edited By Philip Arestis And Malcolm Sawyer, Edward Elgar: Aldershot, 1993.
- MISHKİN, F.S. "Asymmetric Information And Financial Crises: A Historical Perspective" **NBER, Working Paper** No: 3400, 1991.

-
- MISHKİN, F.S. "Preventing Financial Crises: An International Perspective" **NBER Working Paper** No: 4636, 1994.
- MISHKİN, F.S. "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", **NBER Working Paper** No: 5600, 1996.
- MISHKİN, F.S. "Lessons From The Tequila Crisis". **Journal of Banking And Finance**. Sayı. 23, s.1521-1533, 1999.
- MISHKİN, F.S. Financial Policies And The Prevention of Financial Crises In Emerging Market Countries. **NBER Working Paper**. No:8087. 2001.
- ÖZATAY, F. "The 1994 Currency Crisis in Turkey", **The Journal of Policy Reform**, 3(4), s. 327-352, 2000.
- SCHUMPETER, J. E. Capitalism, Socialism and Democracy; 1942, Republ. by Unwin Paperbacks, London, 1974.
- SCHWARTZ, A. "**Systemic Risk and the Macroeconomy**" in Kaufman, G.G. (ed) Research in financial Services, 7.19-30, Greenwich, JAI pres, 1995, aktaran; Gup, Benton E. , (1998) **Bank Failures in The Major Trading Countries of The World: Causes And Remedies**, Greenwood Publishing Group.
- SEZGİN, H. Funda ve ÖZDAMAR, Elif Özge "Finansal Krizlerin Öngörülmesinde Probit Model Yaklaşımı Ve Türkiye Uygulaması" Uluslararası Finans Sempozyumu-2008, <http://bsy.marmara.edu.tr/Konferanslar/2008/27.pdf> (10.05.2010)
- SHAFER, J. R. "Managing Crises in the Emerging Financial Landscape", **OECD Economic Studies**, 8: 56-77. 1986.
- SUNDARARAJAN, V. and BALİNO, T. JT. **Banking Crises: Cases and Issues**, Washington DC: IMF. 1991, aktaran Gup, Benton E. **Bank Failures in The Major Trading Countries of The World: Causes And Remedies**, Greenwood Publishing Group, 1998.
- TÜREL, Oktar. "Türkiye'de 1994, 2001 ve 2008-9 Ekonomik Krizlerinin Karşılaştırmalı Analizi" **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt: 21, Sayı: 75, 2010.
- TÜRK DİL KURUMU, "Kriz" <http://tdkterim.gov.tr/bts/?kategoriverilst&kelime=kriz&ayn=tam>, Erişim Tarihi: Kasım-2009.
- UYGUR, Ercan. "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri" **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, 2001.1.2001, <http://www.tek.org.tr>, Erişim Tarihi: 01.11.2009.
- ÜÇER, M. RİJCKEGHEM, R.Van ve YOLALAN, R. "Leading Indicators Of Currency Crises: A Brief Literature Survey And An Application To Turkey" **Yapı Kredi Economic Review**, 9, 2, December 1998.
- ÜŞÜR, İşaya. "Kriz Bir "Kavram" Açıklama Notu" **Mülkiyeliler Birliği Dergisi**, Cilt: XXIII, Sayı: 214, 2009.

YELDAN, Erinç. “Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler” **Praksis**, 2002.

YELDAN, Erinç. **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim Ve Büyüme**, İstanbul: İletişim Yayınları, Araştırma-Inceleme Dizisi 109, 2001.

YILMAZ, Ahmet ve KARATAŞ, Togan. “ Türkiye Ekonomisi’nde 2001 Sonrası Süreçte Cari İşlemler Açığının Nedenleri Üzerine Bir İnceleme”, **M.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Yıl. 2009, Cilt. XXVII, Sayı: II