

PARA KRİZLERİ: TÜRKİYE'DE YAŞANMIŞ KRİZLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Yard. Doç. Dr. Ayşe Çelikel DANIŞOĞLU

İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi

İktisat Bölümü

ÖZET

Uluslararası sermaye piyasaları 1980'lerin sonlarından itibaren birçok mali krizin etkisi altında kalmıştır. Sermaye hesabının hızla serbestleştirilmesi, temel göstergeleri zayıf olan ve /veya mali kurumsal altyapısının sağlıklı olmadığı gelişmekte olan ülkelerin kırılganlığını arttırmış ve krizler bu ekonomilere ciddi zarar vermiştir. 1980'lerde Latin Amerika ülkelerine yönelik spekülasyon atakları ve 1990'larda gerçekleşen Meksika, Asya, Rusya, Türkiye ve Avrupa Para Sistemi krizleri iktisatçıları, her krizin kaynaklarını açıklayabilmek ve gelecekteki krizlerle ilgili öngörülerde bulunabilmek amacıyla yeni modeller geliştirmeye yöneltmiştir. Bu çalışmada para krizi teorileri açıklanmış, Türkiye'de 1994 ve 2001 yıllarında gerçekleşen krizler, kriz öncesi koşullar ve bugünkü ekonomik durum değerlendirilmiştir.

Anahtar kelimeler: Para krizi teorileri, Türkiye 1994 ve 2001 krizleri

ABSTRACT

International capital markets have been affected by several economic and financial crises since the late 1980s. Rapid capital account liberalization increased the vulnerability of developing countries with weak fundamentals and /or underdeveloped institutional financial infrastructures and the crises severely hit these economies, causing serious damage. Various speculative attacks on Latin American currencies in the 1980s and the crises of the 1990s in East Asia, Mexico, Russia, Turkey and the European Monetary System caused economists to develop new models to explain the sources of each crisis and to be able to make predictions on the upcoming ones. This paper aims at explaining the currency crises theories and evaluating the 1994, 2001 crises, pre-crisis periods and the present economic situation in Turkey.

Keywords: Currency crises theories, Turkish crises 1994, 2001

GİRİŞ

Küreselleşme süreci ile uluslararası ekonomik ve mali ilişkiler yeni boyutlar kazanmış, finansal piyasalardaki gelişmeler ve bu piyasaların karşılıklı etkileşimi dünya ekonomi gündeminin öncelikli konusu durumuna gelmiştir. Finansal serbestleşme ile uluslararası sermaye hareketlerinin 1980'li yıllardan itibaren giderek ivme kazanması, gelişmekte olan ülkelerin yüksek büyüme oranlarını yakalamaları ile birlikte gerçekleşmiş, küreselleşmenin dünya ülkelerinde refah artışı sağlayacağı yönündeki önermenin doğrulandığını düşündürmüştür. Ancak, 1990'lı yılların ikinci yarısında Batı Avrupa (1992-93), Meksika (1994-95), Asya (1997-98), Rusya (1998) ve Türkiye'de (1994, 2000, 2001) ortaya çıkan finansal krizler, serbestleşme sürecine hazırlıksız girmenin ağır maliyetleri olabileceğini göstermiştir.

Krizlerin meydana geldiği ülkelerdeki uygulamalara bakıldığında, gelişmekte olan ülkelerin yüksek faiz oranları ile birlikte bir tür sabit kur sistemi uygulamaları, istikrarsız yapıdaki kısa vadeli sermaye akımlarının bu ülkelere yönelmesine neden olmuştur. Başlangıçta ekonomik büyüme oranlarını olumlu yönde etkileyen kısa vadeli sermaye akımlarının, sermaye alan ülkelerde ya da dünya mali piyasalarında oluşan bir güven kaybı ile buldukları ülkelere aniden çıkıp dengeleri alt üst etmeleri, bu ekonomilerdeki mali ve ekonomik kırılganlıkları şu yüzüne çıkarmıştır.

Yurtiçi para biriminin aşırı değerlenmesi ile dış ticaret dengesinin bozulması, yüksek cari işlemler bilançosu açıkları ödemeler dengesi krizlerine zemin hazırlamış, spekülasyon atakları tetiklemiştir. Diğer yandan, bu ülkelerin bankacılık sistemlerinde sağlıklı bir yapı söz konusudur. Kurumsal düzenleme ve denetimlerdeki eksiklikler, yüksek miktarda dış borçlanma, borçların kısa vadeli alacakların uzun vadeli olması, tehlikeli düzeyde açık pozisyonlar, yurtiçi kredilerde genişleme, özel kesime verilen bu kredilerin tahsisinde hataların yapılması ve bu

sebeple geri dönmeyen krediler, para krizlerinin yamsıra bankacılık krizlerinin de yaşanmasına neden olmuştur.

Bu çalışmada, para krizleri ile ilgili birinci, ikinci ve üçüncü nesil kriz teorileri, Türkiye'de 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan krizler ve mevcut ekonomik durum değerlendirilerek ekonominin krize açık bir yapı sergileyip sergilemediği araştırılmıştır. Birinci bölümde birinci, ikinci ve üçüncü nesil para krizi teorileri açıklanmaktadır. İkinci bölüm Türkiye'de yaşanmış olan 1994 ve 2001 krizlerini ve nedenlerini içermektedir. Üçüncü bölümde ise mevcut ekonomik konjonktür ve Türkiye ekonomisinin bugünkü koşulları, olası yeni bir kriz açısından değerlendirilmektedir.

1. PARA KRİZLERİ

Krizler, finansal yatırımcıların beklentilerindeki değişimlere bağlı olarak spekülasyon ataklarında bulunmasının sonucudur. Para krizlerine neden olan faktörler ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Bununla birlikte, temel ekonomik göstergelerde uzun süre devam eden bozulmalar tüm ekonomiler için kriz riskini arttırmaktadır. Bir ekonomide finansal krizin doğacağına dair beklentileri besleyen göstergelerin dışında, yaşanan krizin boyutları hakkında bilgi veren temel göstergeler de söz konusudur. Döviz kurlarındaki büyük dalgalanmalar, gecelik faizlerde yaşanan aşırı yükselmeler ve döviz rezervlerindeki önemli miktarda azalmalar bu göstergelerin başlıcalarıdır. (Eren, Süslü, 2002:1).

Krizlere ortam hazırlayan etkenler arasında, temel ekonomik göstergeler ile ilgili aşağıdaki değerlendirmeler genel kabul görmektedir. En önemli göstergelerden biri M2 para arzının uluslararası rezervlere oranında ve cari açığın GSMH'ye oranında gerçekleşen tehlikeli düzeyde artışlardır.

Kamu ve özel kesim harcamalarının finansmanı amacıyla yapılan iç ve dış borçlanmanın aşırı düzeylere varması, borçların çevrilmesi için yeniden borçlanılarak kısır döngüler içine

girilmesi ekonomilerde krizlere açık zayıf bir yapı oluşturmaktadır.

Para krizlerinin değerlendirilmesinde, ülkelerde uygulanan döviz kuru rejimi ya da bir tür sabit kur uygulanması krizleri şiddetlendirici bir unsur olarak ortaya çıkmıştır. Gelişmekte olan ülkeler genelde sabit döviz kuru politikası uyguladıklarından, yerli paranın reel olarak belirli bir düzeyin üzerinde değer kazanması kriz beklentilerinde önemli bir faktördür. Ulusal para biriminin bir yıl içinde en az %10 değer kazanması spekülâtorler için ekonominin fazla ısındığının bir göstergesi olmaktadır (Eren, Süslü, 2002:1). Kurun baskılanmasının yol açtığı olumsuz sonuçlar karşısında dünya ülkeleri dalgalı kur rejimine yönelmiştir. Serbest sermaye hareketleri altında hem bağımsız para politikası hem de döviz politikası uygulanmadığından açık piyasa işlemlerinin bir politika aracı olarak önemi artmıştır. Uluslararası rezervlerin yüksek düzeyde olması, döviz ataklarına karşı merkez bankası müdahaleleri açısından ekonomiyi rahatlatmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde reel döviz kurunu aşırı değerli olması cari işlemler dengesi ve dolayısıyla ödemeler dengesi üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmektedir. Cari işlem açıklarının yükselmesi, yaşanmış olan krizler göz önüne alındığında belirgin bir kriz sinyali olarak kabul edilmektedir. Ancak, bugün Türkiye örneğinde de gördüğümüz gibi, yabancı para girişlerinin sürmesi ve böylelikle sermaye hesabının ödemeler bilançosunu dengelemesi cari açık sorununun üzerini örtmektedir.

1. 1. PARA KRİZİNİN TANIMI

Para krizi, döviz kurunda ani bir hareketi ve sermaye akımlarındaki keskin bir değişmeyi ifade eder. Para krizi, ülke parasına olan spekülâtif bir atağın devalüasyonla sonuçlanması halinde, ya da ülke otoritelerinin uluslararası rezervlerin hacmini artırarak ve faiz oranlarını yükselterek ülke

parasını savunmaya zorlandıkları durumda ortaya çıkar (Yay, 2002 :4).

Parasal krizlerin belirleyicileri beş başlık altında toplanabilir: 1) zayıf makroekonomik göstergeler ve hatalı iktisat politikaları 2) finansal altyapının yetersizliği 3) ahlaki risk ve asimetrik bilgi 4) piyasadaki kreditorlerin ve uluslararası kuruluşların hatalı his ve önerileri 5) siyasal suikast ve terörist saldırı gibi beklenmedik olay ve tesadüfler (Kibritçioğlu, 2002: 2). Para krizleri açıklanırken ülkenin uygulamış olduğu kur mekanizmasına göre farklı isimler verilmektedir. Ülkenin merkez bankası sabit kur rejimi uyguluyorsa ortaya çıkan krize ödemeler dengesi krizi, esnek kur rejimi uygulayan ülkelerde ortaya çıkan krize döviz krizi denilmektedir (Erdoğan, 200: 30).

1. 2. PARA KRİZİ TEORİLERİ

İktisat literatüründe para krizleri ile ilgili hem teorik hem de ampirik çok sayıda çalışma yapılmıştır. Meydana gelen her yeni kriz ile yeni soru işaretlerinin ortaya çıkması, teorilerin genişletilmesine, tartışmaların artmasına yol açmıştır. Her yeni kriz öncekilerle ortak paydaları olsa da farklılıklar içermiş, mevcut modeller yeni krizleri açıklamakta yetersiz kalmıştır. Para krizleri üzerine teorik modeller üç nesil olarak sınıflandırılmıştır.

1. 2. 1. BİRİNCİ NESİL MODELLER

Kanonik kriz modelleri olarak da anılan bu modeller Krugman (1979)¹ tarafından, Salant ve Henderson'un (1978)² altın piyasası üzerine yaptığı bir çalışmadan hareketle oluşturulmuştur. Flood ve Garber (1984)³ modeli yeniden ele alarak bugün bilinen haline getirmişlerdir.

Krugman krizleri, önemli ölçüde rezerv kaybına neden olan bir ödemeler dengesi sorunu olarak görmektedir. Ödemeler dengesi krizleri ise sabit kur sistemi ile tutarsız makroekonomik

politikaların sürdürülemez oluşundan kaynaklanmaktadır. Sabit kur sistemindeki bekleyişlerdeki değişiklikler kısa dönemde uluslararası rezervleri etkilemekte ve kriz rezervlerin azalmaya başladığı noktada oluşmaktadır. Spekülatörlerin bekleyişlerini etkileyen temel faktör ise kamu kesimi açıkları olmaktadır (Bozkurt, Dursun, 2006:4). Krugman'a göre krizi tetikleyen, büyük bütçe açıklarının kredi genişlemesi ile finanse edilmesidir. Modelde, sabit döviz kuruyla tutarsız olan genişletici para ve maliye politikaları sonucunda ulusal paraya spekülatif saldırının nasıl ortaya çıktığı ayrıca, bu saldırının zamanlamasının ülkenin sahip olduğu uluslararası rezerv düzeyinin kritik bir eşik düzeyi tarafından nasıl belirlendiği açıklanmaktadır (Çeviş, 2005: 37).

Krugman temel değişkenlerdeki zayıflığın krizi tetiklediğini ve bütçe açıklarının sabit kur rejiminde spekülatif atakların temeli olduğunu varsaymıştır. Sabit kurlar altında mali açıkların monetizasyonu enflasyon yaratmakta ve reel kur değerlenmektedir. Enflasyonun cari işlemler üzerindeki olumsuz etkisi uluslararası rezerv kaybı ve spekülatif ataklarla sonuçlanmakta, sonunda parite terk edilmektedir (Kıbrıçoğlu, Köse, Uğur, 2003: 4).

Amado et. al. yaptıkları çalışmada, modelin iki önemli yönünün özellikle altının çizilmesi gerektiğini belirtmişlerdir: birincisi, maliye politikası döviz kuru rejimi ile tutarsız ise, spekülatif ataklar sadece mümkün değil aynı zamanda kaçınılmazdır. Spekülatif atağın meydana geleceği zaman önceden bellidir, kimse için şaşırtıcı olmaz. İkincisi; rasyonel davranışlar ile para ataklarının keyfi hareketi arasında uyum-suzluk yoktur. Rasyonel iktisadi davranışlar zaman içinde şekillenir ve oluşumu şiddetli spekülatif ataklar ve kur rejiminde değişiklikler ile ilişkilendirilebilir. (Amado, Cerro, Meloni, 2004: 3)

Birinci nesil modeller, Latin Amerika ülkelerinde 1970 ve 80'li yıllarda meydana gelen krizlerin temellerini tanımlamak ve bu doğrultuda tedbirler alınmasını sağlamak için geliştirilmiş ve esas sorunun mali sektörden kaynaklandığı ortaya

koyulmuştur. Ancak, 1992-93 yıllarında Avrupa Döviz Kuru Mekanizması kriziş Avrupa ülkelerinin temel makroekonomik göstergelerindeki zayıflık nedeniyle oluşmamıştır. Birinci nesil modellerin açıklayamadığı bu durum, ikinci nesil modeller olarak adlandırılan yeni modellerin çözümlemeleri ile açıklanmıştır.

1. 2. 2. İKİNCİ NESİL MODELLER

İkinci nesil modeller 1992-93 Avrupa Para Sistemi (APS) krizinden sonra geliştirilmiştir. Bunlar Obsfeld'in 1986⁴, 1994⁵, 1996⁶ makalelerinde ortaya koyduğu çoklu denge modelleridir (Hattori, 2001: 5). Çoklu denge varsayımından dolayı, koşullar aynı iken beklentilerdeki değişimlerle ekonomide bir dengeden diğerine geçilebilmektedir.

Modellerde, ekonomide sabit kur rejimini devam ettirecek kadar rezerv olsa bile bir spekülatif atağın olabileceği ve kur rejiminin sonuçta değişebileceği gösterilmiştir. Hükümetlerin tercihi kuru korumaktansa, büyümeyi arttırmak ve işsizliği azaltmak ise, dalgalı kur rejimine geçilecektir. APS krizinde üye ülkeler, spekülatif ataklar nedeniyle, 1993 yılında kurların dalgalanma marjın %15'e yükseltmiş, 1995 yılında %2.5'lük dalgalanma marjına geri dönmüştür.

Obstfeld'in (1994) modelinde hükümet sabit döviz kurunu sürdürüp sürdürmeme kararı alırken aslında kısa vadeli makroekonomik politikalarda esneklik ve uzun vadeli kredibilite arasında bir tercih yapmaktadır. Eğer ekonomideki karar birimlerinin kur politikasının çökeceği yönünde bir beklentisi varsa kuru sürdürmenin maliyeti çok daha büyük olacaktır. Bu nedenle oluşabilecek spekülatif bir atak, temel ekonomik değişkenlerde bozulma ve kendi kendini besleyen negatif beklentilerin bir sonucu olabilmektedir (Bozkurt, Dursun, 2006: 5).

Model çoklu denge üzerine kuruludur, karar alıcılar beklentilerine göre hangisinin gerçekleşeceğini belirler. Hükümetler kurdan vazgeçmek ya

da onu korumak seçenekleri ile karşı karşıya-dır. Uluslararası ticaret ve yatırımların işleyişini kolaylaştırmak ve enflasyonla mücadelede kredibilite elde etmek için hükümetler kurları sabit tutmak isterler. Devalüasyon beklentileri arttıkça, sabit kur rejimini devam ettirebilmek için daha fazla maliyete katlanmak gerekir. Sabit kur rejiminin en somut sonuçlarından biri reel faiz oranlarının yükselmesidir. Döviz kurlarını korumanın maliyeti, yükselen faiz oranları ve buna bağlı işsizlik artışı ile daha da artar. Bu maliyetler daha sonra yatırımcıların döviz kurlarının sabit tutulamayacağı beklentisine yol açar. Sabit kuru korumanın faydası maliyetinden fazla olduğu sürece hükümetler kuru sabit tutmaya devam ederler. Bununla birlikte maliyetler faydasından fazla olunca, karar alıcılar için kuru sabit tutmaktan vazgeçmek optimal olur. (Bkz. Erkekoğlu, Bilgili; 2005: 17-18)

İkinci nesil modellerin, temel özelliklerinden biri, kriz büyük ölçüde beklentilere dayandığından ve güven kaybı ve beklentilerin uyumu konusuna bir açıklama getirilemediğinden, spekülasyon atağın zamanının ve para krizinin başlangıcının tayin edilememesidir (Kriznar, 2004: 7). Bu modeller, gelişmekte olan ülkelerde gerçekleşmiş olan krizleri açıklayamamaktadır; ekonomik ve mali koşullar bu ülkelerde, örneğin krizin yaşandığı Avrupa Para Sistemine üye ülkelere göre farklı özellikler göstermektedir. Sabit kurun korunması, üretimde yoğun olarak ithal yatırım malı ve aramai kullanan ülkeler açısından tercih edilebilir sonuçlar verebilmektedir. Daha ucuz ithalat yapma imkanı, tüketim ve yatırımlarda artış sağlayarak büyüme oranlarını da arttırmaktadır.

1. 2. 3. ÜÇÜNCÜ NESİL MODELLER

Birinci ve ikinci nesil modeller makroekonomik politikalar üzerine odaklanmaktadır. Kur rejiminin terk edilmesi konusu, tutarsız ekonomi politikalarına ya da sabit kur rejimini korumaktan

ve fayda ve maliyetleri değerlendirmekten sorumlu karar alıcıların kararlarına bağlanmaktadır (Kriznar, 2004: 8). Üçüncü nesil modeller Krugman (1997)⁷ ve (1998)⁸ tarafından 1997 Asya krizinden sonra geliştirilmiştir ve Asya krizinin yayılmasına teorik bir çerçeve getirmektedir. Bu modellerde para krizleri ile finansal sektör ilişkilendirilmekte ve krizlerin temelde bankacılık sisteminden kaynaklandığı öne sürülmektedir.

Üçüncü nesil modellerde hükümet ile büyük sermayeli işletmeler arasındaki ilişkilerin krizlere yol açabileceği üzerinde durulmuştur. Sermaye akımlarının serbest olduğu bir ekonomide, hükümet bankaların ya da şirketlerin yurtdışından aldığı borçlara, doğrudan ya da dolaylı garanti verir. Ancak hükümetin finansal birimleri kontrol etme yetersizliği sonucu ciddi ahlaki risk faktörü ortaya çıkar. Bu modellere göre, finansal piyasaların birbirine bağlı olduğu günümüz dünyasında herhangi bir ülkenin finans piyasasında meydana gelen bir kriz, bir başka yerde makroekonomik temellerle açıklanamayan bir krizi başlatabilmektedir. (Karaçor, Alptekin, 2006: 240) Asya'da bankaların döviz emsinden aşırı borçlanmaları ve hükümetlerin özel sektörün dış borçlarına açık ve üstü kapalı olarak garanti vermesi, ahlaki risk faktörünü öne çıkarmıştır. Borçlanmayla elde edilen fonların giderek artması ile yatırımlar olması gerekenin çok üzerinde artmış ve bu fonlar etkinlikten uzak yatırımlara yönlendirilmiştir. Ciddi kayıpların oluşması ve Merkez Bankası rezervlerinin borçları karşılamayacağına anlaşılması kriz ortamının hazırlanmış ve sonuçta sabit kur sistemi sürdürülememiştir.

Üçüncü nesil modellerde yer alan bir diğer unsur asimetrik bilgi akışıdır. Asimetrik bilgi akışı, özellikle yeterli şeffaflığın ve denetimin olmadığı bankacılık sektöründe söz konusu olduğundan, krizleri tetikleyen bir diğer unsur olmaktadır. Yeni Keynesyen ve Post Keynesyen iktisatçılar finansal kriz modellerinde asimetrik bilgi akışı ve ahlaki risk sorunlarını ele almışlardır. Krizlere neden olan bir diğer faktör bulaşma

(yayıma) etkisidir. Krizlerin yayılmasında, ülkeler arasında mali bağımlılıkların olması, ticaret hacminin yüksekliği, sürü psikolojisi ile davranma gibi faktörler etkili olmaktadır.

2. TÜRKİYE'DE PARA KRİZLERİ

24 Ocak 1980 kararları ile Türkiye'nin ekonomi politikası değişmiş, dünyada egemen olan arz yanlı iktisat politikaları burada da uygulanmaya başlanılmıştır. Serbest piyasa ekonomisi kurallarının geçerli olduğu ekonomik programda ihracata dönük büyüme hedefi ön plana çıkmıştır. 1981'de faiz oranlarının, 1984'de döviz alım satımının serbest bırakılması, 1986'da Sermaye Piyasası Kurulu'nun ve İMKB'nin faaliyete geçmesi, 1987'de Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemlerine başlaması, 1989'da konvertibiliteye geçiş ile sermaye hareketlerinin serbest bırakılması çok önemli adımlar olmuştur. Serbest piyasa ekonomisinin işleyişi temelinde kurulan yeni düzenin uygulanma sürecinde Türkiye 1994 ve 2001 yıllarında krizler yaşamıştır

2. 1. 1994 KRİZİ

Türkiye'nin 1980'li yıllar öncesinde yüksek enflasyon, işsizlik, yüklü miktarda dış borç ve ödemeler dengesi açığı gibi temel ekonomik sorunları vardı. 24 Ocak 1980'de IMF ile yapılan anlaşma ile tasarruf tedbirleri yürürlüğe koyulmuş, ihracatta büyük artış sağlanarak ödemeler dengesi açıkları azaltılmıştır. Ücretlerin düşük tutulması, kurun değerlendirilmesine izin verilmemesi gibi önlemlerle ihracat ve büyüme artmış ancak 1988 yılından itibaren kurun değerlendirilme sürecine girmesi ile ithalatta sıçrama yaşanmıştır. 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ile TL reel olarak değerlendirilmeye başlamış ve faiz oranları yükselmiştir. Yüksek faiz oranları bir yandan sıcak paraya cazip bir ortam yaratırken bir yandan da dış borçları ödeyebilmek için yoğun iç borçlanma yapılmasına imkan sağlamıştır.

1994 yılındaki finansal krizin ana nedeninin kamu finans dengesizliklerinden kaynaklandığı kamuoyunda genel kabul gören bir gerçektir. Nitekim kamu borçlanma gereği ve kamu yatırımtasarruf dengesizliği incelendiğinde, kamu kesimi dengelerinin 1987'den başlayarak sürdürülemez bir boyutta sarsıldığı ve böylesi bir finansal krizin kaçınılmaz olduğu görülmektedir (Yeldan, 1996: 428). 1988-1993 arasında kamu sektörü borçlanma gereği (KSBG) sürekli artmıştır. 1990'da KSBG'nin GSMH'ya oranı %8 iken, 1993'de %12'ye çıkmıştır. İç borç stoğunun GSMH'ya oranı da 1990'da %6.2'den 1993'de %13.3'e ulaşmıştır. Aynı durum dış borç stoğu için de geçerlidir. Dış borç/GSMH oranı 1985'de %14.7 iken, 1993'de %18.7'dir (Karabulut, 2002: 125).

1994 krizini, yurtiçinde makro değişkenlerin birbirini olumsuz etkilemesi ve gelişmiş ekonomilerde görülen durgunluk, birlikte etkilemiştir. 1990-94 döneminde, Körfez krizinin ardından hükümet genişletici maliye politikaları ile efektif talebi canlandırma yoluna gitmiştir. Talep artışının sürdürülebilmesi için döviz kuru baskılanmış, KİT açıkları, ücret artışları, terörle mücadele harcamaları kamu açıklarını arttırmıştır.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, yüksek kamu açıkları ve enflasyon düzeyinin yarattığı belirsizlik ortamı ve siyasi risk nedeniyle ülkeye gelmekte tereddüt ederken faiz-kur arbitrajından yararlanan sıcak para girişleri artmıştır. Yeterli kurumsal hazırlığın yapılmadığı ve denetim sisteminin kurulmadığı sığ bir piyasada mali serbestleşmenin gerçekleşmesi ile ülkeye akın eden kısa vadeli sermaye ekonomide canlanma sağlamakla birlikte, daha sonra gelen sermaye çıkışları 1994 krizine zemin hazırlamıştır.

1993 yılının sonlarında spekülasyon sıcak paranın İMKB'ye kayması beklentisiyle, kamudaki faiz yükünü azaltmak için piyasaya likidite sürülmüştür. Ancak döviz talebi, yüksek likidite, düşmesi beklenen faiz oranları ve devalüasyon beklentisi sonucu giderek artmış, kurlar yükselmeye başlamış, cari işlemler bilançosu rekor düzeyde açık vermiştir.

Bu durum karşısında 26 Ocak 1994 tarihinde %13.6 oranında devalüasyon yapılmış ancak piyasa düzelmediğinden bunu Mart ayında iki devalüasyon daha izlemiştir. Yerli paranın döviz karşısındaki değer kaybının sürmesi, bankaların da yüksek açık pozisyonları nedeniyle dövize yönelmeleri, Merkez Bankası rezervlerini hızla eritmiştir. Ocak 1994'de döviz kuru 19.000 TL/\$, Merkez Bankası rezervleri 7 milyar dolar iken, 5 Nisan 1994 kararları noktasında döviz kuru 38.000 TL/\$, rezervler ise yaklaşık 3 milyar dolara kadar düşmüştür. Enflasyon oranı (TÜFE) %106'ya fırlamış, toplam net sermaye çıkışı 4 milyar doları aşmış, hazine bonosu faizleri %400'lere ulaşmıştır. Uluslararası rating kurumlarının Türkiye'yi yatırımlarda riskli ülke olarak ilan etmesi ile borçlanma maliyetleri yükselmiş, buna rağmen borç bulmak son derece güçleşmiştir. 5 Nisan kararlarıyla döviz serbest dalgalanmaya bırakılmıştır. Devalüasyon sonucunda cari işlemler dengesi düzelmiş, artıya geçilmiştir. Kararların amacı enflasyonu düşürmek, dış ticaret dengesini düzeltmek, dış borçları azaltmak, tarım sektöründe düzenlemeler, sosyal güvenlik alanında reformlar yapmak, KİT'lerin bütçedeki yükünü özelleştirmeler yoluyla hafifletmek, kamu harcamalarını azaltmak olarak belirlenmiştir. (Bkz. Güloğlu, Altunoğlu, 2002: 16-20)

1994 krizinin devlete ve ekonomiye getirdiği yüklere ayrıca değinmek gerekir. Bu krizde başlayan süreçlerin daha sonra da etkilerini sürdürmesi krizin başlıca özelliğidir. Etkilerin başında, kredi veren yabancı bankalara "devlet garantisi" verilmesi, ödenemeyen özel kredileri devletin ödemeyi üstlenmesi gelmektedir. İkincisi, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) yoluyla devletin (belirgin sınırlamalarla da olsa) banka paniklerini önlemek için banka mevduatlarının garantörlüğünü yapmasıdır. İktisat kuramında "moral hazard" olarak bilinen bir ortam yaratan bu iki olgu, 1990'lı yıllarda katlanarak artan banka sayısı kadar, izleyen krizde batan bankaların çokluğu ve getirdikleri yüklerin de başlıca nedenidir. 2002'nin ilk yarısına kadar olan süreçte

batan banka sayısı 21, devlete getirdiği yük ise 25-30 milyar dolardır; buna krizde işsiz kalan 1 milyon ile birlikte toplam 2 milyon kişinin ve batan 120-130 bin işyerinin vergisinden devletin yoksun kalması da eklenmelidir. Devletin yükünü artırırken gelirini azaltan kriz süreci, buna çözüm üretmeyi de güçleştirmiştir. (Kazgan, 2002: 20)

2. 2. KASIM 2000 VE ŞUBAT 2001 KRİZİ

5 Nisan krizinin ardından uygulanan istikrar programından kısa vadede sonuç alınsa da program orta vadede başarılı olamamıştır. Kısa dönemde ihracat artışı sağlanmış, cari işlemler bilançosu düzelmiş, Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin GSMH'ya oranı düşmüştür ancak 1995 sonlarında cari işlem açıkları yine yükselmeye başlamıştır. 1996'dan itibaren ekonomide ciddi dolarizasyon söz konusudur. 1997 yılında Asya'da ve 1998'de Rusya'da meydana gelen krizler, Türkiye ekonomisini olumsuz yönde etkilemiştir. IMKB'de hisse senetlerinin değeri hızla düşmüş, sermaye çıkışları olmuş ve döviz rezervleri azalmıştır. Kişi başına GSMH büyüme, 1997'de %8.3 iken 1998'de %3.8 düzeyine inmiştir. (Dorukkaya, Yılmaz, 1999: 12). 1998 Rusya krizinin etkisi ve bütçe açıklarının, iç ve dış borçların endişe verici düzeye gelmesi ile IMF ile "yakından izleme" anlaşması yapılmıştır. 1999 yılında 17 Ağustos depreminin ardından büyüme rakamları yeniden negatife dönmüş, 1999 yılında % -7.3 büyüme ve bir önceki yıla göre %5 düşmekle birlikte %53.2 enflasyon oranı kaydedilmiştir. Bu koşullarda 1999'da IMF ile "stand-by" anlaşması yapılmıştır.

IMF ile imzalanan stand by anlaşması ile enflasyonla mücadele programı uygulanmaya başlanmış, enflasyonun temel nedeni olan kamu açıklarının giderilmesi hedeflenmiştir. 2000 yılında uygulamaya koyulan istikrar programının ana hatlarını maliye reformu, nominal döviz kuru ciptasmda dayalı para politikası, özelleştirmeler,

faiz dışı fazlanın artırılması, vergi, sosyal güvenlik ve tarım alanlarında reformlar yapılmasını içeren yapısal dönüşümler oluşturmuştur.

2000 yılında kur çıpası uygulaması sonucunda daha düşük faiz oranlarıyla dış borçlanma yapılmış, enflasyonist beklentiler azalmış ve faiz dışı fazla GSMH'nin %2.2'sinden %6'sına yükselmiştir. Tüm bu etkenler sonucu faiz oranları düşüş kaydetmiş ancak bu durum da tüketici kredilerini beklentilerin üzerinde arttırmıştır. 1999 Aralık sonunda 1004.3 trilyon TL olan tüketici kredileri, Ekim 2000 itibarı ile 4504.5 trilyon TL'ye çıkmıştır (Usta, 2003: 52)

Enflasyonun beklenenden yüksek çıkması TL'nin aşırı değerlenmesine neden olmuş, ithalatta ciddi artış kaydedilmiştir. Cari işlemler açığının GSYİH'nin %4'ünü aşması ancak sermaye girişlerinin bunu karşılayamayacak düzeyde olması devalüasyon beklentisini arttırmıştır. Yüksek açık pozisyonda olan bankalar, bu açıklarını kapatma endişesiyle piyasada bir likidite sıkıntısına yol açmışlardır. 1999 yılında 10 milyar doları aşan bankaların net açık pozisyonları, 2000 yılının ilk dokuz aylık döneminde 20 milyar dolar gibi oldukça yüksek bir düzeye çıkmıştır (Bilgin, Ongan, Karabulut, 2002: 47). Döviz talebindeki artışın faiz artışı ile dengelenmeye çalışılması sonucu faiz oranları yükselmiş, bu noktada Demirbank'a TMSF tarafından el koyulması da bir panik yaratmış ve faizler daha da artmıştır. (Bkz. Güloğlu, Altunoğlu, 2002: 6-24)

22 Kasım 2000'de bankalararası piyasada, gecelik borçlanma basit faizi yaklaşık 3 kat artarak, ortalama %110.8'e ve en yüksek %210'a fırlamıştır. Aynı gün ve bunu izleyen günlerde TCMB'nin döviz rezervinde de önemli bir azalma gözlenmiş, Merkez Bankası 17 Kasım-1Aralık tarihleri arasında döviz rezervlerinin 5.5 milyar dolarını kaybetmiştir. İki haftada brüt döviz rezervi 24.4 milyar dolardan 18.9 milyar dolara inmiştir (Uygur, 2001: 6).

2000 yılındaki krizle ilgili olarak farklı değerlendirilmeler yapılmıştır. Bunun bir likidite krizi olduğu yönünde bir görüş birliği olmakla beraber krizi IMF politikalarındaki yanlışlıklara ve temel makroekonomik göstergelerin zayıflığına bağlayan görüşler de mevcuttur. Dornbusch bunun bir bankacılık krizi olduğunu, birçok bankanın kötü durumda olduğu bir noktada kredilerin geri çekilmesinin krizi tetiklediğini belirtmiştir. Merkez Bankasının döviz satışından oluşan likiditenin yeniden satın alınması için bankalara kredi pompaladığını ve birkaç gün içindeki rezerv kaybının, IMF destekli döviz kuruna dayalı istikrar programının sürdürülmesini tehlikeye soktuğunu ifade etmiştir (Dornbusch, 2001: 5). Dornbusch'un krize giren ülkelerle ilgili yaptığı değerlendirme, Türkiye'nin yaşamış olduğu krizlerin öncesindeki koşullarla benzerlikler taşımaktadır. "Döviz kurunun açıkça denge düzeyinden uzak olması durumunda, kur bir krizin başlangıç noktası olabilir. Döviz kuruna dayalı enflasyonu düşürme programlarında görülen tipik sonuç budur; enflasyon aşağı başarıyla çekilir ancak bu durum döviz kurunun önemli ölçüde reel olarak değerlenmesine mal olur. Neticede cari işlem açığının genişlemesi, büyümenin yok olması ve finansmanın sürebilmesi için faiz oranlarının yükselmesi, program kendi kendini düzeltmeyeceğinden dolayı sürdürülemeyeceğini açıkça ortaya koyar. Bir noktada, rezervlerle karşılanamayacak bir spekülasyon atak meydana gelir. Bu noktada para biriminin değer kaybı ile bilanço birbirini karşılıklı etkiler. Bilanço ne kadar kötü ise, para biriminin çöküşü o kadar büyük olur" (Dornbusch, 2001:3).

Krizi takiben IMF'den temin edilen "ek rezerv kolaylığı" biçimindeki kredi, piyasada TL'den dövize kayılmasını önlemek anlamında yarar sağlamış olsa da kısa vadeli ve yüksek maliyetli olmuştur. Kur çıpası savunulmuş olmakla beraber uygulanan istikrar programının güvenilirliği sarsılmış, krize açık yapı sürdürüldüğünden dolayı 2001 Şubat ayındaki siyasi kriz hemen bir döviz krizine dönüşmüştür.

3. KRİZDEN BUGÜNE EKONOMİK DURUM

Türkiye ekonomisi 2001 yılında küçülmesinin ardında 2002 yılından itibaren önemli bir dönüşüm ve gelişme sürecine girmiştir. 2001 krizini takiben hükümet “güçlü ekonomiye geçiş” adı altında yeni bir program ortaya koymuş, şu düzenlemeler planlanmıştır; bankacılık sektöründe yeniden yapılandırmaya gidilmesi, mali sektörün yeniden yapılandırılması amacıyla Merkez Bankasına operasyonel bağımsızlık verilmesi, devlette şeffaflığın sağlanması, faiz dışı fazlanın arttırılması, enflasyonla mücadelede aktif para politikası uygulanması ve enflasyon hedeflemesine geçilmesi, sürdürülemez iç borç yapısının dış finansman desteği ile düzeltilmesi, enflasyon mücadelesi ile uyumlu bir gelirler politikası uygulanması. 2002 yılından itibaren Merkez Bankası “gelecek dönem enflasyonuna” odaklanan bir para politikası yani örtük enflasyon hedeflemesi uygulamıştır ve aynı yıl parasal büyüklüklere ait tüm hedefler tutturulmuştur. (Bkz. Usta, 2003: 53-56)

Bu dönüşüm sürecinde Avrupa Birliğine tam üye olma çerçevesinde kaydedilen gelişmeler ve IMF ile yapılan stand-by anlaşmasına bağlı kalınması uluslararası planda olumlu etki yaratmıştır. En önemli kazanımlardan biri, enflasyonda düşüş sürdürüldüğü takdirde sağlanacak kalıcı fiyat istikrarıdır. Fiyat istikrarı, geleceğe yönelik beklentileri de etkilediğinden yurtiçi ve uluslararası piyasalarda belirsizliği kaldırıp güven sağlamak açısından büyük önem taşımaktadır.

Ekonomik program çerçevesinde alınan tedbirler ile mali disiplinin sağlanmıştır. 2006 yılına baktığımızda bütçe dengesi 3.7 milyar YTL ile GSMH'nin sadece %0.7'si kadar açık vermiştir. Faiz dışı fazla 32.2.YTL'lik hedefin üzerinde 41.9 milyar YTL olarak gerçekleşmiş, GSMH'nin %7.5'ine ulaşmıştır. Mali disiplin, para politikası açısından rahatlama getirecek faiz indirimlerini desteklemiş ve enflasyonist beklentiler kırılmıştır. Uzun yıllar devam eden ve ekonominin öncelikli sorunu olan yüksek enflas-

yon tek haneli rakamlara indirilebilmiş, %10'un altına gerilemiştir. Ekonomik büyüme ortalaması da %7.5 olarak gerçekleşmiştir. Doğru-dan yabancı sermaye yatırımları 1990'lı yıllarda 1 milyar doları bulmazken, 20 milyar dolara ulaşmıştır. Programın en önemli ayaklarından biri, bankacılık sektörünün sağlıklı bir yapıya kavuşturulması olmuştur. Sektör, hem sermaye yapısı hem de riskler açısından güçlenmiştir. Merkez Bankası kurumsal olarak bağımsız bir yapıya kavuşturulmuş, kredibilitesi artmıştır. (Bkz. Üçer, 2007: 6-8)

Diğer yandan, 2006 ve 2007 yıllarında büyüme oranlarında yavaşlama olurken, enflasyonda da hedeflenen %5'lik oranın üzerine çıkılmış, yıl sonu gerçekleşen oran %9.65 olmuştur. Artan enerji fiyatlarının bu oranı daha da arttırması beklenmektedir. Petrol fiyatlarının giderek yükselmesi ve başta aramalar olmak üzere ithalatta kaydedilen artışlar dış ticaret açığını büyütmektedir. Bu durum, zaten GSMH'ya oran %8 civarında olan cari işlemler açığı üzerinde olumsuz etki yaratmakta, ödemeler dengesinin sağlanmasında kısa vadeli sermaye akımlarına bağımlılığı arttırmaktadır

SONUÇ

2001 yılından itibaren ekonomide kaydedilen başarıları özetlersek; oldukça yüksek bir büyüme hızı yakalanmıştır; mali disiplin sağlanarak bütçe açığı sorun olmaktan çıkmıştır; enflasyon düşürülmüştür; başta Merkez Bankası kanununda değişiklikler olmak üzere yapısal reformlar yapılmıştır. Bu olumlu göstergelerin yanı sıra hala sorunlar mevcuttur. Kamu borcunun milli gelire oranı ve enflasyon düzeyi daha da düşürülmelidir. Reel faiz oranları çok yüksektir. Cari açık GSMH'nin %8'i gibi çok yüksek bir seviyededir. Türkiye ekonomisinde cari açık ile büyüme oranları arasında doğrusal bir ilişki vardır (Karabulut, Damşoğlu, 2006)⁹. Büyüme yüksek iken cari açık artmakta, kriz dönemlerinde ise cari

işlem fazlası verilmektedir. Üretimde ithal malların ağırlığı bu duruma sebep olmaktadır.

2007 yılında, seçimlerin de etkisiyle bütçe disiplini bir miktar gevşetilmiştir. Vergi gelirlerinde istenilen artışın olmamasının, iç talepte beklenen daralma ile birlikte bütçeyi olumsuz etkilemesi beklenmektedir. Reel faizlerin %10'larda seyretmesi ile devam eden sermaye hareketlerinin etkisi ile büyümenin sürmesi, kurun değerlenmeye devam etmesi, cari açığın tekrar yükselişe geçmesi beklenmektedir. Bu durum, diğer etkenlerle beraber enflasyon oranının yükselmesine, hedeflenen rakamın üzerine çıkılmasına neden olacaktır. Ekonominin bir diğer önemli sorunu olan işsizlik, kriz döneminde %6 iken bu dönemde %9-10 düzeyinden aşağıya çekilemektedir. Mikro reformları içeren kapsamlı politikalarla bu sorunun üzerine eğilmelidir.

Ekonomide hassas dengeler üzerinde kaydedilen gelişmeler, büyük ölçüde beklentilerle şekillenmektedir. Beklentileri bozacak en büyük risk unsuru mali disiplinden uzaklaşması olacaktır. Bütçe dengesinin bozulması enflasyon oranı, faiz oranları, cari işlemler açığı gibi temel göstergeler üzerinde olumsuz etki yaratarak, aşırı değerlendirilmiş olan ulusal para birimini spekülasyon ataklara açık bir konuma getirebilir. Yüksek reel faizler nedeniyle, kısa vadeli sermayenin yoğun bir biçimde giriş yaptığı bir ekonomide, spekülasyon ataklar sonucu bu sermayenin ülkeyi terk etmesi yüksek cari açık ile birlikte, bir krize neden olabilecektir.

ABD'de riskli müşterilere açılan ipotekli konut kredilerinin senetlerindeki değer kaybı nedeniyle oluşan kriz ortamının sakinleşmiş olmakla beraber daha uzun yıllar devam etmesi beklenmektedir. 2006 yılının Mayıs ayında ve 2007 yılının Şubat ve Ağustos aylarında bu krizin işaretleri görülmüştür. Bu senetlere önemli ölçüde yatırım yapmış olan mali kurumların senetlerdeki değer kaybı nedeniyle ödeme gücünü yaşamaya devam edeceği öngörülmektedir. ABD'deki kredi krizi tüm dünya piyasalarıyla birlikte ülkemizi de etkilemektedir. Bu krizin derinleşmesinin, Türki-

ye'ye gelecek yabancı fonları, özel sektör ve bankacılık kesiminin sağladığı dış kredileri daraltması beklenebilir. Bu süreçte doğrudan yabancı yatırımların ve kısa vadeli sermaye akımlarının gerilemesi, ekonominin yavaşlaması ile sonuçlanabilecektir. Türkiye ekonomisinin bu şoktan korunabilmesi için Merkez Bankası'nın döviz varlıklarını artırması ve bütçe açığının genişlememesine özen gösterilmesi gerekmektedir. 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 (Uygur,2001:9).

DİPNOTLAR

- 1 Krugman, Paul , "A Model of Balance-of-Payments Crises", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.11, No.3, August, 1979.
- 2 Salant A., D.Henderson, "Market Anticipations of Government Gold Policies and the Price of Gold", **Journal of Political Economy**, August 1978.
- 3 Flood, Robert P., Peter M. Garber , "Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples", **Journal of International Economics**, Vol.17, No. 1-2, 1984.
- 4 Obstfeld Maurice , "Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises". **American Economic Review**, Vol.76, 1986.
- 5 Obstfeld Maurice , "The Logic of Currency crises", **NBER Working Papers**, No.4640, February, 1994.
- 6 Obstfeld Maurice, "Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features", **European Economic Review**, Vol.40, Issue 3-5, April, 1996.
- 7 Krugman Paul, "Currency Crises", NBER Conference, October, 1997.

Internet Adresi: <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>.

- 8 Krugman Paul , "What Happened to Asia?", Conference in Japan, January, 1998.

Internet Adresi : <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>.

⁹Karabulut Gökhan, Ayşe Çeiiikel Damşoğlu, "Türkiye'de Cari İşlemler Açığının Büyümesini Etkileyen Faktörler", "Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi, 8/1, 2006.

KAYNAKLAR

- Amado N. Adrian, Ana M.Cerro, Osvaldo Meloni, "Currency Crises in Argentina", Universidad Nacional de Tucuman, Internet adresi: www.face.herrera.unt.edu.ar/invcco/profesores/248/Amado-Cerro-Meloni-04.pdf, 2004.
- Bilgin Hüseyin, Hakan Ongan, Gökhan Karabulut, **Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansal Yapıları Üzerindeki Etkileri**, İstanbul Ticaret Odası, No:2002-41, 2002.
- Bozkurt Hilal, Gülten Dursun, "Türkiye'de Para Krizinin Öncü Göstergeleri:Erken Uyarı Sistemi", **Avrupa Araştırmaları Dergisi**, Cilt:14, Sayı:1, 2006.
- Çeviş İbrahim, **Para Krizlerine Ampirik Bir Yaklaşım**, SPK, Yayın No:187, Ankara, 2005.
- Dorukkaya Ş, H.Yılmaz, "Global Kriz, Türkiye Ekonomisine Etkileri ve 1999 Yılında Alınması Gereken Tedbirler", **Vergi Dünyası**, 214, 1999.
- Dornbusch Rudiger, "A Primer on Emerging Market Crises",Internet adresi: www.mit.edu/rudi, January 2001.
- Erdoğan Bülent, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri**, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi, 2006.
- Eren Aslan, Bora Süslü, "Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye'de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi", **Yeni Türkiye**, Sayı:41, Yıl:7, Eylül-Ekim 2001.
- Erkekoğlu Hatice, Emine Bilgili, "Parasal Krizlerin Tahmin Edilmesi: Teori ve Uygulama", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Sayı:24, Ocak-Haziran 2005.
- Güloğlu Bülent, Ender Aitunoğlu, "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri", **İ.Ü.Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, No: 27, Ekim 2002.
- Hattori Masazumi, "A Survey on Recent Theories and Empirical Analyses Regarding Currency Crises", **International Department Working Paper Series 01-E-7**, Bank of Japan, 2001.
- Karabulut Gökhan, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, Der Yayınları, 2002.
- Karaçor Z., V.Alptekin, "Finansal Krizlerin Önceden Tahmin Yoluyla Değerlendirilmesi:Türkiye Örneği", **Yönetim ve Ekonomi- Celal Bayar Üniversitesi**, Cilt 13, Sayı 2, 2006.
- Kazgan Gülten, "Türkiye'de Ekonomik Krizler 1929-2001:Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Karşılaştırmalı Bir İrdeleme" Bilgi Üniversitesi, DEGEV-Türkiye İş Bankası, İnternet adresi:kazgan.bilgi.edu.tr/docs/Türkiye.doc, 2002.
- Kibritçiöğlü Aykut, "Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler :1969-2001", **Yeni Türkiye Dergisi**, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, II / 42, 2002.
- Kibritçiöğlü Bengi, Bülent Köse, Gamze Uğur, "A Leading Indicators Approach to the Predictability of Currency Crises: The Case of Turkey", **International Finance** 0108001, Econ WPA, 2003.
- Kriznar Ivo, "Currency Crises: Theory and Practice with Application to Croatia, **Croatian National Bank Surveys**, August 2004.
- Uçer Murat, "Ekonomik Görünüm 2007:Yarı Dolu mu? Yoksa Yarı Boş mu?", İnternet adresi:www.deloitte.com/dtt/research/, 2007.
- Uygur Ercan, "Krizden Krize Türkiye:2000Kasım ve 2001 Şubat Krizleri", Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, No:2001/1, Ankara 2001.
- Yay, Gülsün Gürkan, "1990'h yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi", **Yeni Türkiye Dergisi**, Ekonomik Kriz Özel Sayısı 11,42, 1234-1248, 2002.
- Yeldan Erinç, "Türkiye Ekonomisinde Krizin Oluşumu 1990-1993: Bir Genel Denge Analizi", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, 23 (3), 1996.