

Finansal Krizler ve Etkileri Üzerine Bir Değerlendirme

Suat Aydın¹

Öz

Finansal krizler farklı biçim ve boyutlarda ortaya çıkar ve kalıcı etkilere sahip olurlar. Finansal piyasaların birbirleriyle bağlantısı arttıkça bir ülkedeki krizin başka bir ülkeye sirayeti olasılığı da arttığından, önceden alınan önlemler kadar, yaklaşan krizin tanım, tespit ve muhtemel etkilerinin bilinmesi de önemlidir. Bu çalışmada, finansal krizler, kur, ani duruş, borç ve bankacılık başlıkları altında tanımlanmış, tespit, sıklık ve dağılımları ele alınmış ve böylelikle yeni krizlerin yaşanmaması için alınması gereken tedbirlerin anlaşılmasına katkı sağlanması amaçlanmıştır. Bu amaçla, finansal kriz dönemlerinde varlık ve kredi piyasalarındaki gelişmeleri inceleyen kuramsal ve pratik çalışmalar gözden geçirilmiştir. Finansal krizler ile ilgili literatürün haritası çıkarılarak, yeni araştırmalara zemin hazırlamak istenmiştir. Tartışmalarla gösterilmiştir ki, finansal krizlere yatırımcıların rasyonel olmayan davranışlarından çok, politika yapıcıların miyop ve hatalı kararları ya da düzenleme ve denetim eksikliği gibi unsurlar sebep olmaktadır.

Anahtar kelimeler: Ani duruş, bankacılık krizleri, borç krizleri, finansal krizler, kur krizleri.

Jel kodları: E50, G01, H12.

A Review of Financial Crises and Their Effects

Abstract

Financial crises come in different shapes and sizes and have lingering effects. As the interconnectedness of financial markets increases, the possibility of the spread of a crisis from one country to another also increases. So, knowing the definition, detection and possible effects of an approaching crisis is as important as the measures taken beforehand. In this study, financial crises are defined under the headings of exchange rate, sudden stop, debt and banking. Their detection, frequency and distribution are discussed, and thus it is aimed to contribute to the understanding of the measures that can be taken to avoid new crises. For this purpose, theoretical and practical studies examining developments in asset and credit markets during financial crisis periods are reviewed. By mapping the literature on financial crises, it was desired to lay the groundwork for new researches.

¹ **Sorumlu yazar/Corresponding author:** Dr., Suat Aydın, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara, Türkiye, suat.aydin@tcmb.gov.tr, ORCID ID: orcid.org/0000-0002-3408-1537 Çalışmada ifade edilen görüşler sadece yazara ait olup, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası veya personelinin görüşlerini temsil etmez.

It has been shown by discussions that rather than the irrational behaviour of investors, financial crises are caused by factors such as myopic and erroneous decisions of policy makers, or lack of regulation and supervision.

Keywords: Sudden stops, banking crises, debt crises, financial crises, currency crises.

Jel codes: E50, G01, H12.

1. Giriş

Finansal krizler farklı biçim ve boyutlarda ortaya çıkar ve hızla küresel hal alabilirler. Yakın zamanlarda yaşananlardan da görülebildiği üzere finansal krizler ciddi etkilere sahiptir. Bu çalışmada finansal krizleri tanımlayan temel unsurlar tespit edilerek finansal krizler ayrıştırılmış ve böylelikle reel ve finansal sektörler üzerinde etkileri tartışılmıştır. Bu amaçla, finansal kriz dönemlerinde varlık ve kredi piyasalarındaki gelişmeleri inceleyen kuramsal ve uygulamaya yönelik çalışmalar gözden geçirilmiştir. Finansal krizler dört başlık altında değerlendirilmiştir. Bunlar sırasıyla; kur (döviz krizi), ani duruş (sermaye hesabı ya da ödemeler dengesi) krizi, borç krizi ve bankacılık krizidir. Her bir kriz türünün sebep ve belirleyicileri tartışılmıştır.

Kur ve ani duruş krizlerinin sayısal yöntemlerle tespiti oldukça kolay olmakla birlikte, borç ve bankacılık krizleri için aynı şeyi söylemek mümkün değildir. Bu iki finansal kriz türü niteliksel ve yargısal değerlendirmelere ihtiyaç duymaktadır. Çalışmada bu durum tartışılmış, tespit yöntemleri ele alınmış ve gerçekleşme sıklıkları ülke gruplarına dikkat edilerek incelenmiştir. Finansal krizlerin makro-iktisadi ve finansal etkileri oldukça güçlü olabilmektedir. Çalışmada bu etkiler gerçekleşmiş örnekler üzerinden özetlenmiştir. Bu değerlendirme ile amaçlanan, geçmişte yaşananları derleyerek, gelecekte olabileceklere hazırlıklı olmak üzere yapılması gerekenlere ilişkin öngörülerini destekleyecek zemin oluşturmaktır. Bunun için de finansal krizler literatürünün haritası çıkarılarak, yeni araştırmalara zemin hazırlamak istenilmiştir.

2. Kavramsal çerçeve

Bir finansal kriz genellikle varlık fiyatlarında ve kredi hacminde büyük miktarda ve sert değişiklikler; finansal aracılıkta aksama ve ekonomideki çeşitli aktörlerin finansman sıkıntısına girmesi; firmalar, finansal araçlar, devlet ya da hane halklarının büyük ölçekli bilanço sorunları ve devletin likidite ya da yeniden sermayelendirme şeklinde büyük destek sağlaması gibi olgulardan en az birinin tespitiyle ilişkilendirilir.

Makroekonomik dengesizlikler ve iç veya dış şoklar gibi unsurlarla birlikte gözlemlenmekle birlikte, finansal krizlerin sebepleri hala tartışmalıdır. Finansal krizlerde çoğu zaman bankalardan ani mevduat çekilimi; finansal piyasalar arasında bulaşma ve yayılma, stres zamanlarında arbitraj kısıtları; varlıklarda hızlı değer kaybı, kredi sıkıntıları ve ani satışların ortaya çıkışı ve diğer finansal kargaşa unsurları gibi rasyonel olmayan unsurlar belirleyici gibi görünmektedir. Finansal krizler öncesinde, çoğunlukla kredi hacimlerinde ve varlık fiyatlarında hızlı artışlar gözlenmektedir. Bu durum sebep olarak gözlenmekle birlikte, krize sebep olacak bu olguların nasıl oluşabildiğini açıklamak kolay değildir.

Varlık fiyatlarında hızlı ve aşırı artışlar, bir diğer ifadeyle varlık balonları temel olarak 3 farklı yaklaşımla anlaşılmaya çalışılmaktadır. İlk yaklaşıma göre yatırımcıların rasyonel tutumları varlık balonları için yeterli ortam oluşturabilmektedir. Blanchard ve Watson (1982), yatırımcıların rasyonel beklentileri altında varlık fiyatlarının asıl değerlerinden çok farklı noktalara gidebileceğini

gösterirken, Pastor ve Veronesi (2006), bu yaklaşımdan yola çıkarak “.com varlık balonu” olarak isimlendiren olgunun aslında bir balon değil, rasyonel bir durum olduğunu tartışmışlardır. Branch ve Evans (2011) ise yatırımcıların uzak geçmiş değil de en yakın döneme ait verileri kullandığı bir öğrenme kuramı uygulayarak, temel şokların getiri beklentilerini artırabileceğini bulmuşlardır. Fiyatlar arttıkça yatırımcıların risk alma istekleri azalmakta ve nihayetinde balon patlamaktadır. Wang ve Wen (2012) de, balonun patlama olasılığına ilişkin bekleyiş değişimlerinin, fiyatlar üzerinde etkilerinin temel göstergelerden çok daha fazla olabildiğini tartışmışlardır.

İkinci yaklaşıma göre ise, varlık balonları yanlış fiyatlama, mikro- ve hatta makro-iktisadi kısıtların bir sonucudur. Allen ve Gale (2007) bu bağlamda, vekalet sorununa işaret etmişlerdir². Teminat istenmesi gibi piyasa kısıtları, yatırım maliyetlerini artırdığında vekiller risk seçiminde hata yapabilirler. Zira fon yöneticileri için asıl olan ancak kısa vadede elde edebilecekleri komisyon kazançları olduğundan, daha yüksek getiri arayışı için aşırı risk alma eğiliminde olabilmektedirler (Rajan, 2005). Nitekim Dell’Ariccia ve Marquez (2006) ve Gorton ve He (2008) de, kredi verme koşulları ve bankalararası rekabetin, kredilerde aşırı artış ve sonrasında da bankacılık krizlerine yol açtığını tartışmışlardır.

Üçüncü yaklaşıma göreyse varlık fiyatlarında gözlenen balonlar, rasyonel olmayan davranışların sonucudur. Yatırımcıların rasyonel olmayan davranışları, varlık fiyatlarının en azından kısa vadede asıl değerlerinden uzaklaşmasına neden olabilir. Burada asimetrik bilgi gibi unsurlara bağlı piyasa kısıtları ve kurumsal faktörler belirleyicidir. Yatırımcıların, varlık değerlerine ilişkin bilgi ve fikir ayrılıkları, açığa satış kısıtları ve arbitrajı engelleyen diğer unsurlar varlık fiyatlarının temel fiyatlardan uzaklaşmasına neden olur (Harrison ve Kreps, 1978; Chen vd., 2002; Scheinkman ve Xiong, 2003; Hong vd., 2008). Bu çalışmaları inceleyen Brunnermeier (2001), ileri sürülen modellerin balon, kriz ve diğer piyasa sorunlarını açıklayabildiğini tartışmıştır. Bununla birlikte Gürkaynak (2008), bu modelleri işlevsel bulan ampirik çalışmaların gerekli ekonometrik nitelikleri taşımadığı görüşündedir.

Varlık fiyatlarında gözlenen balonlar, fiyatlarda anomaliye neden olan unsurların sonucu da olabilir. Varlık fiyatlarının, etkin piyasalar hipotezinin önerdiğinden, sistemik sonuçları olamayacak ölçülerde saptığı gösterilmiştir (Fama, 1998; Lo ve MacKinlay, 2001 ve Schwert, 2003). Mesela, küçük şirket hisseleri, risk ve likidite gibi unsurlar dikkate alındıktan sonra dahi diğer şirket hisselerinden daha yüksek kazanç sunabilmektedirler (Aydın, 2011). Kredi notu düşük şirket tahvillerinin de riske göre düzenlendikten sonra dahi diğerlerine nazaran daha yüksek kazanç sağladıkları tespit edilmiştir. Kapalı fonların toplam değerlerinin, içerdikleri kıymetlerden farklı olabilmeleri de bir diğer önemli anomalidir. Bu anomalilerin farklı ülkelerde, farklı piyasalarda da tespit edilebiliyor olması, bunların herhangi bir piyasaya özgü kurumsal unsurla ilişkilendirilmesini güçleştirmektedir (Claessens ve Köse, 2014). Aksine bu tespitler tüm finansal piyasalar için geçerli görünmektedir. Davranışsal finans yaklaşımını kullanan çalışmalar bu gözlemleri bir parça da olsa açıklayabilmektedir (Shleifer, 2000; Barberis ve Thaler, 2003). Örnek olarak şirketler, hisse ihraçlarını karlılıkları ve dolayısıyla da hisse fiyatları yüksekken yapmayı tercih etmektedirler ki bu da şirketlerin hisse arzına sadece finansman ihtiyacı ile çıkmıyor olabileceklerini göstermektedir. Ayrıca, birçok yatırımcının portföy çeşitlendirmesi yapmadığı ve çok sık alım-satım yaptığı gözlenmektedir. Bir diğer gözlem de yatırımcıların kazanırken erken satma, kaybederken satışta geç kalma eğiliminde oldukları yönündedir. Tüm bu tespitler ancak davranışsal faktörlerle açıklanabilmektedir.

² Eisenhardt (1989: 61), vekalet sorununu, asil ve vekilin farklı amaçlara sahip olması ve asilin vekilin uygun şekilde davranıp davranmadığını belirleyememesi durumu olarak tanımlamıştır.

Asimetrik bilgi problemi hem finansal piyasalar hem de araçlar için geçerlidir. Güvenli limana geçmeyi destekleyecek herhangi bir bilginin finansal krize yol açması mümkündür. Diğer tahvillerden, devlet tahvillerine geçme isteği, diğer tahvillerin değerinde düşüşe yol açmakla kalmaz, borçlanma koşullarında kötüleşmeye de neden olabilir ki bu da çoğu zaman bir kriz başlangıcı için yeterlidir (Gorton, 2008)³. Dolayısıyla küçük şokların, büyük krizlere neden olması şaşılacak bir durum değildir.

Finansal krizler öncesinde sık rastlanan bir durum hızlı kredi artışıdır. Krizlerden önce hızlı kredi genişlemesiyle daha fazla risk alımı, kaldırıcı pozisyonlarda artış ve buna bağlı olarak da varlık fiyatlarında değerlenme gözlenir. Çoğunlukla kriz gerçekleştikten sonra konuşulan bu aşikâr durum, uzak ve yakın tarihli krizlerin neredeyse tamamında gözlenmiştir.

Şoklar ve piyasalardaki yapısal değişimler gibi birçok unsur kredilerde aşırı artışa neden olabilmektedir. Verimlilik artışı, iktisadi politikalar ve sermaye akımları gibi unsurlar şoklara yol açabilmektedir (Mendoza ve Terrones, 2008, 2012; Magud vd., 2012). Bu aşırı artışlar, çoğunlukla güçlü iktisadi büyümelerle birlikte zuhur etmektedir.

Uluslararası sermaye akımlarında hızlı artış kredi patlamalarını güçlendirebilmektedir. Birçok ülke finansal piyasası, küresel piyasalardaki değişimlerden çok etkilenebilmektedir. Dolayısıyla kredi patlamalarının başka piyasalara da bulaşması mümkündür. Uluslararası sermaye piyasalarındaki akımlar bankaların ulaşabildiği fonlarda artışa neden olarak yerel piyasaları da hareketlendirebilmektedir. Bankaların hane halkı ve şirketlere kredi kullandırmada uyguladığı koşulların gevşemesine yol açabilmektedir (Claessens vd., 2010). Nitekim 2007-09 finansal krizi öncesinde gözlenen hızlı kredi genişlemesi ve konut ve diğer varlık fiyatlarında gözlenen artışlar sermaye girişlerinin sonucu olmuştur.

Uzunca bir süre hüküm süren esnek para politikaları, kredi patlaması ve aşırı risk alımına neden olabilmektedir (Aydın ve Tunç, 2024). Şöyle ki, düşük faiz oranları varlık fiyatlarında ve borç alanların servetinde artışa neden olmakta ve böylelikle daha da kolay borçlanabilmeleri mümkün hale gelmektedir. Stiglitz ve Weiss (1983), vekalet sorunu ile faiz oranı arasındaki ilişkiyi de göz önünde bulundurarak, düşük faiz oranlarının daha fazla risk alımı ile, yüksek faiz oranlarının ise güvenli alana kaçış ile ilişkili olduğunu göstermişlerdir. Maddaloni ve Peydro (2011) faiz oranlarında düşüşün kredi koşullarında gevşemeye yol açtığını ampirik olarak göstermişlerdir. Lansing (2008) ve Hirata vd. (2012), 2001-2004 yılları arasında ABD’de ev fiyatlarında gözlenen hızlı artış ve hane halklarının borçluluk oranlarının yükselmesini, sözü geçen dönemde ABD’de geçerli olan düşük faiz oranlarına bağlamışlardır.

İyi tasarlanmayan ve yapılması gerekenlerin doğru sıralamayla yapılmadığı finansal liberalizasyon ve yenilikler, aşırı borçlanma ve bununla birlikte risk alımını da artırarak kredi hacimlerinde aşırı artışa neden olabilmektedir. Düzenleme, denetim ve piyasa disiplini, finansal inovasyonlara yetişmekte yavaş kalmaktadır (Claessens ve Köse, 2014). Söz konusu inovasyonlar, yetersiz düzenleme ve denetime bağlı olarak, kredi verme koşullarında istenmeyen gevşemelere yol açabilmekte ve krizlere neden olabilmektedir. Finansal krizler sırasında varlık ve kredi piyasalarındaki değişimler, normal zamanlarda gözlenenlerden çok daha keskindir. Tüm yükselişlerin en üst çeyreğindeki yükselişler olarak tanımlanan kredi ve varlık piyasalarındaki değişimler, diğer zamanlardakilerden daha kısa süreli, daha güçlü ve daha hızlıdır. Bir kredi patlamasının her çeyrekteki ortalama artışı, normal yükselişlerin iki veya üç katını aşabilmektedir.

³ Bu çalışma kaleme alınırken ABD’de vuku bulan SVB olayı bu duruma bir örnektir.

Hisse senedi piyasalarındaki düşüşlerin etkisi kabaca 2,5 kata ulaşırken, ani kredi daralması ve ev fiyatlarındaki düşüşler, diğer düşümlere göre sırasıyla 10 ve 15 kat daha sert duruşlara yol açabilmektedir (Claessens, Kose ve Terrones, 2010). Varlık fiyatlarındaki düşüşler, banka kredilerini ve diğer finansal kurumların yatırım kararlarını etkilemektedir. Borç verme işlemi teminat karşılığı olduğundan, teminatın piyasa fiyatı düştüğünde, firmaların yeni krediler için teminat gösterme güçleri düşmekte, dolayısıyla finansal kuruluşların da yeni kredi verme kabiliyetleri bozulmakta ve yatırımlar azalmaktadır.

Kredi patlamasına sebep olan finansman, varlık fiyatlarında aşırı hareketlerin kaynak dağılımı üzerindeki etkisinde belirleyicidir (Claessens ve Köse, 2014). Gayrimenkul ipoteği ve kurumsal sektör finansmanı örnekleri başta olmak üzere, varlık fiyatlarındaki aşırı artışın kaynağı banka finansmanı olduğunda, çöküşler daha yıkıcı olmaktadır. Crowe vd. (2013), 2007-2009 krizi için 40 ülkenin verilerini kullanarak yaptıkları çalışmalarında hem gayrimenkul fiyatlarında hem de kredilerde sert artış yaşayan ülkelerin neredeyse tamamında sürecin bir finansal krizle sonuçlandığını tespit etmişlerdir. Bunların yarısından fazlasında finansal sektör ciddi yara almıştır. Ne var ki, gayrimenkul fiyat artışlarına kredi hacminde ciddi artışın eşlik etmediği ülkelerde durgunluk bile gözlenmemiştir.

3. Finansal krizler

Krizleri, sayısal metotlarla tespit edilebilenler (kur ve ani duruş) ve daha çok niteliksel ve yargısal yaklaşım gerektirenler (borç ve bankacılık) olmak üzere 2 grupta ele almak mümkündür. Ülke para biriminin bir spekülatif saldırı sonucunda sert değer kaybetmesi kur (döviz) krizi olarak adlandırılır. Kriz aşamasına gelindiğinde otoritenin, bu durumu engellemek için yapabileceği 2 şey vardır, döviz satmak ya da politika faizini artırmak. İkisi de yapılmayacak olunursa, tek seçenek sermaye kontrolüdür. Sermaye hesabı ya da ödemeler dengesi krizi olarak da adlandırılabilen ani duruş, uluslararası sermaye akımlarında büyük ve genellikle beklenmedik bir düşüş ya da ülkeye toplam sermaye akımlarında keskin bir tersine dönüş olarak tanımlanabilir. Bu durum çoğunlukla, ilgili ülkenin kredi getiri farklarında sert bir artışla birlikte gözlenir.

Bir ülke, açıkça temerrüde düşerek veya yüksek enflasyona neden olarak veya başka bir şekilde parasının değerini düşürerek ya da diğer mali baskı biçimlerini uygulayarak mali yükümlülüklerini gerçek anlamda yerine getirmekten kaçındığında bir borç krizi meydana gelmiş olur. Sistemik bankacılık krizi, banka hesaplarına fiili veya potansiyel hücum ya da bankaların yükümlülüklerini yerine getirememeleri olasılığıyla, hükümetin banka yükümlülüklerinin dönüştürülebilirliğini askıya almaya veya likidite ve sermaye desteğini çok genişleterek müdahaleye zorlanma halidir. İlgili değişkenlerin ölçümü zor olduğundan borç ve bankacılık krizlerinin tespitinde nitel yöntemlere ihtiyaç duyulur (Claessens ve Köse, 2014).

Bahsi geçen krizler, birbirinin sebebi ya da tetikleyicisi olabileceği gibi, birlikte ortaya çıkmaları da mümkündür. Bu bölümün devamında, her bir kriz türü sebep ve tespit yöntemleriyle tartışılmaktadır.

3.1. Kur krizleri

Kur krizlerini açıklamada kullanılan 3 farklı yaklaşımdan söz edilebilir. İlk yaklaşıma göre spekülatif saldırı, rasyonel yatırımcıların, ilgili devletin finansal açıklarını merkez bankası kredisizlikle finanse ettiğini fark etmelerinin sonucudur. Yatırımcılar, sabit kur rejiminin sürdürülebileceğine inandıkları sürece para birimini ellerinde tutmaya devam eder, fakat sona gelindiğini düşündüklerinde satarlar (Claessens ve Köse, 2014).

İkinci yaklaşıma göre ise, sabit kur rejiminin sürdürülme istenmesine ilişkin oluşan şüpheler sonucunda, mevcut bulunan çoklu dengeler kur krizlerine yol açmaktadır (Obstfeld, 1986). Buna göre, yatırımcıların ilgili para birimine spekülasyon saldırıda bulunmalarının nedeni, diğer yatırımcıların saldırıyı yönündeki öngörüleridir. Flood ve Marion'da (1997) da tartışıldığı üzere, birinci grup modellere göre saldırı öncesi politikalar bir krize dönüşebilmektedir. İkinci grup modellerdeyse, muhtemel bir saldırıya hazırlık olarak yapılan makroiktisadi temellerle uyumlu politika değişiklikleri dahi spekülasyon bir atağa neden olabilmektedirler⁴.

Üçüncü yaklaşıma göre ise, döviz kurları dahil olmak üzere varlık fiyatlarındaki dalgalanmalarla bağlantılı olarak bilançolarda hızlı bozulmalar kur krizlerine yol açabilmektedir. Özellikle finansal sektörde bilanço uyumsuzlukları kur krizlerinin tetikleyicileridir. Örneğin, Chang ve Velasco (2000), döviz cinsinden büyük borçları olan bankaların, bankacılık ve kur krizlerine sebep olduklarını ileri sürmüştür. Bu yaklaşım, bankaların oynadığı rolü ve krizlerin kendi kendini tetikleyen doğasını öne çıkarmaktadır. McKinnon ve Pill (1996), Krugman (1999)⁵ ve Corsetti vd. (1999), bankaların aşırı borçlanmasına neden olan şeyin, başarısız bankaları kurtaran sübvansiyonlar olabileceğini öne sürmüşlerdir. Aşırı borçlanmanın yol açtığı kırılmalıklar kur krizlerini tetikleyebilmektedir. Burnside vd. (2001, 2004) ise devlet garantisinin her zaman iyi sonuçlar vermeyebileceğini tartışmışlardır. Radelet ve Sachs (1998), kendi kendini tetikleyen paniklerin finansal araçları varlıklarını likidite etmeye zorlayabileceğini ve bunun da paniği haklı göstererek kur krizine neden olabileceğini ele almışlardır.

Kur krizlerinin açıklanmasında bu üç yaklaşımdan hangisinin daha başarılı olduğu tartışmalıdır. Blanco ve Garber (1986), Cumby ve van Wijnbergen (1989) ve Klein ve Marion (1997) ilk yaklaşımla başarılı sonuçlar elde etmişlerdir. Bu modeller, finansal açıklar hızlı artığında başarılı olmakla birlikte, söz konusu göstergeler oynak ve para talebi istikrarsız olduğunda başarısızdırlar (Claessens ve Köse, 2014). Eichengreen vd. (1995), Frankel ve Rose (1996) ve Kumar vd. (2003), çeşitli gecikmeli değişkenlere dayalı kriz olasılıklarını tahmin etmek için logit modeller gibi sansürlü⁶ bağımlı değişken modelleri kullanmışlardır. Kaminsky vd. (1998) ve Kaminsky ve Reinhart (1999), yakın bir krizin sinyalini vermede çeşitli değişkenlerin yararlılığını sinyal modelleriyle sınamışlardır. Her iki yaklaşım da krizin çeşitli değişkenlerle ilgili olduğunu tespit edebilmiş fakat kriz zamanının tespitinde pek de başarılı olamamıştır.

3.2. Ani Duruşlar

Ani duruş modelleri, finansal ve kurumsal sektör bilançolarında para birimi ve vade uyumsuzluklarına odaklanmaları bakımından kur krizi modellerine ilişkin üçüncü yaklaşıma benzetilmektedirler (Calvo vd., 2004). Bu modeller, uluslararası faiz oranları ve getiri farkları gibi göstergelere ağırlık verirler.

⁴ Hallwood ve MacDonald (2000)'da birinci ve ikinci nesil modellerin ayrıntılı bir özeti sunulmuştur.

⁵ Krugman (1999) da Asya finansal krizini açıklamak amacıyla, firmaların bilançoları üzerinden işleyen benzer bir mekanizma sunmuştur.

⁶ Örnek olarak Kumar vd (2003), gecikmeli makroekonomik ve finansal verilere dayanan basit logit modelleri kullanarak gelişen piyasa para birimlerindeki çöküşlerin ne ölçüde tahmin edilebilir olduğunu araştırmışlardır. Bunu da verinin bir kısmını kullanarak ulaştıkları parametreler yardımıyla verinin kalanının ne kadar tahmin edilebilir olduğuna bakarak gerçekleştirmişlerdir. Güneri ve Durmuş (2019)'un bağımlı değişkenin sansürlü olması durumunda fazla veya az yayılım gösteren sayım verilerinin modellenmesi için sansürlü regresyon modellerinin uygun olduğu yönündeki önerilerinden yola çıkarak bu çalışmada da bu modeller sansürlü modeller olarak ifade edilmiştir.

Beklenenin aksine, çoğu modelde ani duruş ya da kur krizi, üretimde düşüşe değil de artışa neden olmaktadır. Bu artış, ülke parasında sert değer kaybının ihracat talebini artırmasının bir sonucudur. Bu nedenle modellere çıktı ve üretkenlik dinamiklerini daha iyi yansıtmak üzere finansal kısıtlar eklenilmesi tercih edilmektedir. Örneğin, firmalar, ücret ya da ithal girdiler gibi üretim faktörlerine ödeme yapmak için borçlanmaları gerektiğinde, ani duruşa bağlı olarak artan risk primleri nedeniyle arzu ettikleri kadar borçlanamayabilirler ve bu da üretimde azalmaya neden olur (Calvo ve Reinhart, 2000). Finansal stres ve iflaslar, bankaların daha temkinli davranarak kredileri azaltmalarına neden olarak durgunluk olasılığını artırmaktadır (Calvo, 2000).

Özellikle borçlanma düzeyi varlık değerlerine göre yüksek olduğunda, ithal girdi fiyatları, uluslararası faiz oranları ve verimlilikte küçük şoklar dahi teminatlarda hızlı değer kaybını tetikleyebilmektedir. Neticesinde de Fisher'in borç deflasyon mekanizması yoluyla varlık fiyatlarında ve teminat değerlerinde sarmal bir düşüşle ani duruş gözlenebilmektedir. Bu zincirleme olaylar, arz ve talebi çok hızlı etkilemektedir. Mendoza (2010), teminat kısıtları içeren bir konjonktür dalgalanması modelinin, ani duruşun temel özellikleriyle tutarlı olduğunu göstermiştir. Korinek (2011), sermaye akımlarında gözlenen büyük dalgalanmaların reel faaliyetler üzerinde olumsuz etkilerini analiz eden bir model sunmuştur.

Ani duruşlar, çoğunlukla, ticarete konu sektörleri küçük fakat döviz yükümlülükleri büyük ülke ekonomilerinde ortaya çıkmaktadır. Ani duruşlar, kişi başına gelir düzeyleri, finansal gelişmişlik düzeyleri, döviz kuru rejimleri ve uluslararası rezerv düzeyleri açısından birbirinden çok farklı ülkelerde gözlenebilmiştir. Yine de Calvo vd. (2008)'nin de tespit ettiği üzere, bu ülkelerin neredeyse tamamında, iç tüketim hacmine rağmen dış ticarete konu mal hacmi düşük olmakla birlikte bankacılık sistemlerinin yabancı para cinsinden yükümlülükleri yüksektir ki bu da akımların terse dönme olasılığını artırmaktadır.

1990'lı yıllarda Latin Amerika ve Asya, 2000'li yıllarda Orta ve Doğu Avrupa yükselen piyasa ekonomilerinde hızlı sermaye girişleri sonrasında, küresel faizler ya da emtia fiyatlarında artış ile tetiklenen sermaye hareketlerinde tersine dönüş yaşanmıştı. Milesi-Ferretti ve Tile (2011), 2007-09 arasında yaşanan birçok yerel krizde de sermaye hareketlerinde ani tersine dönüşün etkili olduğunu tartışmışlardır. Bununla birlikte Rose ve Spiegel (2011), 2007-09 krizinde sermaye akımları dahil uluslararası faktörlerin, pek de belirleyici olmadığını ileri sürmüşlerdir.

3.3. Borç krizleri

Temerrüt halinde ülkenin borcunu ödemeye zorlanması kolay olmamasına rağmen devletler, uluslararası piyasalarda kolaylıkla borçlanabilmektedirler. Bu durum, dönemler arası ve dönem içi yaptırımlar yoluyla açıklanmaktadır. Dönemler arası yaptırımlar, bir ülkenin temerrüde düşmesi durumunda gelecek dönemlerde uluslararası piyasalardan borçlanamaması tehdidini içermektedir (Eaton ve Gersovitz, 1981). Dönem içi yaptırımlar ise ticaret ortaklarının yaptırım uygulayarak ülkeyi uluslararası pazarlara kapatması yoluyla döviz kazanamama durumuna işaret etmektedir (Bulow ve Rogoff, 1989).

Yukarıda bahsedilenlere bağlı olarak da dönemler arası ve dönem içi modeller temerrüdü farklı nedenlerle ilişkilendirmektedirler. Dönemler arası modellerde, bir ülke bir daha asla borç alamamanın fırsat maliyeti düşük olduğunda temerrüde düşmeyi tercih edebilir ki böyle bir durum ticaret hadlerinin iyi olduğu ve böyle kalmasının beklendiği zamanlarda mümkündür (Kletzer ve Wright, 2000). Dönem içi yaptırımlar modelinde ise, yukarıdakinin aksine, ticarettten bir kesintinin maliyeti ancak ticaret hadleri kötü olduğunda en düşüktür (Aguiar ve Gopinath, 2006). İki durum birbiri ile

tezat olduğundan bu modeller temerrütleri de devletlerin nasıl bu kadar çok borçlanabildiklerini de açıklayamamaktadır. Her ne kadar modeller, gerçek temerrüt deneyimlerine uyacak şekilde kalibre edilse de gerçek temerrüt olasılığını doğru tahmin etmekten dahi uzaktırlar (Panizza vd., 2009).

Devletlerin iç borçlarını ödemedikleri de çok görülmekle birlikte, bu konu yazında ancak yakın zamanda yer bulabilmiştir. Devletlerin ulusal para cinsinden tahvillerine ilişkin edimlerini mutlaka ve zamanında yerine getireceği varsayılarak ulusal para cinsinden borçları, kredi riski açısından, risksiz olarak değerlendirilmektedir. İlaveten, Rikardocu denklik kuramı ile ülkelerin borçlanması ile vergi koyması arasındaki fark da ihmal edilebilmektedir. Halbuki Reinhart ve Rogoff (2009b)'un da gösterdiği üzere birçok ülke iç borçlarında temerrüde düşmüş ve bunun ciddi iktisadi sonuçlarına katlanmak zorunda kalmıştır.

Ulusal para cinsinden tahvillerde temerrüt çoğunlukla hükümetlerin para arzına ilişkin gücünü kötüye kullanarak çok yüksek enflasyona neden olmaları vasıtasıyla ortaya çıkmaktadır. Enflasyon yaratarak neden olunan temerrütler çoğunlukla döviz krizlerinin habercisidir. Enflasyon yaratarak neden olunan kısmi temerrüt, kişileri ülke para birimini kullanmaktan soğutur. Buna bağlı olarak da enflasyon ciddi reel sonuçlara neden olur ve kur patlayabilir.

Gelişmekte olan ekonomilerin yaşadığı borcunu geri ödeyememe problemi, gelişmiş ekonomilerce hiç sıkıntı olmayan borçlanma düzeylerinde gerçekleşebilmektedir. Reinhart ve Rogoff (2009a), gelişmekte olan bir ekonomi için GSMH'nin %35'ini aşan bir dış borç seviyesinin, muhtemel bir dış borç krizine ilişkin erken uyarı olabileceğini tartışmışlardır. Buna ek olarak, bir ülkenin dış borca erişebilir olmasında hem borç ödeme hem de enflasyon geçmiş önemli rol oynamaktadır.

Jeanne (2003), kısa vadeli döviz borcunun, ülkelerin güçlü makroekonomik politikalar sürdürmesi için önemli bir güdü olduğunu savunmuştur. Diamond ve Rajan (2001), gelişmekte olan ülke bankalarının, içinde buldukları çevre nedeniyle, likit olmayan projeleri finanse etmek için dahi kısa vadeli borçlanmaktan başka seçeneklerinin olmadığını tartışmışlardır.

Borç krizi riskini artıran kırılganlıkların çoğu, finansal entegrasyon, siyasi ve kurumsal ortamlarla ilgili faktörlerin sonucudur. Savurgan hükümetlerce yönetilen ve finans sektörleri iyi denetlenmeyen ekonomilerin dış sermaye akımlarına açık hale getirilmesi, bu ülkeler için kriz olasılıklarının artması anlamına gelmektedir. McKinnon ve Pill (1996, 1998), sınırsız sermaye akışlarının, ahlaki zafiyet ve yetersiz denetim eşliğinde, bankaların kur riskine maruz hale gelmesiyle krizlere yol açabileceğini tartışmışlardır. Borç krizlerinin ani duruş ve döviz krizlerinden biri ya da her ikisiyle birden aynı anda var olması da mümkündür ki bu durumda hangisinin öncü olduğunu tespit etmek mümkün olmayabilir. Dolayısıyla, krizin sebebinin tespitine yönelik analizler, dahil edilmemiş değişkenler, içsellik ve eşanlılık gibi ekonometrik sorunlardan mustariptirler.

3.4. Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizleri oldukça yaygın olmakla birlikte kriz türleri içinde muhtemelen en az anlaşılır olanıdır. Finansal kuruluşlar kırılgan yapılardır ve bu da birçok koordinasyon sorununa yol açabilmektedir. Vade dönüştürme ve likidite yaratma rolleri finansal kuruluşları kaldıraçlı bilançolar taşımaya zorlar (Claessens ve Köse, 2014).

Koordinasyon sorununa en basit örnek, mevduat kaçışlarıdır. Mevduat kaçışı çok sayıda mudinin, bankanın iflas etmekte olduğu endişesiyle mevduatlarını çekmeleri durumudur. Mevduat kaçışı kısa zaman içerisinde daha fazla çıkışa neden olur. Keza mevduat çıkışı devam ettikçe kriz olasılığı artar ve bu da daha fazla çekilişi tetikler.

Uzun zamandır bilinmekte olan bu kırılma noktalarını telafi etmek üzere piyasalar, kurumlar ve politika yapımcılar farklı mekanizmalar geliştirmişlerdir (Dewatripoint ve Tirole, 1994). Aracı kuruluşlar, kırılma noktalarını asgariye tutmak üzere risk yönetim stratejileri uygulamaktadırlar. Mevduat sigortası da küçük mudilerin endişelerini giderip koordinasyon sorunlarını azaltmaktadır. Son borç verme mercii olan merkez bankaları, stresin arttığı zamanlarda bankalara kısa vadeli acil likidite sağlayarak stresi azaltmaya destek olabilmektedirler. Devlet garantisi, sermaye desteği ve sorunlu varlıkların satın alınması gibi politika müdahaleleri finansal çalkantı durumlarında sistemik riski azaltmaya yardımcı olur.

Düzenlemeler ve denetim tedbirleri gerekli olmakla birlikte, yanlış tersim ve hatalı uygulamalar bankacılık krizi olasılıklarını azaltmak yerine artırabilir. Düzenlemeler, faiz oranı, kur ve vade gibi bilanço dengesizlikleri ya da başka faaliyetler kaynaklı kırılma noktalarını azaltmayı amaçlar. Ne var ki düzenlemeler, denetim ve gözetim çoğunlukla finansal yeniliklerin arkasından gelmektedir. Bunların tersimi ve uygulanmaları yeterince iyi olmayabilir. Kamu desteğinin doğrudan bozucu etkileri de mevcuttur (Barth vd., 2006). Açık ya da zımnî mevduat sigortası gibi devlet garantilerinin neden olduğu ahlaki zafiyet, bankaların daha yüksek kaldıraç oranlarıyla çalışmalarına neden olabilmektedir. İflas için çok büyük olduğunu bilen bankalar aşırı risk alarak sistemik kırılma noktalara neden olabilmektedirler⁷.

3.4.1. Mevduat Kaçışları

Mevduat kaçışlarının birçok örneği zaman içerisinde farklı ülkelerde gözlenmiştir. ABD’de, 1800’lerde ve 1900’lerin başlarında mevduat kaçışları çok yaygındı. 1933 yılında mevduat sigortası uygulamaya konulunca mevduat kaçışları görülmez olmuştur (Calomiris ve Gorton, 1991). Mevduat sigortalı, mevduat kaçışlarının gelişmiş ülkelerde seyrekleşmesini sağlamıştır⁸. Bununla birlikte İngiltere’de, konut finansmanında uzmanlaşmış bir banka olan Northern Rock, gelişmiş ülkelerde mevduat kaçışına ilişkin yakın tarihli bir örnektir (Shin, 2009). Toptan finansmanda hızlı geri çekilmeler, birkaç yatırım bankasının ve bazı ticari bankaların büyük likidite sıkıntısıyla karşı karşıya kaldığı 2007-09 mali krizi sırasında da gerçekleşmiştir. 1997 Asya Finansal Krizinde olduğu gibi, mevduat kaçışları gelişmekte olan ülkelerde yirminci yüzyıl boyunca görülmeye devam etmiştir.

Yaygın mevduat kaçışları banka dışı finansal kurumlarda da görülebilmektedir. Örnek olarak 2008 güzünde ABD’de bazı yatırım fonlarının değeri, defter değerlerinin altına düşmüştür. Bu, diğer yatırımcıları da endişeye sürükleyerek tüm yatırım fonlarından çıkışa neden olmuştur (Schmidt vd., 2016). Bu nedenle devlet garantisi getirilmiştir. 2007-09 krizinin de güvenli liman arayışı sonucu ortaya çıkan likidite krizi olarak tanımlandığı olmuştur (Gorton, 2009).

3.4.2. Aktif Kalitesi ve Denetim

Fonlama ve likidite sorunları, bankacılık krizleri için tetikleyici unsurlar olmakla birlikte, bankacılık krizlerinin asıl nedeninin varlık piyasaları olduğu iddiası da incelemeye değerdir. Bankacılık krizleri her ne kadar bilançonun pasif tarafıyla ilgili gibi görünmektense de aslında bir aktif sorundur. Bankalar, verdikleri kredileri tahsilde zorlandıklarında ve portföylerinde tuttukları kıymetler değer yitirdiğinde sorun yaşarlar. 80’li yıllarda İskandinav ülkelerinde, 90’larda Japonya’da ve 2010’da Avrupa’da yaşanan krizler hep böyle krizlerdir. Bu krizlerin hiçbirinde mevduat kaçışı

⁷ Ranciere ve Tornell (2011) finansal yeniliklerin kurumlar için sistemik kurtarılmayı kesin hale getirdiğini modellemekte ve bunu 2007 ABD finansal krizi çerçevesinde tartışmaktadırlar.

⁸ Mevduat sigortası ilk olarak ABD’de uygulama konulmuşsa da 2. Dünya Savaşı sonrasında gelişmiş ülkelerin çoğunda ve kimi gelişmekte olan ülkelerde de uygulanmaya başlanılmıştır (Demirgüç, Kunt, Kane ve Laeven, 2008).

yaşanmamıştır. Emlak sektörüne verilen kredilere bağlı olarak bankalar sermaye kaybına uğramış ve devlet desteğine ihtiyaç duymuşlardır. Eşikaltı krediler başta olmak üzere ipotek kredileri 2007-09 krizinin ana sebepleridir. Bu gibi sorunlar uzunca süre gizli kalabilir ve ancak finansal sistem bunları fonlayamaz hale geldiğinde gün yüzüne çıkarlar.

Her ne kadar gerçek sebepleri tam olarak tespit edilemeyebilir ve riskler önceden görülemeyebilirse de bankacılık krizleri ve diğer finansal panikler ender görülen vakalar değildir. Bankalara ilişkin endişelerin ortaya çıktığı zamanlar, konjonktürel dalgalanmaların zirveye yaklaştığı ve artık durgunluk olasılıklarından bahsedilmeye başlandığı dönemlerdir, ki bu dönemlerde kredi ödemelerinde zorlukların baş gösterebileceği tartışılmaya başlanır.

Sıkıntı yaşayan bir ya da birkaç bankaya devletin geçici destek sağladığı söylentileri en yaygın panik başlatıcısıdır. Yapılan çalışmalar, bankacılık krizlerinin 4 temel ortak özelliğine işaret etmektedir (Lindgren vd., 1996; Barth vd., 2006). Bunlar; ahlaki zafiyet ve mevduata aşırı güvence verilmesine bağlı olarak ortaya çıkan zayıf piyasa disiplini, piyasaların yeterince bilgilendirilmemesi, zayıf kurumsal yönetim çerçevesi ve çıkar çatışmasına bağlı olarak yetersiz denetimdir.

Uzmanlık, denetleme kapasitesi ve mevzuatta gözlenen iyileşmelere rağmen mevzuat ve denetim eksiklikleri hala krizlerin en önemli sebepleri arasında sayılabilmektedir. Cihak ve diğerleri (2012) düzenleme ve denetim zayıflıklarının 2007-09 krizindeki rolüne işaret etmişlerdir. Barth ve diğerleri (2006, 2012), sadece düzenleme ve denetime bel bağlamanın yanlış olduğunu tartışmaktadırlar. Aksine, piyasa disiplini ile mevzuat ve denetimin dikkatli bir şekilde dengelenmesinin önemine işaret etmektedirler. Bunun yanı sıra, mülkiyet haklarını koruyan, küresel finansal sistemle angaje ve rekabetçi bir kurumsal altyapı da sağlanmalıdır. Siyasi istismar ve yolsuzluk gibi finansal istikrarı tehdit edebilecek unsurlar engellenmelidir.

Finansal sektör çeşitli biçimlerde devlet desteği alabildiğinden, krizlere neden olabilecek politika bozulmalarının görülmesi gayet olasıdır. ABD’de hükümet destekli kuruluşlar Fannie Mae ve Freddie Mac aracılığıyla konut finansmanına sağlanan destek, aşırı risk alımına neden olarak 2007-09 krizine ortam hazırlamıştır. Aynı anda gözlemlenen, yukarıda bahsi geçen hususların krizler üzerinde etkilerini ayrı ayrı ölçmek mümkün değildir. Sıklıkla bahsedilen dört özellik, varlık fiyatlarında sürdürülemez hale gelen artışlar, aşırı borç yüklerine yol açan kredi patlamaları, marjinal kredilerin ve dolayısıyla sistemik riskin birikmesi ve mevzuat ve denetimin finansal yeniliklere ayak uydurup, krizin önüne geçmede başarısız olmasıdır.

4. Bulgular ve tartışma

Daha önce de ifade edildiği üzere, kur krizleri ve ani duruşlar niceliksel yaklaşımlara uygun olsa da borç ve bankacılık krizlerinin tespiti nitel ve yargısal analizlere dayanmaktadır. Kur krizleri, döviz kurlarında büyük değişiklikler ve buna bağlı yüksek enflasyon dönemleri içerdiğinden, tespit edilmeleri nispeten kolaydır. Reinhart ve Rogoff (2009b), kriz dönemlerini, ilgili değişkenler için eşik değerler atayarak tespit etmişlerdir. Kur krizleri için yılda yüzde 15’i aşan bir döviz kuru artışını kriz olarak kabul ederken, enflasyon için yılda yüzde 20’lik bir eşik benimsemişlerdir⁹.

Uluslararası rezervlerdeki azalışlar veya faiz oranlarındaki artışlar da döviz kuru baskısını emebilir ve kurlardaki dalgalanmaları azaltabilir. Dolayısıyla bu gibi durumların da dikkate alınması gerekir. Bu konuya dikkat çekmek üzere Eichengreen ve diğerleri (1995) ile başlamak üzere birçok çalışma

⁹ Kapsamlı analizleri, başlıca değişim aracının madeni paralar olduğu 1258-1799 yılları arasını da içermektedir.

yapılmıştır. Çoğunlukla, cari döviz kuru değişiklikleri, uluslararası rezerv hacmi ve faiz oranlarını temel alan bir spekülâtif baskı bileşik endeksi oluşturulmaktadır. Ağırlıklar, bileşenlerin varyansını dengeleyecek şekilde seçilerek, bir bileşenin diğer bileşenlerden daha baskın olması engellenmektedir. Ardından, belirlenen eşik değerler ile hem kur değişimleri hem de spekülâtif baskı dönemleri takip edilerek krizler tespit edilmektedir¹⁰.

Ani duruş ve ödemeler dengesi krizlerinin de niceliksel olarak tespiti mümkündür. Calvo ve diğerleri (2004), sistemik ani duruşları, sermaye akımlarında ani tersine dönüşler olarak tanımlamışlardır. Calvo ve diğerleri (2008), ani duruşun beklenmedik olmasını karşılamak üzere, sermaye akımındaki yıllık düşüşün ortalamasının en az iki standart sapma altında ve başlangıcının da en az bir standart sapma aşağıda olduğunda, bitişinin ise en az 1 standart sapma yukarıda olduğunda gerçekleştiğinin kabul edilmesi koşullarını eklemiştir.

Bazı çalışmalar üretimde de düşüş şartı koşmuşken daha sonra bu şart, yabancı sermaye arzında sert değişimi ifade etmek üzere, Yükselen Piyasalar Tahvil Getiri Farkları Endeksinde büyük sıçramalar ile değiştirilmiştir (Calvo vd., 2008). Cardarelli ve diğerleri (2010), yüksek sermaye girişi döneminin, sonraki yılda net özel sermaye girişlerinin GSYİH'ya oranının, dönem sonundaki orandan yüzde 5 daha düşük olmasıyla bitmesi halini ani duruş olarak kabul etmişlerdir.

Ödemeler dengesi krizinin de sermaye akımı verisi yardımıyla tespiti mümkündür. Forbes ve Warnock (2012) net sermaye akımları yerine brüt akımları dikkate almışlardır.

Farklı biçimlerde sınıflandırılrsa dahi dış borç krizlerinin başlangıcının tespiti çoğunlukla kolaydır. Temerrüt, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının tanımlamaları ya da uluslararası finans kuruluşlarınca sağlanan bilgilere bağlı olarak tespit edilmektedir (McFadden vd., 1985; Sturzenegger ve Zettelmeyer, 2007). Tanımlamada dikkate alınan hususların neler olacağı, tek ya da birden çok yükümlülükte temerrüdün şart olup olmadığı, tahvil ödemesinde temerrüt aranması gerekir gerekmediği, sadece bir itfanın zamanında yapılmamasının temerrüt olarak tanımlanıp tanımlanamayacağı konuları tartışmalıdır. Temerrüdün sonunun tespiti ise zordur. Ülke hazinesinin uluslararası finansal piyasalara tekrar erişim sağlayabilmesi krizin sonu olarak kabul edilebilirken, ülkenin kredi notu alması gerektiği de iddia edilebilmektedir (IMF, 2005, 2011).

İç borç krizlerinin tespiti dış borç krizlerinin tespitinden daha zordur. Abbas ve diğerleri (2011) ve Reinhart ve Rogoff (2009b) ülkelerin iç borç istatistiklerini derlemiştir. İç borçta temerrüt sadece vadesi geldiğinde edimini yerine getirmemek değildir. Yüksek enflasyon ya da faiz getirisine sonradan vergi konulması da temerrüttür. Bundan başka, zorunlu faiz veya anapara ayarlamaları ya da dönüştürmeleri, borcun alındığı birimle ödenmesi şartının iptali, paranın değersizleştirilmesi ve borç olarak verilen meblağın tamamının ya da bir kısmının mali baskı yoluyla devlette kalmasının sağlanması yöntemleri de temerrüttür. Reinhart ve Rogoff (2009b), tüm bu unsurları ele alarak temerrütlere ilişkin karmaşayı en aza indirmeye çalışmışlardır.

Bankacılık krizlerinin hem başlangıç hem de sonunun tespiti zordur. Bu krizler daha çok, tasfiyeye zorlamalar, birleşmeler, devletin birçok finansal kuruluşu devralması, mevduat kaçıışı ve devletin bir ya da daha fazla finansal kuruluşa destek sağlaması gibi unsurlar dikkate alınarak yapılan yargısal tespitler ile belirlenmektedir. Bankacılık krizlerinin etkisi uzun sürdüğünden bitişlerinin tespiti daha da zordur.

¹⁰ Frankel ve Saravelos (2012) ve Glick ve Hutchison (2012) yöntemleri değerlendirirken, Cardarelli, Elekdağ ve Köse (2010) bir uygulama sunmuşlardır.

Reinhart ve Rogoff (2009b) bankacılık krizlerinin başlangıcını iki tip olayla ilişkilendirmişlerdir. Bunlardan birincisi bankanın kapanması, birleşmesi ya da kamuya devrine yol açan mevduat kaçışlarıdır. Mevduat kaçışının olmadığı durumlarda ise önemli büyüklükte bir finansal kuruluş için yukarıda bahsi geçen durumlardan en az birinin zorunlu olarak gerçekleşmiş olması şartını aramaktadırlar. Bu yaklaşımla krizin geç ya da fazla erken olarak tespit edebileceğini ve bitişine ilişkin de bilgi verilmediğini kabul etmektedirler.

Farklı kriz türlerinin aynı anda ve aynı sebeplerle ortaya çıkması mümkündür. Ya da biri diğerinin sebebi olabilmektedir. Bu durumda krizin türünün tespiti daha da zordur. Gelişmekte olan ülkelerde krizler çoğunlukla kur ve bankacılık krizi olarak başlamakta, ani duruşa neden olmakta ve borç krizine dönüşebilmektedir. Krizlerin tespiti ve tarihlendirilmesindeki zorluklar, sıklık, dağılım ve etkilerinin tespitini de zorlaştırmaktadır.

2007'den önceki 30 yıl boyunca krizlerin tamamına yakını sadece gelişmekte olan ekonomilerde gerçekleşmiştir. 1970 ve 80'lerde Güney Amerika'da, 1995'te Meksika'da ve 1990'larda Doğu Asya ülkelerinde finansal krizler gözlenmiştir. Bugün gelişmiş ülkeler arasında olan Avustralya, İngiltere, İspanya ve ABD de 1800'lü yıllarda, bugünün gelişmekte olan ülkelere benzer biçimde finansal krizlerden muzdariptiler. İlaveten yakın zamanda İskandinav ülkeleri ve Japonya da finansal krizle mücadele etmek zorunda kalmıştır. 2007'de ABD'de başlayan ve akabinde diğer gelişmiş ülkeleri dahi etkileyen eşik-altı yatırım araçları krizi, finansal krizlerin hala gelişmiş ekonomileri de etkileyebildiğini göstermiştir.

Tanımları gereği, kur ve ani duruş krizleri kısa sürelidir. Son dönem krizlerinin daha kısa sürdüğü ifade edilebilecekse de bankacılık krizlerinin etkileri nispeten uzun sürmektedir. Büyük reel ve mali etkileri ile tutarlı olarak bitiş tarihlerinin tespiti zor olan bankacılık krizleri en uzun süren krizlerdir.

Nitekim, daha önce de ifade edildiği üzere farklı krizler bir arada gözlenebilmektedir. Kur krizleri sıklıkla bankacılık krizleriyle bir arada olmakta ve çifte kriz olarak isimlendirilmektedir (Kaminsky ve Reinhart, 1999). İlaveten, ani duruş krizleri kur krizleriyle bir arada ortaya çıkabilmekte ve bazen borç krizleri de bunlara eklenebilmektedir. Krizlerin reel ve finansal sonuçları genellikle ağır ve farklı kriz türleri için benzerdir.

4.1. Reel Etkiler

Ortalama 18 ay süren kriz nedenli durgunluklar, sıradan durgunluklardan 6 ay daha uzundur. Buna mukabil üretim düşüşü de sıradan bir durgunluktan çok daha fazladır (Claessens vd., 2009, 2012). Toplam kayıp, trend büyüme oranı ile krizi takip eden yıllarda gerçekleşen ortalama büyüme oranı arasındaki farktan tespit edilebilir. Bu yöntemi kullanarak Laeven ve Valencia (2014), bankacılık krizlerinin ilk dört yılda sebep olduğu ortalama kaybın GSYH'nın %23'üne denk geldiğini hesaplamışlardır¹¹.

Krizler çoğunlukla farklı makro-iktisadi göstergelerde azalışlarla ilişkilendirilmektedir. Krizlerin neden olduğu durgunlukların, tüketim, yatırım, sınai üretim, istihdam ve dış ticaret üzerinde, diğer durgunluk dönemlerine nazaran yüksek etkileri olmaktadır. Öyle ki, yükselen piyasalarda, kriz sonrasında tüketimde görülen azalma diğer durgunluklarda görülenin 7 ila 10 katı kadardır

¹¹ Kriz öncesinde ekonomilerin aşırı büyüme patikasında olduğu kabul edilerek bu hesaplamaların gerçekte olandan fazla kayba işaret ettiği iddia edilebilir.

(Claessens ve Köse, 2014). Krizsiz durgunluklarda büyüme azalmakla birlikte negatif olmamaktadır. Fakat finansal kriz sonrasında büyüme negatife dönebilmektedir.

2007-2009 krizi, 2. Dünya Savaşı'ndan bu yana yaşanan en sert durgunluğa neden olarak dünya ekonomisinde 2009 yılında %2'lik bir daralmaya yol açmıştır. 2009'a ek olarak dünya ekonomisi savaş sonrası yıllarda iki küresel kriz ve daralma daha geçirmiştir. 1982'de Arjantin'in temerrüde düşmesiyle başlayan ve daha sonra Brezilya, Meksika, Şili ve Venezüella'yı da içine alan kriz, 10 yıllık durgunluğa neden olmuştur. 1991 yılında da küresel durgunlukla birlikte birçok ülkede finansal kriz gözlenmiş, ABD kredi piyasalarında sıkıntı yaşanırken, Japonya'da varlık balonu patlamıştır. Dünya ekonomisi yıllık ortalama %2 büyürken 1982 yılında %0,8, 1991 yılında ise %0,2 küçülmüştür.

Kannan ve diğerleri (2013), kriz sonrası toparlanmanın, zayıf iç talep ve sıkı kredi koşullarına bağlı olarak, yavaş olduğunu göstermişlerdir. Reinhart ve Rogoff (2009b), Jorda ve diğerleri (2011), Papell ve Prudan (2012) ve Claessens ve diğerleri (2012) de benzer sonuçlar elde etmişlerdir. Abiad ve diğerleri (2013), finansal krizlerin orta vadeli etkilerini incelemiş ve bankacılık krizleri sonrasında üretimin ciddi ölçüde baskılandığını tespit etmişlerdir.

Özellikle bankacılık krizlerinin kamu bütçesine maliyeti çok yüksektir. Üretim kaybına ek olarak, finansal sektörün yeniden yapılandırılması bütçeye büyük yük getirmektedir. Laeven ve Valencia (2014), bankacılık krizlerinin neden olduğu maliyetlerin ortalama olarak GSYİH'nın yüzde 6,8'ine ulaştığını hesaplamışlardır.

Borç krizleri de reel ekonomi için maliyetli olmaktadır. Borenstein ve Panizza (2009), Levy-Yeyati ve Panizza (2011) ve Furceri ve Zdzienicka (2012) borç krizlerinin GSYH'da ciddi kayıplara neden olduğunu göstermişlerdir. Furceri ve Zdzienicka (2012), borç krizlerinin bankacılık ve kur krizlerinden daha maliyetli olduğunu ve 1 yıl içinde %3-5, 8 yıl içinde ise %6-12'lik bir çıktı kaybına neden olduğunu tartışmışlardır. Gupta ve diğerleri (2007) kur krizlerinin çoğunlukla daraltıcı olduğunu tespit etmişlerdir.

Finansal krizler nedeniyle ekonomi yavaşlarken finansal sistemin yeniden yapılandırılmasının maliyeti kamu borcunda hızlı artışa neden olmaktadır. Reinhart ve Rogoff (2009a), kriz dönemlerinde vergi gelirleri ciddi biçimde azalırken hükümet harcamalarının çok arttığını tartışmışlar, bankacılık krizleri sonrası üç yılda kamu borcunun ortalama %86 arttığını bulmuşlardır. Laeven ve Valencia (2014) daha geniş bir veri seti kullanarak 147 sistemik bankacılık krizinde kamu borcunda medyan artışı %12 olarak tespit etmişlerdir. Genişletici maliye politikaları ve durgunluğa bağlı olarak azalan vergi gelirleri gibi dolaylı maliyetler dahil olmak üzere yakın dönem krizlerin gelişmiş ülkelere maliyeti, gelişmekte olanlardan daha fazla olmuştur. Reinhart ve Rogoff (2011)'un hesaplamalarına göre söz konusu maliyetler sırasıyla GSYH'nın %21 ve %9'una eşittir.

Her ne kadar asli sebepleri ampirik çalışmalarla net biçimde tespit edilememişse de ani duruşlar çok maliyetlidir (Claessens ve Köse, 2014). 1975-1997 yıllarını kapsayan bir panel veri seti kullanarak Hutchison ve Noy (2006) 24 yükselen piyasa ekonomisi için kur krizinin çıktıda %2-3 gibi bir azalmaya neden olurken ani duruşun, kriz yılında ilave %6-8 kadar bir kayba neden olduğunu tespit etmişlerdir. Edwards (2004), ani duruş ve cari hesap dönüşlerinin birbiriyle ilişkili ve özellikle gelişmekte olan ekonomiler üzerinde etkilerinin yüksek olduğunu tespit etmiştir. Cardarelli ve diğerleri (2010) 1987'den 2007'ye, 52 ülkeye 109 adet yüksek hacimli özel sermaye giriş dönemini incelemişlerdir. Sermaye girişinin durması sonrasında gözlenen GSYH kaybının sermaye girişi döneminin %3, bundan 2 yıl öncesinin ise %2 altında olduğunu tespit etmişlerdir. Bu dalgalanmalara, sermaye girişi döneminde cari açıkta önemli bir bozulma ve sonundaysa keskin bir tersine dönüş eşlik etmiştir.

4.2. Finansal etkiler

Claessens ve diğerleri (2012), kredi arzının daraldığı, emlak ve hisse fiyatlarının çöktüğü dönemlerde gelişmiş ekonomilerde kredilerin %7, emlak fiyatlarının %12 ve hisse değerlerinin %15'ten fazla gerilediğini tespit etmişlerdir. Kriz dönemlerinde, varlık fiyatları ve kredilere ilişkin olarak, gelişmekte olan ve gelişen ülkelerde benzer durumlar gözlenmekle birlikte, bu gerilemelerin şiddet ve süresi, gelişmekte olan ülkelerde daha fazla olmaktadır.

Krizlerin reel ekonomiye temel etkisi kredi musluklarının kapanması üzerindedir. Klingebiel ve diğerleri (2007) ve Dell'Araccia ve diğerleri (2008) bir bankacılık krizi sonrasında, dış kaynağa bağımlı olan sektörlerin, bankaların kredi verme kapasitelerinin gerilemesine bağlı olarak yavaşladıklarını göstermişlerdir. Kredi arzında daralma nedeniyle oluşan bir durgunluk sonrasında toplam çıktı ve bileşenlerinin toparlanması, kredilerde ve ev fiyatlarında canlanmadan önce gerçekleşmektedir. Emlak fiyatlarının çökmesiyle oluşan durumda da gözlenen böyledir. Emlak fiyatlarında düşüşle birlikte gözlenen durgunluk sonrasında ekonomi, henüz emlak fiyatları dibi bulmamışken canlanmaya başlar.

Kredisiz toparlanma hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ekonomilerde karşılaşılabilen bir durumdur. Ani duruş sonrasında kredisiz büyüme birçok gelişmekte olan ekonomi için sıradan bir vakadır (Calvo vd., 2006). Özellikle bankacılık krizleri ve kredi patlaması sonrasında kredisiz toparlanma çok beklenen bir durumdur. Bu dönemlerde ortalama GSYH büyümesi normal toparlanmadan üçte bir daha düşüktür.

Kredisiz toparlanma ve varlık fiyatlarında artış bir dizi unsurun bir sonucudur. Öncelikle, tüketim, toparlanmanın asli belirleyicisidir. Bilhassa özel tüketim, çıktı artışının en büyük destekçisidir. Firma ve hane halkları banka dışı kaynaklardan da finansman sağlayabilmektedirler. İlâveten, kredi yoğun sektörlerden diğer sektörlere geçiş olabilmekte ve böylece toplam kredi genişlemekten üretkenlik ve çıktı artabilmektedir.

5. Sonuç

Finansal krizleri kur, ani duruş, borç ve bankacılık krizleri olarak dört başlıkta ele almak mümkündür. Bu ayrım, sözü edilen krizlerin sebeplerinin farklı zamanlarının ayrı olacağı anlamına gelmemektedir. Finansal krizler aynı ya da farklı sebeplerin sonucu olabileceği gibi, aynı zamanda da olabilirler ve hatta birbirine sebep olacak biçimde birbirini de izleyebilir. Kur krizleri sıklıkla bankacılık krizleriyle birlikte gözlenmekte ve çifte kriz olarak isimlendirilmektedir. Bunlara, ani duruş ve borç krizlerinin de eklendiği görülebilmektedir.

Finansal krizlerde yatırımcıların rasyonel olmayan davranışları da etkili olabilmekteyse de daha çok politika yapıcıların miyop ve hatalı kararları ya da düzenleme ve denetim eksikliği gibi unsurlar etkili görünmektedir. Bankacılık ve kur krizleri öncesinde en sık rastlanan durum hızlı ve aşırı kredi genişlemesidir. Asimetrik bilgi ve ahlaki risk gibi unsurların da desteğiyle kredi koşulları gevşeyebilmekte ve kredi hacmi hızla artabilmektedir. Bu da ekonomide yalancı bir canlanmaya neden olabilmekte, emlak ve hisse senetleri başta olmak üzere varlık fiyatları aşırı artabilmektedir. Bu esnada gerek finansal kısıtlar gerekse de yatırımcıların rasyonel ya da rasyonel olmayan davranışlarının da birer neticesi olarak balonlar oluşabilmekte, farklı sebeplerle bu balonların patlaması da krizin açığa çıkmasına neden olabilmektedir.

Her ne kadar 2007 öncesi 30 yılda, finansal krizler daha çok gelişmekte olan ekonomilerin konusu olmuşsa da 2007-2009 krizi, finansal inovasyonların zamanında düzenlenememesi ve yeterince

denetlenmemesinin gelişmiş ekonomileri dahi kırılgan hale getirebildiğini gözler önüne sermiştir. Gereğince düzenlenip denetlenmeyen yeni finansal araçlar ABD’de konut kredilerinin hızla genişlemesine neden olmuş, oluşan balonun patlaması sonrasında da sadece ABD değil, tüm dünya ekonomisi olumsuz etkilenmiştir. Dolayısıyla finansal yeniliklerin tasarımı ve neyin önce neyin sonra gelmesi gerektiği hususu büyük önem arz etmektedir.

Finansal krizlerin önceden tespiti zor olmakla birlikte oldukça önemlidir. Yüksek kaldıraç oranlarına sahip ekonomilerde güven kaybının an meselesi olmasına ek olarak, finansal krizlerin yapısının iktisadi ve finansal koşullara bağlı olarak değişebilir olması da bu durumda belirleyicidir. Yine de mevcut yöntemlerin gözden geçirilmesi ve erken uyarı modellerinin tartışılması burada ele alınan konuları tamamlayacak bir çalışma olabilecektir.

Yazar beyanları/ Author statements

Veriler etik onay gerektirmeyen kaynaklardan toplandığı için, çalışma etik kurul izni gerektirmemektedir. Makale araştırma ve yayın etiğine uygun olarak hazırlanmıştır.

Kaynakça

- Abbas, S.A., Belhocine, M., El Ganainy, A. & Horton, M. (2011). Historical Patterns and Dynamics of Public Debt: Evidence from a New Database, *IMF Economic Review*, 59(4), s. 717–742.
- Abiad, A., Balakrishnan, R., Brooks, P.K. Leigh, D. & Tytell, I. (2013). What’s the Damage? Medium-Term Output Dynamics after Financial Crises, (Ed: Claessens, S. Kose, M. A. Laeven, L. & Valencia, F.) *Financial crises: causes, consequences, and policy responses*, s.277-307, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Aguiar, M. & Gopinath, G. (2006). Defaultable Debt, Interest Rates and the Current Account, *Journal of International Economics*, 69(1), s.64–83.
- Allen, F. & Gale, D. (2007). *Understanding Financial Crises*, Oxford, United Kingdom: Oxford University Press.
- Aydın, S. (2011), Finansal Piyasalarda Gürültücüler, *İktisat, İşletme ve Finans*, 26(304), s.9-36.
- Aydın, S. & Tunç, C. (2024). A farewell to Greenspan-Guidotti rule: has the role of short-term debt as a reserve adequacy indicator disappeared? *Applied Economics Letters*, doi: 10.1080/13504851.2024.2322590
- Barberis, N. & Thaler, R. (2003). A Survey of Behavioral Finance, (Ed: Constantinides, G. M., Harris, M. ve Stulz, R.) *Handbook of the Economics of Finance*, s. 1051–121 Amsterdam: Elsevier.
- Barth, J., Caprio, G. & Levine, R. (2006). *Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern*, New York: Cambridge University Press.
- Barth, J., Caprio, G. & Levine, R. (2012). *Guardians of Finance: Making Regulators Work for Us*, Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- Blanchard, O.J. & Watson, M.W. (1982). Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets, (Ed: Wachtel, P.) *Crises in the Economic and Financial Structure*, s. 295-316. Lexington, MA: D.C. Heathand Company.
- Blanco, H. & Garber, P.M. (1986). Recurrent Devaluation and Speculative Attacks on the Mexican Peso, *Journal of Political Economy*, 94(1), s.148–166.
- Borensztein, E. & Panizza, U. (2009). The Costs of Sovereign Default, *IMF Staff Papers*, 56(4), s.683–741.
- Branch, W. & Evans, G.W. (2011). Learning about Risk and Return: A Simple Model of Bubbles and Crashes, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(3), s.159–191.
- Brunnermeier, M. (2001). *Asset Pricing under Asymmetric Information: Bubbles, Crashes, Technical Analysis and Herding*, Oxford, United Kingdom: Oxford University Press.

- Bulow, J. & Rogoff, K. (1989). A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt, *Journal of Political Economy*, 97(1), s.155–178.
- Burnside, C., Eichenbaum, M. & Rebelo, S. (2001). On the Fiscal Implications of Twin Crises, *Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper*, No. 01-02.
- Burnside, C., Eichenbaum, M. & Rebelo, S. (2004). Government Guarantees and Self-Fulfilling Speculative Attacks, *Journal of Economic Theory*, 119, s.31–63.
- Calomiris, C.W. (1991). The Origins of Banking Panics: Models, Facts, and Bank Regulation, Ed: Hubbard, R.G. *Financial Markets and Financial Crises*, Cambridge, Massachusetts: NBER Books, s.107–173.
- Calvo, G.A. (2000). Betting against the State: Socially Costly Financial Engineering, *Journal of International Economics*, 51(1), s.5–19.
- Calvo, G.A., Izquierdo, A. & Mejía, L.-F. (2004). On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects, *NBER Working Papers*, 10520.
- Calvo, G.A., Izquierdo, A. & Mejía, L.-F. (2008). Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration, *NBER Working Papers*, 14026.
- Calvo, G.A., Izquierdo, A. & Talvi, E. (2006). Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises, *NBER Working Papers*, 12101.
- Calvo, G.A. & Reinhart, C. (2000). When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options, *MPRA Paper*, 6982.
- Cardarelli, R., Elekdag, S. & Kose, M.A. (2010). Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses, *Economic Systems*, 34(4), s.333–56.
- Chang, R. & Velasco, A. (2000). Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy, (Ed: Bernanke, B.S. ve Rotemberg, J.J.) *NBER Macroeconomics Annual 1999*, s.11–78. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- Chen, J., Hong, H. & Stein, J.C. (2002). Breadth of Ownership and Stock Returns, *Journal of Financial Economics*, 66(2–3), s.171–205.
- Cihak, M., Demirgüç-Kunt, A., Soledad Martínez Pería, M. & Mohseni-Cheraghloo, A. (2012). Bank Regulation and Supervision around the World: A Crisis Update, *World Bank Policy and Research Working Paper*, 6286.
- Claessens, S., Dell’Ariccia, G., Igan, D. & Laeven, L. (2010). Cross-Country Experience and Policy Implications from the Global Financial Crisis, *Economic Policy*, 25(April), s.267–93.
- Claessens, S., & Köse, M.A., (2014). Financial Crises: Explanations, Types, and Implications, (Ed: Claessens, S., Kose, M. A., Laeven, L. ve Valencia, F.) *Financial crises: causes, consequences, and policy responses*, s.3-59, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Claessens, S., Kose, M.A. & Terrones, M.E. (2009). What Happens during Recessions, Crunches and Busts? *Economic Policy*, 60, s.653–700.
- Claessens, S., Kose, M.A. & Terrones, M.E. (2010). Financial Cycles: What? How? When? *NBER International Seminar in Macroeconomics 2010*.
- Claessens, S., Kose, M.A. & Terrones, M.E. (2012). How Do Business and Financial Cycles Interact? *Journal of International Economics*, 87, s.178–90.
- Corsetti, G., Pesenti, P. & Roubini, N. (1999). Paper Tigers? A Model of the Asian Crises, *European Economic Review*, 43(7), s.1211-1236.
- Crowe, C., Dell’Ariccia, G., Igan, D. & Rabana, P. (2013). Policies for Macro-Financial Stability: Managing Real Estate Booms and Busts. (Ed: Claessens, S., Kose, M. A., Laeven, L. & Valencia, F.) *Financial crises: causes, consequences, and policy responses*, s.365-395, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Cumby, R.E. & van Wijnbergen, S. (1989). Financial Policy and Speculative Runs with a Crawling Peg: Argentina 1979–1981, *Journal of International Economics*, 27(1–2), s.111–127.

- Dell’Ariccia, G., Detragiache, E. & Rajan, R. (2008). The Real Effect of Banking Crises, *Journal of Financial Intermediation*, 17(1), s.89–112.
- Dell’Ariccia, G. & Marquez, R. (2006). Lending Booms and Lending Standards, *Journal of Finance*, 61(5), s.2511–2546.
- Demirgüç-Kunt, A., Kane, E.J. & Laeven, L. (2008). Determinants of Deposit-Insurance Adoption and Design, *Journal of Financial Intermediation*, 17(3), s.407–438.
- Dewatripont, M. & Tirole, J. (1994). *The Prudential Regulation of Banks*, Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- Diamond, D. & Rajan, R. (2001). Banks Short-Term Debt and Financial Crises: Theory, Policy Implications and Applications, *Carnegie-Rochester Conference Series*, 54, s.37–71.
- Eaton, J. & Gersovitz, M. (1981). Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis, *Review of Economic Studies*, 48(2), s.289–309.
- Edwards, S., (2004). Financial Openness, Sudden Stops, and Current-Account Reversals, *American Economic Review*, 84(2), s.59–64.
- Eichengreen, B., Rose, A.K. & Wyplosz, C. (1995). Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System, *Working Papers in Applied Economic Theory*, 95-04.
- Eisenhardt, K.M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review, *The Academy of Management Review*, 14(1), s.57-74.
- Fama, E.F. (1998). Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioural Finance, *Journal of Financial Economics*, 49(3), s.283–306.
- Flood, R. & Marion, N.P. (1997). Policy Implications of ‘Second-Generation’ Crisis Models, *IMF Working Paper*, 97/16.
- Forbes, K.J. & Warnock, F. (2012). Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment, *Journal of International Economics*, 88(2), s.235-251.
- Frankel, J.A. & Rose, A.K. (1996). Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators, *Journal of International Economics*, 41 (3-4), s.351-366.
- Frankel, J.A. & Saravelos, G. (2012). Can Leading Indicators Assess Country Vulnerability? Evidence from the 2008–09 Global Financial Crisis, *Journal of International Economics*, 87(2), s.216–31.
- Furceri, D. & Zdzienicka, A. (2012). How Costly Are Debt Crises? *Journal of International Money and Finance*, 31(4), s.726–742.
- Glick, R. & Hutchison, M. (2012). Currency Crises, in *Encyclopaedia on Financial Globalization*, Amsterdam: Elsevier B.V.
- Gorton, G. (2008). The Panic of 2007, Maintaining Stability in a Changing Financial System, *Proceedings of the 2008 Jackson Hole Conference*, Missouri: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Gorton, G. (2009). Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007, *2009 Financial Markets Conference: Financial Innovation and Crisis*, May 11–13.
- Gorton, G. & He, P. (2008). Bank Credit Cycles, *Review of Economic Studies*, 75(4), s.1181–1214.
- Gupta, P., Mishra, D. & Sahay, R. (2007). Behaviour of Output during Currency Crises, *Journal of International Economics*, 72(2), s.428–50.
- Güneri, Ö.İ. & Durmuş, B. (2019). Sansürlü ve Sansürsüz Poission Regresyon Modellerinin Karşılaştırılması, *Karadeniz Fen Bilimleri Dergisi*, 9(2), s.359-76.
- Gürkaynak, R.S. (2008). Econometric Tests of Asset Price Bubbles: Taking Stock, *Journal of Economic Surveys*, 22(1), s.166–186.

- Hallwood, C.P. & MacDonald, R. (2000), *International Money and Finance*, Massachusetts: Blackwell.
- Harrison, J.M. & Kreps, D.M. (1978). Speculative Investor Behaviour in a Stock Market with Heterogeneous Expectations, *Quarterly Journal of Economics*, 92(2), s.323–336.
- Hirata, H., Kose, M.A., Otrok, C. & Terrones, M.E. (2012). Global House Price Fluctuations: Synchronization and Determinants, (Ed: Francesco G. ve West K.) *NBER International Seminar on Macroeconomics 2012*, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- Hong, H., Scheinkman, J. & Xiong, W. (2008). Advisors and Asset Prices: A Model of the Origins of Bubbles, *Journal of Financial Economics*, 89(2), s.268–287.
- Hutchison, M.M. & Noy, I. (2006). Sudden Stops and the Mexican Wave: Currency Crises, Capital Flow Reversals and Output Loss in Emerging Markets, *Journal of Development Economics*, 79, s.225–48.
- International Monetary Fund (IMF), (2005). *Information Note on Modifications to the Fund's Debt Sustainability Assessment Framework for Market Access Countries*, Washington.
- International Monetary Fund (IMF), (2011). Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis, *Policy Paper*, Washington.
- Jeanne, O. (2003), Why Do Emerging Economies Borrow in Foreign Currency? *IMF Working Paper*, 03/177.
- Jorda, O., Schularick, M. & Taylor, A.M. (2011). Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons, *IMF Economic Review*, 59(2), s.340–378.
- Kaminsky, G., Lizondo, S. & Reinhart, C. (1998). Leading Indicators of Currency Crisis, *IMF Staff Papers*, 45(1), s.1–48.
- Kaminsky, G. & Reinhart, C. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems, *American Economic Review*, 89(3), s.473–500.
- Kannan, P., Scott, A. & Terrones M.E., (2013). From Recession to Recovery: How Soon and How Strong? (Ed: Claessens, S. Kose, M. A. Laeven, L. & Valencia, F.) *Financial crises: causes, consequences, and policy responses*, s.239-274, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Klein, M.W. & Marion, N.P. (1997). Explaining the Duration of Exchange-Rate Pegs, *Journal of Development Economics*, 54(2), s.387-404.
- Kletzer, K.M. & Wright, B.D. (2000). Sovereign Debt as Intertemporal Barter, *American Economic Review*, 90(3), s.621–639.
- Klingebiel, D., Kroszner, R. & Laeven, L. (2007). Banking Crises, Financial Dependence and Growth, *Journal of Financial Economics*, 84(1), s.187–228.
- Korinek, A. (2011). Foreign Currency Debt, Risk Premia and Macroeconomic Volatility, *European Economic Review*, 55(3), s.371–85.
- Krugman, P. (1999). Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises, *International Tax and Public Finance*, 6(4), s.459–472.
- Kumar, M., Moorthy, U. & Perraudin, W. (2003). Predicting Emerging Market Currency Crashes, *Journal of Empirical Finance*, 10, s.427–454.
- Laeven, L. & Valencia, F. (2014). Systemic Banking Crises, (Ed: Claessens, S. Kose, M. A. Laeven, L. & Valencia, F.) *Financial crises: causes, consequences, and policy responses*, s.61-137, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Lansing, K.J., (2008), Speculative Growth and Overreaction to Technology Shocks, *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, 08.
- Levy-Yeyati, E.L. & Panizza, U. (2011). The Elusive Costs of Sovereign Defaults, *Journal of Development Economics*, 94(1), s.95–105.
- Lindgren, C.J., Garcia, G. & Saal, M. (1996). *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, Washington: IMF.

- Lo, A.W. & MacKinlay, A.C. (2001). *A Non-Random Walk Down Wall Street*, New Jersey: Princeton.
- Maddaloni, A. & Peydró, J.L. (2011). Bank Risk-Taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates: Evidence from the Euro Area and the U.S. Lending Standards, *The Review of Financial Studies*, 24(6), s.2121–2165.
- Magud, N.E., Reinhart, C.M. & Vesperoni, E.R. (2012). Capital Inflows, Exchange Rate Flexibility, and Credit Booms, *IMF Working Paper*, 12/41.
- McFadden, D., Eckaus, R., Feder, G., Hajivassiliou, V. & O'Connell, S. (1985). Is there life after Debt? An Econometric Analysis of the Creditworthiness of Developing Countries," (Ed: Smith, G. & Cuddington, J) *International Debt and the Developing Countries*, s.179-209, Washington: World Bank.
- McKinnon, R. & Pill, H. (1996). Credible Liberalizations and International Capital Flows: The Overborrowing Syndrome, (Ed: Ito, T. & Krueger, A.), *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, s.7–42, Chicago: University of Chicago Press.
- McKinnon, R. & Pill, H. (1998). International Overborrowing: A Decomposition of Credit and Currency Risks, *World Development*, 26(7), s.1267–1282.
- Mendoza, E.G., (2010). Sudden Stops, Financial Crises, and Leverage, *American Economic Review*, 100(5), s.1941–66.
- Mendoza, E.G. & Terrones, M. (2008). An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data, *NBER Working Paper*, 14049.
- Mendoza, E.G. & Terrones, M. (2012). An Anatomy of Credit Booms and Their Demise, *Journal of Economía Chilena*, 15, s.4–32.
- Milesi-Ferretti, G.M. & Tille, C. (2011). The Great Retrenchment: International Capital Flows during the Global Financial Crisis, *Economic Policy*, 26(66), s.285–342.
- Obstfeld, M., (1986). Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payment Crises, *American Economic Review*, 76(1), s.72–81.
- Panizza, U., Sturzenegger, F. & Zettelmeyer, J. (2009). The Economics and Law of Sovereign Debt and Default, *Journal of Economic Literature*, 47(3), s.651–98.
- Papell, D.H. & Prudan, R. (2012). The Statistical Behaviour of GDP after Financial Crises and Severe Recessions, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 12(3), s.1-29.
- Pastor, L. & Veronesi, P. (2006). Was There a Nasdaq Bubble in the Late 1990s? *Journal of Financial Economics*, 81(1), s. 61–100.
- Radelet, S. & Sachs, J. (1998). The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1(1), s.1–74.
- Rajan, R.G. (2005). Has Financial Development Made the World Riskier? *NBER Working Paper*, 11728.
- Ranciere, R. & Tornell, A. (2011). Financial Black-Holes: The Interaction of Financial Regulation and Bailout Guarantees, *CEPR Discussion Paper*, 8248.
- Reinhart, C.M. ve Rogoff, K.S. (2009a). The Aftermath of Financial Crises, *American Economic Review*, 99, s.466–72.
- Reinhart, C.M. & Rogoff, K.S. (2009b). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Rose, A.K. & Spiegel, M.M. (2011). Cross-Country Causes and Consequences of the 2008 Crisis: Early Warning, *European Economic Review*, 55(3), s.309–324.
- Scheinkman, J.A. ve Xiong, W. (2003). Overconfidence and Speculative Bubbles, *Journal of Political Economy*, 111(6), s.1183–1219.
- Schwert, G.W. (2003). Anomalies and Market Efficiency, (Ed: Constantinides, G.M., Harris, M. & Stulz, R.M. *Handbook of the Economics of Finance*, Amsterdam: Elsevier B.V., (1), s. 939–974.

- Shin, H.S. (2009). Reflections on Northern Rock: The Bank Run That Heralded the Global Financial Crisis, *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), s.101–119.
- Shleifer, A. (2000). *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioural Finance*, United Kingdom: Oxford University Press).
- Stiglitz, J. & Weiss, A. (1983). Alternative Approaches to Analysing Markets with Asymmetric Information: Reply [The Theory of ‘Screening,’ Education, and the Distribution of Income],” *American Economic Review*, 73(1), s.246–249.
- Sturzenegger, F. & Zettelmeyer, J. (2007). *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*, Cambridge, Massachusetts, and London: MIT Press.
- Wang, P. & Wen, Y. (2012). Speculative Bubbles and Financial Crises, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(3), s.184–221.

Summary

Financial crises come in different shapes and sizes and have lasting effects. As the interconnectedness of financial markets increases, the possibility of the spread of a crisis from one country to another also increases. So, knowing the definition, detection and possible effects of an approaching crisis is as important as the measures taken beforehand. In this study, financial crises are defined under the headings of exchange rate, sudden stop, debt and banking. Their detection, frequency and distribution are discussed, and thus it is aimed to contribute to the understanding of the measures that can be taken to avoid new crises. For this purpose, theoretical and practical studies examining developments in asset and credit markets during financial crisis periods are reviewed. By mapping the literature on financial crises, it was desired to lay the groundwork for new researches. It has been shown by discussions that rather than the irrational behaviour of investors, financial crises are caused by factors such as myopic and erroneous decisions of policy makers, or lack of regulation and supervision.

It is possible to deal with financial crises under four headings as exchange rate, sudden stop, debt and banking crises. This distinction does not mean that the causes or the timing of the aforementioned crises should be different. Financial crises may be the result of the same or different causes, or they may follow each other and even cause each other. Currency crises are often observed together with banking crises and this is named as the double crises. Sudden stops and debt crises can also be added to this double crisis.

Although the irrational behavior of investors may also be effective in financial crises, factors such as myopic and erroneous decisions of policy makers or lack of regulation and supervision seem to be the real causes. The most common situation before banking and currency crises is a rapid and excessive credit expansion. With the support of factors such as asymmetric information and moral risk, credit conditions can be relaxed and credit volume can increase rapidly. This may cause a false revival in the economy, and asset prices, especially real estate and stock prices may increase excessively. In the meantime, bubbles may form as a result of both financial constraints and the rational or irrational behavior of investors, and the bursting of these bubbles may cause crisis to emerge.

Although, during the 3 decades before 2007, financial crises were mostly the subject of developing economies, the 2007-2009 crisis revealed that the inability to regulate and adequately supervise financial innovations in a timely manner can make even developed economies fragile. New financial instruments, since they were not properly regulated and inspected, caused the rapid expansion of housing loans in the USA. The bursting of this bubble, affected not only the USA but also the whole world economy. Therefore, the design of financial innovations and especially their sequences are of great importance.

Even though it is difficult, detecting financial crises in advance is very important. Not only the imminent loss of confidence in economies with high leverage ratios, the fact that the nature of financial crises may change depending on economic and financial conditions is also decisive in this situation. Nevertheless, a review of existing methods and discussion of early warning models would be a study to complement the topics discussed here.