

T.C.  
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ VE SERMAYE HAREKETLERİ  
BAĞLAMINDA KRİZ VE KRİZLERİ ÖNLEME YÖNTEMLERİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ÜMİT KOÇ

ANABİLİMDALI : İKTİSAT  
PROGRAMI : İKTİSAT POLİTİKASI

DANIŞMAN: YRD. DOÇ. DR. TAHİR BÜYÜKAKIN

KOCAELİ, 2006

T.C.  
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ VE SERMAYE HAREKETLERİ  
BAĞLAMINDA KRİZ VE KRİZLERİ ÖNLEME YÖNTEMLERİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan: Ümit Koç

Tezin Kabul Edildiği Enstitü Yönetim Kurulu Tarihi ve No: 28/06/2006-2006/12

Prof. Dr. Mehmet Duman

Doç. Dr. Yusuf  
Bayraktutan

Yrd. Doç. Dr. Tahir  
Büyükkakın

KOCAELİ, 2006

## SUNUŞ

Bu alışma, Türkiye ve Dünya ekonomilerinde 1990'lı yıllar ve sonrasında meydana gelen ve birinci ve ikinci nesil kriz modelleriyle tam olarak açıklanamayan krizlerin çıkış yapılarını incelemek; krizlerin, kur sistemleri ve sermaye hareketleriyle arasındaki etkileşimi ortaya çıkarmak ve krizlerin nlenmesine yönelik olarak finansal mimarinin baştan kurulması ve regülasyonu önerilerini tartışmak amacıyla yapılmıştır.

Bu çerçevede, çalışmanın ilk bölümünde döviz kuru sistemlerinin ekonomiye olan etkileri kriz açısından ele alınacak ve ikinci bölümde finansal serbestleşme ve sermaye hareketlerinin, krizlerin çıkış ve gelişmesindeki rolü incelenecektir. nc ve son bölümde krizleri nemeye yönelik politika önerileriyle, finansal mimarinin baştan kurulması ve regülasyonu tartışmaları içinde, döviz kuru sistemi seçimine ve sermaye hareketlerinin yönetimine dair önerilere yer verilecektir.

Tezin konusu olan kriz, her zaman ilgi alanımdaki bir konu olmuştur. Bu açıdan krizleri incelemek, benim için oldukça zevkli fakat yeni durumlarla karşılaştığımda, iktisat bilgilerimin sınırlarını zorlayan bir girişim olmuştur.

Bu çalışmada verdiği destek ve sağladığı kolaylıktan dolayı sayın hocam Yrd. Doç Dr. Tahir Büyükakın'a teşekkür etmek istiyorum. Benim sübjektif yorumlarıma bilimsel bir nitelik kazandırmakta gösterdiği sabır olmasaydı bu çalışma kesinlikle bir tez formatına giremezdi.

Ayrıca tezi yazmam sırasında, yanımda olup bana desteğini esirgemeyen tüm dostlarıma, arkadaşlarıma, aileme ve ayrıca üzerimde emeği olan tüm hocalarıma teşekkür ederim.

İstanbul, Mayıs, 2006

Ümit Koç

# İÇİNDEKİLER

## SUNUŞ

İÇİNDEKİLER.....	I
ÖZET.....	IV
ABSTRACT.....	V
KISALTMALAR LİSTESİ.....	VI
TABLOLAR LİSTESİ .....	VII
GİRİŞ.....	1

## I. BÖLÜM

### DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ, SPEKÜLATİF ATAKLAR VE KRİZ

1.1 DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ VE KUR SİSTEMLERİNİN SEÇİMINE YÖN VEREN GÜDÜLER	4
1.1.1 EKONOMİK GÜDÜLER .....	6
1.1.2 SİYASİ GÜDÜLER .....	12
1.2 KUR SİSTEMİ, SPEKÜLATİF ATAKLAR VE KRİZ İLİŞKİSİ.....	15
1.3 FARKLI KUR SİSTEMLERİNDE SEÇİLMİŞ ÜLKELERİN ASYA VE RUSYA KRİZLERİNDEN ETKİLENME DÜZEYLERİ.....	18

## II. BÖLÜM

### FINANSAL SERBESTLEŞME, SERMAYE HAREKETLERİ VE KRİZ

2.1 GLOBALLEŞME, FINANSAL SERBESTLEŞME VE KRİZ .....	25
2.2 GLOBALLEŞME VE FINANSAL SERBESTLEŞMENİN ARKASINDAKİ FAKTÖRLER.....	27
2.3 SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRLERİ VE HACMI.....	29
2.3.1 Sermaye Hareketlerinin Türleri.....	29

2.3.2 Dünya'daki Sermaye Hareketlerinin Hacmi .....	31
2.4 SERMAYE HAREKETLERİ, SERMAYE HAREKETLERİNDE SINIRLAMALAR VE DÖVİZ KURU SİSTEMİNİN SEÇİMİ .....	36
2.5 SERMAYE HAREKETLERİNİN YARARLARINA İLİŞKİN BULGULAR .....	39
2.6 DEREGÜLASYON, SERMAYE HAREKETLERİ SERBESTLEŞMESİ VE KRİZLERİN DEĞİŞEN DOĞASI .....	40
2.7 KRİZLERİN ÇIKIŞ MEKANİZMALARI .....	45
2.7.1 Bilanço Yaklaşımı .....	45
2.7.2 Krizlerin Çıkış Mekanizmalarının Asya, Rusya, Türkiye ve Arjantin Krizleri Üzerinde İncelenmesi .....	51

### III. BÖLÜM

#### KRİZLERİ ÖNLEME YÖNTEMLERİ

3.1 FINANSAL SİSTEMİN BAŞTAN KURULMASI .....	72
3.1.1 Büyük Finansal Desteği Olan Uluslararası Son Kredi Mercii .....	73
3.1.2 Uluslararası Finansal Kriz Yöneticisi .....	73
3.1.3 Uluslararası İflas Mahkemesi .....	74
3.1.4 Global Finansal Düzenleyici .....	74
3.1.5 Uluslararası Federal Mevduat Garanti Sigortası Kurumu .....	75
3.1.6 Dünya Para Otoritesi .....	75
3.2 FINANSAL MİMARİNİN REGÜLASYONU .....	76
3.2.1 Uluslararası Kurumların Rollerini .....	76
3.2.2 Krizleri Önlemek İçin Gelişmekte Olan Ülkelerin Yapabileceği Düzenlemeler .....	78
3.2.3 Gelişmiş Ülkelerin Atabileceği Adımlar .....	90

3.3 SERMAYE HAREKETLERİNİN KONTROLÜ .....	91
3.4 EKONOMİK KONJONKTÜRE UYGUN POLİTİKALAR İZLENMESİ.....	93
3.5 DÖVİZ KURU SİSTEMİ SEÇİMİ .....	94
3.6 ERKEN UYARI SİSTEMLERİ .....	96
3.6.1 Döviz Krizleri Uyarı Sistemi.....	96
3.6.2 İkiz Krizler İçin Uyarı Sistemi.....	97
3.6.3 Krizlere Bilanço Yaklaşımı.....	97
<b>SONUÇ .....</b>	<b>101</b>
<b>YARARLANILAN YAYINLAR .....</b>	<b>106</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ</b>	

## ÖZET

1980'li yıllarda birçok ülke, globalleşmenin fırsatlarından yararlanmak için serbestleşme trendini takip etmiştir. Fakat bu ülkelerin, fırsatların yanında tehditlerin de farkına varmaları gerekirdi. Uluslararası konjonktürdeki popülerliğine bakarak serbestleşmenin faydalarına inanan ülkeler, hızla dışa açılma furçasının faturasını krizler sırasında ödemişlerdir. Aslında bu noktada ülkelerin biraz da sürü güdüsüyle hareket ettikleri ileri sürülebilir. Sonuç olarak son 26 yılda krizlerin sayısı, 1980 öncesine göre ikiye katlanmıştır.

Krizler, döviz ve bankacılık krizleri ve/veya ikiz krizler şeklinde meydana gelmektedir. Krizlerinin tetiklenmesinde genellikle en büyük rolün kur sisteminde ve sermaye hareketlerinde olduğu varsayılır. Dolayısıyla krizlerin, kur sistemleri ve sermaye hareketleri arasındaki etkileşim incelenmeye değer bir konudur.

Birinci bölümde kur sistemleriyle krizler arasındaki bağlantı ortaya konulacaktır. Sabit ve serbest kur sistemlerinin krizlerin çıkışındaki rolleri ve krizlerin önlenmesindeki etkileri tartışılacaktır.

İkinci bölümde sermaye hareketleriyle krizler arasındaki bağlantı incelenecektir. Öncelikle sermaye hareketlerini yaratan güdüler ve global sermaye hareketlerinin boyutları ele alınacaktır. Ardından krizlerin çıkış mekanizmaları incelenecektir. Çalışmanın bulgularını özetlemek için sermaye hareketleri, döviz kuru sistemleri ve krizler arasındaki etkileşim bilanço yaklaşımı çerçevesinde açıklanacaktır.

Üçüncü bölümde krizleri önlemek için alınabilecek önlemler tartışılacaktır. Bu bağlamda finansal mimarinin düzenlenmesine ve gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin, krizleri önlemek için yapması gerekenlere yönelik öneriler incelenecektir. Krizlerin önlenmesi için uygulanabilecek politikalardan olan sermaye hareketleri kontrolleri ve kur sistemi seçimi bilanço yaklaşımı çerçevesinde ele alınacaktır.

## **ABSTRACT**

Many countries followed the liberalization trend to benefit from the opportunities created by globalization in the 1980's. But these countries should have realized the possible threats as well as the opportunities. Countries having faith in the benefits of liberalization out of its popularity in the international conjecture opened up in a rush but paid a high bill during crises. In fact it is plausible to assert that the countries acted in a herd behavior. The result is that the number of crises in the last 26 years doubled after 1980.

Crisis occur in the forms of currency, banking and/or twin crises. It is usually assumed that capital flows and exchange rate systems play an important part in triggering the crises. Therefore the interaction among exchange rate systems, capital flows and crises is worth to examine.

In the first chapter the relation between exchange rate systems and crises will be explored. The effects of fixed and floating exchange rate regimes on crises and the preventive role of different exchange rate systems against crises will be discussed.

In the second chapter the relation between capital flows and crises will be examined. The incentives causing capital flows and the extent of global capital movements will be enumerated. The mechanisms causing crises will be analyzed. To sum up the findings of the research the interaction among capital flows, exchange rate systems and crises will be explained in a balance sheet perspective.

In the third chapter precautions against crises will be discussed. Therefore proposals for the regulation of the international financial architecture and actions which should be undertaken by the developed and developing countries will be examined. Controls on capital flows and the choice of exchange rate system will be discussed as precautions against crises in a balance sheet perspective.

## KISALTMALAR LİSTESİ

a.g.e.	adı geçen eser
a.g.k.	adı geçen konuşma
a.g.m.	adı geçen makale
BDDK	Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu
FED	Federal Reserve Bank
GSMH	Gayri safi milli hasıla
ICEI	Instituto Complutense de Estudios Internacionales
LTCM	Long Term Capital Management
NAFTA	North American Free Trade Aggrement
NBER	National Bureau of Economic Research
QEH	Queen Elizabeth House
s.	Sayfa
SDDS	Special Data Dissemination System
SDR	Special Drawing Right
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
ss.	Sayfalar
UYP	Uluslararası Yatırım Pozisyonu
WEO	World Economic Outlook

## TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Arjantin, Brezilya, Şili ve Meksika'nın 1990-2002 Arasında Uyguladığı Kur Sistemleri .....	19
Tablo 2: Arjantin, Brezilya, Şili ve Meksika'nın Asya ve Rusya Krizlerindeki Cari Açıkları .....	20
Tablo 3: Arjantin, Brezilya, Şili ve Meksika'nın Asya ve Rusya Krizlerindeki Gayri Safi Milli Hasılları.....	21
Tablo 4: Arjantin, Brezilya, Şili ve Meksika'nın Asya ve Rusya Krizlerindeki Enflasyonları .....	22
Tablo 5: Arjantin, Brezilya, Şili ve Meksika'nın Asya ve Rusya Krizlerindeki Kurları .....	23
Tablo 6: Geleneksel Global Döviz Piyasalarının Hacmi .....	31
Tablo 7: Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerinde Net Sermaye Akımları 1992-1999.....	32
Tablo 8: Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerinde Net Sermaye Akımları 2000-2005.....	33
Tablo 9: Tezgah Üstü (Over the Counter) Türev Piyasalarındaki Global Ticaret Hacmi.....	34
Tablo 10: Türev Araçlarının İşlem Gördüğü Organize Borsalardaki Global Ticaret Hacmi.....	35
Tablo 11: Krizlerin Zaman İçindeki Sıklıkları .....	43
Tablo 12: Finansal Serbestleşme ile İkiz Krizlerin Zamanlaması .....	44
Tablo 13: Ekonomideki Sektörler Arasındaki Finansal Bağlantılar .....	49

Tablo 14: Uluslararası Yatırım Pozisyonu: Yıl Sonları İtibariyle Dış Varlık Ve Yükümlülükler .....	63
Tablo 15: Ulusal Rezervler (1986-2006) .....	64
Tablo 16: Kısa Vadeli Dış Borç Stoğu (1993-2005) .....	65
Tablo 17: Göstergelerin Krizleri Ortalama Önceden Haber Verme Zamanı .	96
Tablo 18: Kriz Öncesi Ekonomik Kırılganlık .....	97

## GİRİŞ

1971'de Bretton Woods sisteminin yıkılmasıyla birlikte dünya, merkezi bir sabit kur sisteminden çıkarak serbest kur sistemine doğru yol almaya başlamıştır. Bu durumda gelişmiş ülkeler, serbest kur sistemine geçerek paralarını dalgalanmaya bırakmışlardır. Gelişmekte olan ülkeler eski alışkanlıklarını devam ettirerek paralarını ABD Doları'na sabitlemeye devam etmişlerdir. Fakat ulusal paranın ABD Doları'na sabitlenmesi aslında diğer ülkelere karşı dalgalanmak demektir. Sabit kur izleyen ülkelerin para değerlerinin dengede kalabilmesi için bu ülkelerin ABD ile aynı makroekonomik göstergelere sahip olması gerekir. Dolayısıyla esnek kur sistemine geçmeyi gerektiren bir ortamda sabit kurların sürdürülmesi, ülkeleri dış şoklara karşı savunmasız bırakmıştır.

Gelişmiş ülkelerdeki esnek kur sisteminde, dış ticaret sektöründe faaliyet gösteren firmalar kur riskiyle karşı karşıya kalmışlardır. Gelişmiş ülkeler, bu riski, vadeli işlemler borsalarını kurarak çözmüşlerdir. Böylece son yıllarda sayıları iyice artan riskten korunma fonlarının çalışma altyapısı hazırlanmıştır.

Gelişmekte olan ülkeler, kur riskinden korunacakları kadar gelişmiş ve derin piyasalara sahip olmadıklarından sabit kurları sürdürmüşler ve böylece reel sektörün sorunlarını azaltmayı hedeflemişlerdir. Dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerde kamu, kur riskini üstlenmiştir. Ayrıca serbestleşme trendine uyarak çoğu ülke, mal ticaretine serbesti sağlamıştır. Fakat bu durum, gelişmekte olan ülkelerin dış ticaret açıklarını artırmıştır. Açıkları kapatmaya çalışan hükümetler çözümü sermaye hareketleri hesabını da serbestleştirmekte aramışlardır. Böylece verdikleri cari açıkları yüksek faizlerle borç alarak kapatmaya çalışmışlardır. Borçlanarak sonsuza kadar ülke idare edilemeyeceğinden kurlarda ayarlamalar yoluyla er geç cari fazla verilmesi gerekir. Fakat sabit kur sistemleri altında ekonomik gelişmeler gerektirdiğinde döviz kurlarında gerekli düzenlemeyi yapmayan hükümetler daha sonra yüksek oranlı devalüasyonlar yapmak zorunda kalmışlardır. Yüksek oranlı devalüasyonlar sonucunda krizler ortaya çıkmıştır.

Ayrıca artık krizler sadece bankacılık krizi veya sadece döviz krizi şeklinde değil ikisinin birlikte yaşandığı ikiz krizler halini almıştır. Bu durum meydana gelen krizlerin daha derin ve uzun süreli olmasına ve daha sıklıkla görülmeye başlamasına yol açmıştır.

Dikkat çeken başka bir sonuç krizlerin maliyetinde görülen yüksekliktir. Krizlerden sonra ülkelerin GSMH'sinde % 10'lara varan düşüşler gözlemlenebilir. Ayrıca gelir dağılımı bozulur. Dolayısıyla krizler, hem politikacıların hem de akademik çevrelerin ilgisinin odağında olmuştur.

Asya krizinin çıkış mekanizmaları ve krizlerin önlenmesine yönelik olarak akademik çevrelerde farklı yorumlar mevcuttur. Dolayısıyla bu çalışmada, 1997 Asya krizi ve sonrasında çıkan krizler incelenecek ve krizi açıklayan farklı yaklaşım ve çalışmalar yansıtılacaktır.

Kur sistemlerinin ve sermaye hareketlerinin krizlerle ilişkilerini anlayabilmek için yöntem olarak vaka çalışmaları kullanılacaktır. Benzer özelliklere sahip ülkelerin deneyimleri karşılaştırılarak sonuçlar çıkarılacaktır.

Bu çalışmanın yapılmasının sebebi, literatürdeki fikir ayrılıklarına rağmen kriz konusunu, bilanço yaklaşımıyla ele alarak krizlerin çıkış mekanizmalarını incelemek ve krizleri engelleyebilecek önlemler tespit etmeye çalışmaktır.

Bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Kur sistemi seçiminin öncelikle incelenmesinin sebebi daha önce üzerinde çok tartışılmış bir konu olması sayesinde çalışmanın şekillenmesine katkı yapma olasılığının büyük olmasıdır. Kur sistemleri ile krizler arasındaki bağlantıları teşhis ettikten sonra bu iskelet üzerine sermaye hareketlerini yerleştirmek daha verimli sonuç vereceğinden sermaye hareketlerinin incelemesi ikinci bölüme bırakılmıştır. İkinci bölümün sonunda kur sistemlerinin ve sermaye hareketlerinin birleşik etkisi dikkate alınarak krizlerin çıkış mekanizmaları incelenecektir. Çalışmanın dayanak noktası ikinci bölümün sonundadır. Üçüncü bölümde krizlerin önlenmesine yönelik bir literatür taraması yapıldıktan sonra çalışma, krizlerin önlenmesine dair politika önerileriyle sonuca varacaktır.

Bu bağlamda tezin birinci bölümünde kur sistemlerinin krizlerle olan ilişkisi incelenecektir. Kur sistemi seçimine yön veren faktörler, hangi kur sistemleri altında krizlerin meydana geldiği ve kur sistemlerinin krizlerden korunmaya nasıl yardımcı olduğu araştırılacaktır. Kur sistemlerinin krizlerden korunmaya yönelik etkilerini araştırmak için ülke deneyimlerinden faydalanılacaktır.

İkinci bölümde finansal serbestleşme, deregülasyon ve globalleşme sonucunda ortaya çıkan ticaret serbestisi ve sermaye hareketlerinin krizlerdeki rolü incelenecektir. Fakat krizler, daha çok finans sektöründe baş gösterdiği ve dünyadaki sermaye hareketlerinin günlük hacmi, mal piyasasındaki yıllık hacmin 190 katı olduğu için, sadece sermaye hareketleri ve kriz arasındaki ilişki incelenecektir. Globalleşmenin nedenleri ele alındıktan sonra dünyadaki para piyasalarının hacmiyle ilgili bilgiler ortaya konulacaktır. Sonrasında sermaye hareketleri ve kur sistemlerinin krizlerle nasıl bir etkileşim içinde olduğu araştırılacaktır. İkinci bölümün sonunda bilanço yaklaşımı çerçevesinde Asya krizi ve sonrasında meydana gelen krizler incelenecektir. Türkiye’de 1994 ve 2001’de meydana gelen krizler bilanço yaklaşımı çerçevesinde incelenecektir. Son dönemde piyasalarda meydana gelen dalgalanma üzerine bir değerlendirme yapılacaktır. Böylece krizlerin çıkış mekanizmaları daha iyi anlaşılacaktır.

Üçüncü bölümde ortaya konulan mekanizmalar çerçevesinde krizleri önlemek için neler yapılması gerektiği tartışılacaktır. Bu bağlamda önce literatürdeki öneriler gözden geçirilecektir. Finansal mimarinin baştan kurulması ve yeniden yapılandırılmasına yönelik öneriler incelenecektir. Krizleri önleme açısından sermaye hareketleri ve kur sistemleri tartışması noktalandıktan sonra krizlerin çıkışını tahmin etmeyi kolaylaştıracak erken uyarı sistemleri incelenecektir. Ayrıca bilanço yaklaşımının, krizleri önlemek için nasıl kullanılabileceği araştırılacaktır.

## I. BÖLÜM

### DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ, SPEKÜLATİF ATAKLAR VE KRİZ

Çalışmanın başında kur sistemleri ve kriz ilişkileri genel olarak ele alınacaktır. Öncelikle kur sistemlerinin sınıflandırılmasına kısaca değinilecek ve tez açısından hangi bakış açısıyla ele alındıkları iletilecektir. Daha sonra kur sistemi seçimini etkilemesi açısından ekonomik ve siyasi faktörler incelenecektir. Ardından krizlerin hangi kur sistemleri altında meydana geldiğine değinilecektir. Bölüm farklı kur sistemleri altında yaşanan ülke deneyimlerinden örneklerle noktalacaktır. Bu sayede ülkelerin farklı kur sistemleri altında krizlerden etkilenme düzeyleri incelenmiş olacaktır.

#### 1.1 Döviz Kuru Sistemleri ve Kur Sistemlerinin Seçimine Yön Veren Güdüler

Kur sistemleri, IMF'e göre aşağıdaki gibi sınıflandırılabilir.<sup>1</sup>

a. Ulusal Parası Olmayan Sistemler: Bu sistemler, tam dolarizasyon olarak adlandırılırlar. Avrupa Birliği gibi parasal entegrasyonlar da bu sınıfa dahildir. Genellikle, parasal sistemin istikrarı için başka çarenin kalmadığı eski sömürgelerde ve gelişmekte olan ülkelere, entegrasyon amaçlı kullanılmaktadır.

b. Para Kurulu Sistemi: Bu sistemde para otoritesi, ulusal para kuruludur. Ulusal paranın emisyonu tamamen, belirli sabit bir kur üzerinden yabancı paraya bağlanmıştır. Bu durumda, bağımsız para politikası uygulamak mümkün değildir. Ortodoks para kurulu sisteminde ulusal paranın karşılığında % 100 yabancı para rezervi bulundurmak gerekir. Karşılık oranlarının daha değişik olduğu durumlar da vardır. Para kurulu benzeri bir sistem takip eden ülkelere örnek olarak Estonya (1992), Litvanya (1994),

---

<sup>1</sup> IMF, "Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks", <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2004/eng/1204.htm> , Mart 2006

Bulgaristan (1997), Bosna (1998) verilebilir.<sup>2</sup> Arjantin 1991'de merkez bankasının % 100 karşılık tutacağı bir sistemi uygulamaya koymuştur. Fakat daha sonra para kurulu benzeri bir sistem uygulamaya başlayarak önce karşılık oranını % 66'ya düşürmüştü ardından % 90'a çıkarmıştır.<sup>3</sup>

c. Diğer Geleneksel Sabit Kur Düzenlemeleri: Bu sınıflandırmaya dahil olan ülkeler ulusal para birimini başka bir ülke para birimine veya birden fazla ülke para birimlerinden oluşan sepet değerine karşı sabitler. Bu ülkelere örnek olarak Çin, Suriye, Birleşik Arap Emirlikleri, Venezüella ve Kuveyt verilebilir.<sup>4</sup>

d. Yatay Bantlı Sabit Kur Sistemleri: Ulusal para biriminin sabit kur çevresindeki bir bant içinde dalgalanmasına izin verilir.

e. Sürünen Sabit Kur Sistemi: Döviz kurları belli bir oranda artacak biçimde ilan edilir. Artış oranları belli ekonomik göstergelere bağlı olacak biçimde düzenlenebilir. Örneğin ulusal enflasyon ve ülkenin ticari ilişkilerinin en yoğun olduğu ülkenin enflasyonu arasındaki fark, artış oranlarına kılavuzluk edebilir.

f. Sürünen Bantlı Sistem: Kur, belirli göstergelere bağlı olarak belli aralıklarla artan ana kur serisinin çevresinde dalgalanır. Bu dalgalanma, ana kur serisinin en az % 1 alt veya üstünde olabilir.

g. Belirtilmiş Bir Kur Olmadan Yönetimli Dalgalanma: Para otoritesi, kuru belirli bir kur hedefi olmadan etkilemeye çalışır. Müdahale göstergeleri, birçok sebebe bağlı olabilir. Düzenlemeler otomatik olmayabileceği gibi müdahaleler doğrudan veya dolaylı yapılabilir.

---

<sup>2</sup> Steve H. Hanke and Kurt Schuler, "A Dollarization Blueprint for Argentina", **CATO Institute Foreign Policy Briefing**, No: 52, 11 March 1999, s. 8

<sup>3</sup> Steve H. Hanke, "Argentina's Current Political-Economic Crisis", Statement before the Subcommittee on International Monetary Policy and Trade Committee on Financial Services United States House of Representatives, 5 March 2002, <http://www.cato.org/testimony/ct-hanke030502.html>

<sup>4</sup> IMF, "Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks", <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2004/eng/1204.htm> , Mart 2006

h. Serbest Dalgalanan: Bu sistemde kur piyasada arz ve talep tarafından belirlenmektedir. Fakat uygulamada hiçbir ülke kurları tamamen piyasa güçlerine bırakmamaktadır. Kurdaki aşırı oynaklığı engellemek maksadıyla trend değerlerini etkilemeyecek müdahalelerde bulunmaktadır.

Kuşkusuz döviz kuru sistemlerini farklı kriterler esas alarak sınıflandırmak mümkün olsa da amaç sınıflandırma tartışması olmadığı için IMF'in yapmış olduğu sınıflandırma ile yetinilecektir. Bu noktada asıl önemli olan kur sistemleriyle kriz arasında bir neden sonuç ilişkisinin bulunup bulunmadığının tartışılmasıdır. Eğer sabit kur sistemleriyle kriz arasında bir neden sonuç ilişkisi varsa kur sisteminin sabitlik derecesi daha çok krize açıklığın ya da krize karşı savunmasızlığın düzeyini belirleyecektir. Nitekim ulusal paranın yabancı bir para birimine sabitlenmesi durumunda para arzı içsel bir değişken haline dönüşeceğinden bağımsız bir para politikası uygulanmasının imkansız hale geleceği bilgisi, iktisatçılar için ders kitapları düzeyinde bir bilgi haline gelmiştir.<sup>5</sup> Benzer bir şekilde adı esnek kur sistemi olsa da para otoritesini döviz kurlarına ilişkin örtük bir taahhüt altında bırakacak makroekonomik koşullar, sistemin krize karşı savunmasızlığını artıracaktır. Dolayısıyla ayrıntı gerekmedikçe IMF sınıflandırmasında a ve g maddelerindeki sistemler sabit kur sistemleri olarak anılacaktır.

Bu noktada tartışmanın sağlıklı bir zemine oturtulması açısından kritik olan bir mesele de ülkelerin döviz kuru sistemlerini seçmelerine yön veren güdülerin üzerinde durulmasıdır. Bu kapsamda güdülerin, ekonomik ve siyasi güdüler başlıkları altında ele alınması uygundur.

### 1.1.1 Ekonomik Güdüler

Döviz kuru sistemi seçimine yön veren birçok ekonomik güdü vardır. Tek bir döviz kuru sistemi her ülke için doğru olmayabilir. Üstelik her zaman tek döviz kuru sistemi aynı ülke için doğru seçim olmayabilir.

---

<sup>5</sup> Rudiger Dornbusch ve Stanley Fisher, **Makroekonomi**, Çevirenler: Salih Ak ve diğerleri, İstanbul: McGraw-Hill-Akademi, Mart 1998, s. 171

Ülkeler, sabit mi yoksa serbest kur sistemini mi seçeceklerine karar verirken sabit kurun getirdiği güvenilirlik ve istikrar ile serbest kurun getirdiği para politikası uygulama serbestliği arasında bir seçim yaparlar. Teoride sabit ve serbest kur arasındaki seçim ülkenin dış şoklara maruz kalmaya açıklığına göre değişir. Serbest kur sisteminde dış şokların etkileri, kur ve faiz ayarlamaları yoluyla azaltılabilirken, sabit kur sisteminde bir dış şok ulusal fiyat ve ücretler üzerinde baskı yaratacaktır. Çünkü sabit kur sisteminde otoritelerin para politikası üzerinde bir güçleri yoktur.

Ülkeler takip edecekleri döviz kuru sistemini belirlerken bir fayda-maliyet hesabından sonra seçimde bulunurlar. Bir sistemin sunduğu avantajların faydası ve yarattığı sorunların maliyeti arasındaki fark, yani net avantajı, diğerlerinin sunduğu net avantajlardan fazlaysa ülkenin yaptığı seçim, net avantajı fazla olan kur sistemi yönünde olacaktır. Ülkeler fayda maliyet hesabından sonra en fazla çıkarı sağlayacakları sistemi tercih edeceklerdir. Ülkelerin kur sistemini belirlerken kullandıkları kriterler kur sistemlerinin cinslerine göre tamamen sabitten daha serbeste doğru aşağıdaki gibi sıralanabilir.<sup>6</sup>

- Ulusal parası olmayan sistemleri, para kurulu sistemi veya tamamen sabit kur sisteminin tercihindeki temel mantık, enflasyonist güdüler için güçlü bir çapa sağlayarak para politikasının güvenilirliğini tesis etmektir. Bu sistemlerin seçilmesindeki bir başka yarar da ithalatçı ve ihracatçı gibi piyasa aktörlerine yol göstermek ve belli bir güven aşılmasıdır.<sup>7</sup> Son olarak bu tür sistemlerin seçiminin ekonomik, politik ve finansal entegrasyonu sağlamaya yönelik çabaların bir uzantısı olarak görülebileceği de belirtilebilir.

---

<sup>6</sup> A. Jeffrey Frankel, "No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times", **NBER Working Paper Series**, No: w7338, September 1999, ss. 2-3

<sup>7</sup> Saruhan Özel, **Türkiye'de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz**, İstanbul: Alkım Yayıncılık, Aralık 2000, s. 89

Kuşkusuz bunun en açık örneği Avrupa Birliği'nin Euro kullanmaya başlamasıdır.<sup>8</sup>

- Sürünen sabit kur ve diğer orta yol kur sistemlerini seçen ülkeler genellikle kurun devalüasyon oranını önceden ilan ederler. Bir yaklaşıma göre döviz kuru nominal çapa görevi görür. Döviz kurunun artış oranı tahmin edilen enflasyon düzeyinden daha düşük bir düzeyde tutularak yavaş yavaş enflasyon kısır döngüsünden çıkılmaya çalışılır. Diğer bir yaklaşım enflasyon ile savaşmayı ihmal edip ulusal paranın değerlendirme oranını, genel fiyatlar düzeyinin artış oranı ile eşitler. Böylece reel döviz kuru sabit tutulmaya çalışılır.
- Tamamen serbest dalgalanan kur sistemini seçen ülkelerin kur konusunda bir endişeleri yoktur. Bu sisteme en yakın örnek Amerika Birleşik Devletleri'dir.<sup>9</sup>

Frankel'in yaptığı bu yorumlara dayanarak kur sistemi tercihi belirleyen temel etkenlerden birinin ülke güvenilirliği olduğu söylenebilir. Gelişmekte olan ülkeler, güvenilirlik düzeyleri düştükçe daha sabit sistemleri tercih ederek güvenilirliklerini artırmaya ve bu sayede para politikalarını daha sağlam temellere oturtmaya çalışmaktadırlar. Bir anlamda güvenilirliği daha yüksek olan bir ülkenin para birimini kullanarak veya ulusal parayı güvenilir para birimine sabitleyerek güvenilirliği miras edinmeye çalışırlar.

Döviz kuru seçimine yön veren başka bir faktör istikrar programlarıdır. 1980'lerin sonu ve 1990'ların başlarında sabit kur sistemi akademik çevrelerde destek bulmaya başlamıştır. Bunun sebebi sabit kur sisteminin enflasyonu düşürme ve istikrar programlarında çapa görevi yapabilecek olmasıdır. Bu görüşe göre iki haneli enflasyona sahip ve mali dengesizlik sorunlarının çoğunu çözmüş ülkelerde döviz kuru çapası oldukça etkili olabilmektedir. Ticari mallara bir fiyat tavanı uygulanması gibi bir etki yaratan

---

<sup>8</sup> Barry Eichengreen, "The Political Economy of European Integration", <http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/whittmanweingastmay3-04.pdf> May 2004, s. 5

<sup>9</sup> Frankel, a.g.m., ss. 4-5

kur sabitliği sayesinde enflasyon beklentileri dizginlenecek ve ulusal enflasyon oranı uluslararası enflasyon oranına yakınsayacaktır.<sup>10</sup> Bu görüş Latin Amerika ülkelerinde oldukça popüler olmuş ve Arjantin, Meksika, Şili ve diğer Latin Amerika ülkelerinin istikrar programlarında sıkça başvurulmuş bir araç halini almıştır.<sup>11</sup> İsrail 1985 yılında döviz kuru çapası kullanarak bir istikrar programı uygulamaya girişmiştir. Programda ulusal paranın aylık % 4 değer kaybedeceği ilan edilmiştir. Programın başarılabilmesi için bütçe açıkları, sübvansiyonların kaldırılmasıyla GSMH'nin % 10'una getirilmiştir. Ayrıca ücretlerin geriye doğru endekslenmesini önlemek için yürürlükte olan sözleşmeleri fesheden bir kararname çıkarılmıştır. Arjantin, 1985'te Austral planını uygulamıştır. Bu plana göre yeni bir para, Austral, basılmış ve 0.8 Austral 1\$'a eşit olacak biçimde sabitlenmiştir.<sup>12</sup>

Döviz kuru hedeflemesine dayalı istikrar programları, aşağıda sayılan özelliklerinden dolayı hükümetlerin enflasyonla mücadelede öncelikle kullandıkları araç haline gelmiştir. Bu sebeple enflasyonla mücadele amacı döviz kuru seçimini doğrudan etkilen bir faktör haline gelmiştir.<sup>13</sup>

1. Enflasyonun ulusal paranın değer kaybındaki düşüşten daha yavaş düşmesi,
2. Ulusal paradaki reel değerlenme (dış ticareti yapılmayan malların nispi fiyatlarındaki artış),
3. Dayanıklı tüketim malları ve sermaye malları ithalatındaki artışla birlikte dış ticaret ve cari hesap dengesinde bozulmalar,

---

<sup>10</sup> Frederic Mishkin, "International Experiences with Different Policy Regimes", **NBER Working Paper Series**, No: w7044, March 1999, s. 2

<sup>11</sup> Sebastian Edwards, "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention", **NBER Working Paper Series**, No: w8529, November 2001, s. 3

<sup>12</sup> Rudiger Dornbusch and Stanley Fischer, "Stopping Hyperinflations Past and Present", **NBER Working Paper Series**, Working Paper No: w1810, January 1986, ss. 47-55

<sup>13</sup> Carlos A. Vegh and Sergio Rebelo, "Real Effects of Exchange Rate Based Stabilization: An Analysis of Competing Theories", **NBER Working Paper Series**, No: w5197, July 1995, ss. 5-7

4. Başlangıçta ortaya çıkan hasıla ve tüketim artışını, ekonomide yavaşlamanın izlemesi,

5. Yurt içi faiz oranlarının belirsiz tepkisi, (ortodoks programlarda düşüş, heterodoks programlarda artış yaşanması)

6. Reel ücretlerde artış yaşanması,

7. Bütçe açıklarını düşürmedeki başarı ile programın başarısı arasındaki doğru orantılı ilişkinin varlığı,

8. Gayrimenkul piyasasında patlama yaşanması,

9. Ücret ve fiyat kontrollerinin ek çapa olarak kullanılmasının nihai sonucu değiştirmemesi; paranın ek çapa olarak kullanılmasının, ulusal paranın reel değerlenmesine, yüksek faiz oranlarına ve dolayısıyla başlangıçta ekonomik aktivitede izlenen patlamadaki düşüşe neden olması,<sup>14</sup>

10. Ekonominin tekrar monetize edilmesi.

Hükümetlerin sabit döviz kurunu enflasyonu düşürmede bir araç olarak görmeye başlamaları sebebiyle ulusal para aşırı değerlenmiştir. Ulusal paranın aşırı değerlenmesi, kurun gerçek değerinin uzun vadedeki denge değerinden uzaklaşması sonucu ortaya çıkar. Değerlenmenin sebebi döviz kurunun sabitlenmesine karşın enflasyon ataletinin tamamen ortadan kaldırılamamasıdır.<sup>15</sup> Ülke deneyimlerine dayanarak enflasyon ataletinin bulunduğu durumlarda ortodoks istikrar programlarının gerekli fakat yeterli olmadıklarının anlaşıldığı söylenebilir. 1980'lerdeki Meksika ve 1970'lerdeki Şili deneyimlerinin gösterdiği üzere temel göstergelerin düzeltilmesi enflasyonist ataleti ve sistemli endeksleme davranışlarını ortadan

---

<sup>14</sup> Francisco José Veiga, "What Causes the Failure of Inflation Stabilization Plans?", **Journal of International Money and Finance**, Vol. 18, 1999, ss. 171-172

<sup>15</sup> Edwards, "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention", s. 10

kaldıramamaktadır.<sup>16</sup> Bunun sonuçları krizler şeklinde ortaya çıkmıştır. 1994 Meksika krizi, 1997 Doğu Asya krizi, 1998 Rusya krizi, 1999 Brezilya krizi ve 2001 Türkiye krizi gibi örnekler vardır.

Hükümetlerin kur hakkında endişe taşımalarının sebeplerinden biri kamu borçlarıdır. Hükümetler sabit kur sistemine daha yakın bir sistem izleyerek kamu borçlarını çevirirken nefes alma yoluna giderler. Sabit kur sistemi uygulandığında ulusal para değerleneceğinden hükümetin döviz cinsinden borçları aşınacaktır. Mevcut döviz cinsinden borçların aşınmasının yanı sıra döviz cinsinden yeni borç almak kolaylaşacaktır.

Örneğin Türkiye'deki 2001 krizi öncesi hükümetin borçlanmasındaki durum, bankaların düşük faizlerle uluslararası piyasalardan borçlanmaları ve hazine ve devlet bonoları yoluyla devleti finanse etmeleri şeklindeydi. Hükümet kuru sabitleyerek yurtdışından getirilen parayı yurtiçinde Türk Lirası'na çevirerek hazine bonusu almayı teşvik ediyordu. Böylece hükümet daha rahat borçlanarak borcu çevirebiliyor ve bankalar da kar elde edebiliyordu. Fakat bu durum 2001 yılında patlak veren krizle birlikte yürütülemez hale geldi.<sup>17</sup>

Kur sistemi seçimini etkileyen faktörlerden başka biri ülkenin sürdürmek istediği para politikasının bağımsızlık derecesidir. Sabit kur sistemi, sermaye hareketliliği ve bağımsız para politikası bir ülkede aynı anda sürdürülemez.<sup>18</sup> Bunun sonucu olarak ülkeler kendi önceliklerine ve özelliklerine göre bir para politikası seçmek zorunda kalır.

Kur sistemi seçimi, Avrupa Para Birliği örneğinde olduğu gibi para birliği yönünde de olabilir. Para birliğinin temel amacı istikrarı kuvvetlendirmektir. Aşağıda gösterilen para birliğinin avantaj ve

---

<sup>16</sup> Michael Bruno, **Crisis, Stabilization and Economic Reform, Therapy by Consensus**, Oxford: Clarendon Press, 1993, ss. 12-13

<sup>17</sup> Fırat Demir, "A Failure Story: Politics and Financial Liberalization in Turkey, Revisiting the Revolving Door Hypothesis", Great Britain: **World Development**, Vol. 32, No: 5, 2004, s. 855

<sup>18</sup> Stanley Fischer, "Financial Crises and Reform of the International Financial System", **NBER Working Paper Series**, No: w9297, October 2002, s. 3

dezavantajları hükümetlerin para birliğine girme kararı almadan önce dikkate aldıkları noktalardır.

Para birliğinin avantajları: Kaynakların dağılımının daha az kur riski sayesinde daha verimli olması; kur dengesizliklerinden, yanlış ayarlamalardan ve kur spekülasyonundan kaçınılabilmesi; ödemelerin, ancak Amerika ile ticaret fazlasına ulaşılarak elde edilebilen Dolar yerine ulusal para birimiyle yapılabilmesi ve yüksek enflasyonlu ülkelerin güvenilirliklerinin artması şeklinde sıralanabilir.

Para birliğinin dezavantajları: Hükümetlerin değişen arz talep dengesine göre kur ayarlamaları mekanizmasından yoksun kalmaları ve mali politikalar üzerindeki güçlü sınırların politik açıdan sürdürülebilir olmaması şeklinde sıralanabilir.

Kur sistemi seçimi için hükümetlerin dikkate aldıkları diğer bir konu senyoraj kazançlarının parası kullanılan ülkeye aktarılmasıdır. Senyoraj kazançlarının aktarımı, dolarizasyon seçeneğiyle karşı karşıya kalan bir ülkenin hükümetinin göz önüne alacağı bir konudur. Dolarizasyona geçmeyi isteyen bir ülke dolarizasyon sonucu kazanacağı düşük faizlerle borçlanabilme kazancıyla senyoraj kaybı zararlarını karşılaştırma yoluna gidecektir.<sup>19</sup>

### 1.1.2 Siyasi Güdüler

Seçim öncesi hükümetlerin genişletici para politikasına gidip gitmedikleri, üzerinde çok tartışılmış bir konudur. Politik iş çevrimleri kavramı uzun süre önce ortaya çıkmıştır. İş başındaki hükümet yeniden seçilme şansını artırmak için ekonomik durumu iyileştirme çabasına girecektir. Çünkü ekonomide bir daralma yaşıyorsa, işsizlik fazlaysa ve enflasyon yüksekse seçmenler bu durumdan dolayı iş başındaki hükümeti suçlayacak ve oy kullanırken başka partileri tercih edecektir. Döviz kuru ekonomideki temel

---

<sup>19</sup> Valpy Fitzgerald, "The Winner's Curse: Premature Monetary Integration in the NAFTA", **QEH Working Paper Series**, No: 63, Oxford, December 2000, ss. 9-12

değişkenleri doğrudan etkilediğinden hükümetin oldukça fazla ilgilendiği bir konu halini alır.

Kur sistemi ve siyasi güdüler arasında bir bağlantı olup olmadığını araştıran Setzer ilginç sonuçlara ulaşmıştır. Setzer, çalışmasında döviz kuru rejiminin uygulandığı sürenin, politik ve kurumsal yapılardan ne kadar etkilendiğini araştırmıştır. Bu amaçla yapmış olduğu ampirik çalışmada iki hipotez kurmuştur. Birinci hipotez: Seçim öncesi yıllarda sabit kuru terk etme olasılığı seçim olmayan yıllara göre daha azdır.<sup>20</sup>

Ampirik analiz sonuçlarına göre, hükümetlerin seçim öncesi yıllarda sabit kuru terk etme olasılıklarının seçim olmayan yıllara göre daha az olduğu ortaya çıkmıştır.<sup>21</sup> Ayrıca Freiden, Ghezzi ve Stein'in<sup>22</sup> yaptığı bir çalışmada, gelişmekte olan ülkelerdeki hükümetlerin devalüasyon kararlarını seçim sonrasında erteleme istekleri ampirik olarak anlamlı bir destek görmüştür.

Seçim sonrası devalüasyon yapılması sıklıkla karşılaşılan bir durumdur. Özellikle hükümet değişikliği yaşandığında yeni hükümet bir devalüasyon yapar ve kendinden önceki hükümeti suçlar.<sup>23</sup>

Devalüasyonu erteleme isteğine Türkiye'den 5 Nisan 1994 kararlarının 27 Mart yerel seçimlerinin sonrasında bırakılması örnek gösterilebilir. Seçim öncesinde ekonominin düzene sokulması için yapılması gereken devalüasyon seçim sonrasında bırakılmış ve 5 Nisan kararlarıyla yapılmıştır. Devalüasyonun ertelendiği başka ülkelere örnek olarak Meksika, Brezilya, Rusya, Kore ve Tayvan gösterilebilir.<sup>24</sup>

---

<sup>20</sup> Ralph Setzer, "The Political Economy of Exchange Rate Regime Duration: A Survival Analysis", **University of Hohenheim Discussion Papers**, No: 265, April 2004, s. 4

<sup>21</sup> Setzer, a.g.m., s. 20

<sup>22</sup> Jeffry Freiden, Piero Ghezzi and Ernesto Stein, "Politics and Exchange Rates: A Cross-Country Approach", In: **The Currency Game: Exchange Rate Politics in Latin America**, eds: Jeffry Freiden, Ernesto Stein, Baltimore: John Hopkins University Press, 2001, s. 51

<sup>23</sup> Setzer, a.g.m., s. 4

<sup>24</sup> Rudiger Dornbusch, "A Primer on Emerging Market Crises", **NBER Working Paper Series**, No: w8326, June 2001, s. 6

Ampirik analiz sonuçlarına ve örneklere dayanarak seçim öncesi hükümetlerin, kur sistemini serbestleştirmek yerine, devalüasyon yapılması gereken bir durumda devalüasyonu erteleyerek sabit kuru korudukları ileri sürülebilir. Böylece hükümetler kur sistemini olması gereken şekilde uygulamayıp yeniden seçilebilme uğruna, ülkeyi daha da büyük sıkıntılar içine itmektedirler.

Partilerin sol çizgide olmaları sabit kuru bırakarak serbest kura geçmelerinde etkindir. Yani sağ hükümetler daha fazla sabit kuru sürdürme taraftarıdır. Çünkü sol partiler işsizliğe daha fazla duyarlı ve seçmenleri arasında birçok sendika üyesi olduğundan enflasyona biraz göz yumup işsizliği azaltmayı daha fazla isterler. İşsizliği azaltmak için genişletici para politikasına gitmek sabit kur sistemi altında reel değerlenme ve devalüasyona yol açacağından mümkün değildir. Bu yüzden sol partiler serbest kur sistemlerini daha fazla desteklemektedir. Sağ partilerin iş ve sermaye sahipleriyle daha sıkı ilişkileri olduğundan sağ hükümetler işsizliği azaltmak yerine, ekonomik istikrarı sağlayarak yatırımların reel değerini korumak ve kredi verenleri kollamak isteyecektir. Bu yüzden sağ partilerin kuru sabitleyerek istikrarı sağlama istekleri daha ağır basacaktır. Setzer'ın yapmış olduğu çalışmada yukarıda ifade edilen görüşlere dayanarak kurduğu ikinci hipotez şöyledir: Seçim olmayan yıllarda sol görüşlü hükümetlerin sabit kuru terk etme olasılığı sağ görüşlü hükümetlerden daha fazladır.<sup>25</sup>

Ampirik bulgulara göre, seçim olmayan yıllarda sol görüşlü hükümetlerin sabit kuru terk etme olasılıklarının sağ görüşlü hükümetlerden daha fazladır. Fakat makroekonomik değişkenler analize dahil edildiğinde makroekonomik değişkenlerin modeli açıklama gücünün oldukça fazla olduğu görülmüştür. Dolayısıyla sol hükümetlerin sabit kuru terk etme sebebinin izledikleri genişletici para politikası olduğu anlaşılmaktadır.<sup>26</sup>

---

<sup>25</sup> Setzer, a.g.m., ss. 4-6

<sup>26</sup> Setzer, a.g.m., ss. 22-23

## 1.2 Kur Sistemi, Spekülatif Ataklar ve Kriz İlişkisi

Kur sistemi ve krizler arasındaki ilginç bir ilişki spekülatif atakların sabit kur sistemleri altında işleyen piyasalarda meydana gelme sıklığıdır. Krizlere yol açan spekülatif atakların meydana geldiği kur sistemleri incelendiğinde karşımıza istisnasız sabit kur sistemleri çıkar. Daha önce kur sistemi seçimine yön veren faktörlere değinildiğinde ortaya konulduğu gibi döviz kuru sisteminin seçimi, hükümetlerin siyasi ve ekonomik çıkarları doğrultusunda yapılmaktadır. Hükümetler, 1970 ve 1980'lerde genellikle sabit kur sistemini tercih etmekteydi. Sabit kur sistemi uygulandığında her an bozulabilecek dengeler üzerinde ilerleyen yapay piyasalar ortaya çıkar. Yapay piyasa ifadesi ile kurun serbest piyasada arz talep şartları altında belirlenmemesi kastedilmektedir. Kur sabit tutulduğundan ulusal para reel olarak değerlendirilir. Kurun dengesizleşmesinin başka bir sebebi ulusal paranın bir para birimine, genellikle de ABD Doları'na sabitlenmesidir. Ulusal paranın ABD Doları'na sabitlenmesi aslında Dolar'ın dalgalandığı diğer paralara karşı dalgalanması anlamına gelir. Dolar'a sabitliğin dengesizlik yaratmadan sürdürülebilmesi için parasını sabitleyen ülkenin ABD'nin makroekonomik göstergelerine sahip olması gerekir. Bu mümkün olmadığı için de ulusal paranın reel değerinde değişiklikler olması kaçınılmazdır. Böyle piyasa şartları altında piyasadaki döviz yatırımcılarının çoğu enflasyonist ortamlarda uzun süre reel anlamda zarar eder. Fakat piyasa artık tıkanıp işlemez hale gelince piyasa güçleri, hükümetin uyguladığı baskıdan daha fazla bir güce erişir ve spekülatif bir atakla kuru olması gereken yere yaklaştırır.

Sabit döviz kuru sistemlerinin uygulandığı ülkelerde görülen krizler birbirleriyle oldukça büyük benzerlikler göstermektedir. Yüksek faizlerin cezbetmesiyle gerçekleşen yabancı fon girişi, sabit kur sisteminin getirdiği refah ve güven ortamı, hisse senedi borsalarının yükselmesi ve büyük cari açıkların sıcak para ile finanse edilmesi kriz öncesi ortak paydalardır. Daha sonra bazı sebeplerden dolayı ülkeye sermaye girişi önce durmuş ve sonra tersine dönerek ülkeden büyük sermaye çıkışları meydana gelmiştir. Bunun sonucu olarak sabit kur sistemi terk edilmek zorunda kalınmış ve ülke parası dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu krizlere örnek olarak Meksika (1994), Doğu

Asya (1997), Rusya (1998) ve Brezilya (1999) verilebilir. Bu krizlerin meydana geldiği ülkelerde yukarıda bahsedilen benzer ekonomik durumlar oluşmuş ve krizler öncesinde sabit döviz kuru sistemi uygulanmıştır.<sup>27</sup>

1990'lı yıllardaki krizler, iktisatçıların geliştirmekte olan ülkelerdeki döviz kuru sistemleri hakkındaki görüşlerini değişik perspektiflere kaydırmalarına yol açmıştır. Özellikle Brezilya ve Rusya krizlerinden sonra sürünen sabit kur veya yönetilen sabit kur gibi yarı müdahaleli kur sistemlerinin yararları şüpheli hale gelmiş ve Lawrence Summers gibi çoğu iktisatçı ya tamamen sabit kur yada tamamen serbest kur sistemlerinin kullanılmasını geliştirmekte olan ülkeler için tavsiye etmeye başlamışlardır.<sup>28</sup>

Müdahaleli döviz kuru sistemlerinin gözden düşmelerinin sebebi bu sistemlerin geçmişte iyi sonuçlar doğurmamasıdır. Tamamen sabit veya tamamen serbest kur sisteminin çok fazla örneği yoktur. Arjantin, Hong Kong ve Estonya'da para kurulu, Panama'da dolarizasyon uygulanmıştır. Fakat bu ülkelerin sayısı para kurulu ve dolarizasyon sistemlerinin sınanması için yeterli değildir. Tamamen serbest kur sistemi uygulayan ülkelerde sabit kur uygulayanlara oranla ekonomik durum daha iyidir. Meksika deneyimi bunun en güzel örneklerinden biridir. Meksika 1994 krizinden sonra serbest kur sistemini tercih etmiştir.<sup>29</sup>

1980'lerin sonları ve 1990'ların başlarında bir süredir gözden düşmüş olan sabit kur sistemleri tekrar akademik çevrelerde itibar görmeye başlamış ve özellikle Latin Amerika'daki dezenflasyon programlarında nominal çapa olarak ve ekonomik istikrarı korumak amacıyla sıkça kullanılmaya başlanmıştır. Döviz kuru sabit tutulduğunda yüksek olan ülke enflasyonunu, ulusal paranın sabitlendiği ülkenin enflasyon düzeyine yaklaşıma eğilimi gösterecektir. Fakat sabit döviz kuruna dayalı bir istikrar programının başarılı

---

<sup>27</sup> Edwards, "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention", s. 1

<sup>28</sup> Lawrence Summers, "International Financial Crises: Causes, Prevention and Cures", **American Economic Review**, May 2000, s. 8

<sup>29</sup> Edwards, "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention", ss. 13-14

olması için ön şart kamu maliyesinin bir düzene sokulmasıdır.<sup>30</sup> Velasco ve Tornell'in Brezilya, Şili, Peru, Arjantin, Uruguay, Bolivya, Meksika ve Dominik Cumhuriyeti'nin verilerini inceleyerek yaptığı çalışma, parasal hedeflere dayalı bir istikrar programının, döviz kuruna dayalı bir istikrar programına göre politikacıları bütçe açıklarını kapatmaya teşvik etme konusunda daha başarılı olduğunu göstermiştir.<sup>31</sup> Bu bulguya dayanarak döviz kuru çapasına dayalı bir programın başarısı mali disiplinden geçmesine rağmen politikacıların, döviz kuru çapasına dayalı bir istikrar programı sürdürülürken mali disiplin konusunda daha gevşek davrandıkları ileri sürülebilir. Dolayısıyla senyoraj ile bütçe açıklarını kapatma ihtiyacı azalma göstermez ve enflasyonist baskılar kontrol altına alınamaz. Kur ve enflasyon artışları arasındaki makas açıldığından spekülasyon bir atak sonucu bir döviz kuru krizinin meydana gelmesi kaçınılmaz olacaktır.

Sabit kur sisteminin en önemli sorunu ulusal paranın reel anlamda değer kazanarak ihracatta fiyat rekabetini zorlaştırmasıdır. Örneğin Sachs, Velasco ve Tornell, Meksika Pesosu'nun 1990-1994 yıllarındaki reel değerlenmesini ortalama % 28 olarak hesaplamışlardır.<sup>32</sup> Asya ülkelerinde de reel değerlenme sorunu gözlenmiştir. 1994'te Filipinler ve Kore'de aşırı değerlenme söz konusuydu.<sup>33</sup>

OECD'nin yaptığı bir çalışmada kur sisteminin, reel kur üzerindeki etkisi incelenmiştir. Arjantin, Brezilya, Şili ve Meksika'nın incelendiği bu çalışmada sabit kur sistemlerinin reel kuru yükseltici bir etkisi olduğu bulunmuştur.<sup>34</sup> Bu dört ülke 1980'ler ve 1990'larda hiperenflasyon yaşamış ve döviz kuru çapasına dayalı istikrar programlarıyla enflasyonu düşürmeye

---

<sup>30</sup> Edwards, "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention", s. 3

<sup>31</sup> Andres Velasco and Aaron Tornell, "Money Based versus Exchange Rate Based Stabilization with Endogenous Fiscal Policy", **NBER Working Paper Series**, No: w5300, October 1995, ss. 21-22

<sup>32</sup> Jeffrey Sachs, Andres Velasco and Aaron Tornell, "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995", **NBER Working Paper Series**, No: w5576, May 1996, s. 14

<sup>33</sup> Edwards, "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention", ss. 6-7

<sup>34</sup> Anne Laure Baldi and Nanno Mulder, "The Impact of Exchange Rate Regimes on Real Exchange Rates in South America, 1990-2002", **OECD Economics Department Working Paper**, No: 396, 30 June 2004, ss. 20-21

çalışmışlardır. 2002 yılında bu ülkelerin tamamı serbest kur sistemine geçmiştir. Bu dört ülkenin reel kur grafikleri çan eğrisi biçimindedir. Reel kur sabit kur sistemlerinin uygulandığı süre boyunca artmış ve serbest kur sistemine geçince (genellikle devalüasyonla birlikte) hızlı bir düşüş göstermiştir. Bunun sebebi yabancı sermayenin, sabit kur sistemiyle birlikte uygulanan yüksek faizlerin cezbetmesiyle ülkeye girerek kredi olanaklarını artırması ve ulusal talebin artmasının ticarete konu olmayan malların değerini artırarak ulusal paranın değerlenmesine yol açmasıdır. Reel kurların sivri bir çan eğrisi şeklini almadığı ülke Şili olmuştur. Çünkü Şili, sermaye kontrolü uygulayarak kısa vadeli sermaye hareketlerini engellemiştir. Bu sayede Pezo daha rekabetçi bir düzeyde kalabilmiştir. Bu örneklere dayanarak sabit kur sistemi altında sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasının iyi sonuçlar doğurmadığı ileri sürülebilir. Çünkü sabit kur sisteminde ülkeye giren sermaye ulusal paranın reel değerini artırmakta ve ülkenin rekabet gücünü düşürerek ihracatı azaltmaktadır. Bunun sonucunda dengesiz hale gelen kur, bir devalüasyonla krize sebep olmaktadır.

Serbest kur sistemi altında bir döviz krizi görülmemiştir. Bunun sebebi biraz da kriz tanımından kaynaklanmaktadır. Sabit kur sistemleri altında ulusal paranın küçük oranda değer kaybetmesi kriz olarak algılanırken serbest kur sistemi altında ulusal paranın değerindeki değişimler sistemin doğasından kaynaklandığından kriz olarak algılanmamaktadır.

### **1.3 Farklı Kur Sistemlerinde Seçilmiş Ülkelerin Asya ve Rusya Krizlerinden Etkilenme Düzeyleri**

Kur sistemlerinin dış şoklara karşı ekonomilerde yarattığı sonuçları inceleyebilmek için farklı kur sistemleri uygulayan ve benzer ekonomik özellikler gösteren ülkelerin karşılaştırılması yoluna gidilebilir. Dolayısıyla Latin Amerika'da benzer ekonomik yapıya sahip Arjantin, Brezilya, Şili ve Meksika'nın, Asya ve Rusya krizlerinde verdikleri ekonomik tepkilerin karşılaştırılması uygun bulunmuştur.

Tablo 1’de görüldüğü üzere 1997 Asya krizi sırasında Şili ve Meksika serbest kur sistemindeyken Arjantin ve Brezilya sabit kur sistemleri uygulamaktaydı. Asya krizinden sonra Brezilya 1998’de sabit kur uygulamıştır. Fakat Rusya krizinden sonra kur sistemi çöktüğünden serbest kura geçmiştir. Arjantin 1997 Asya ve 1998 Rusya krizlerinden sonra para kurulu sistemine devam etmeye çalışmıştır. Fakat 2002’de kriz yaşayarak para kurulu sistemini terk etmek zorunda kalmıştır. Para kurulu sistemi sabit kur sistemi olduğundan dış şoklar tamamen iç piyasaya yansımıştır.

Tablo 1: Arjantin, Brezilya, Şili ve Meksika’nın 1990-2002 Arasında Uyguladığı Kur Sistemleri

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Arjantin	2	2	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	1
Brezilya	2	3	3	3	4	4	3	3	4	1	1	1	1
Şili	1	3	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Meksika	2	4	4	4	4	2	2	1	1	1	1	1	1

1=Serbest Dalgalanma 2=Kırlı Dalgalanma 3=Kırlı Dalgalanma/Sürünen Sabit 4=Sabit

Kaynak: Anne Laure Baldi, Nanno Mulder, “The Impact of Exchange Rate Regimes on Real Exchange Rates in South America, 1990-2002”, **OECD Economics Department Working Paper**, No: 396, 30 June 2004, s. 8

1998 krizinden sonra Rusya moratoryum ilan etmiştir. Rusya’nın moratoryum ilan etmesi gelişmekte olan ülkelere yatırım yapan fonların bilançolarını bozmuş ve bu kurumlar kredi azaltması yoluna gitmişlerdir.<sup>35</sup> LTCM (Long Term Capital Management) isimli riskten korunma fonu 5.5 milyar Dolar’lık varlığıyla piyasada 1.5 trilyon Dolar’lık pozisyon almıştı<sup>36</sup> ve Rus borçlanma senetlerinde büyük bir yatırımı vardı. Rusya borçlarını ödeyemeyeceğini ilan edince LTCM kendi yükümlülüklerini yerine getiremez hale geldi ve iflas etti. LTCM’nin iflasından sonra yüksek oranda kaldıraçlı kurumlara olan piyasa güveni sarsılmış ve dünyadaki sermaye hareketlerinde büyük bir azalma görülmüştür.<sup>37</sup> Rusya krizinin yarattığı finansal daralma Arjantin’i vurmuştur.<sup>38</sup> Çünkü Arjantin ulusal para üretebilmek için dövize bağımlıydı. Sermaye hareketlerinin azalmasıyla döviz girişindeki azalma

<sup>35</sup> Guillermo A. Calvo and Ernesto Talvi, “Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile” **NBER Working Paper Series**, No: w11153, February 2005, s. 9

<sup>36</sup> IMF International Capital Markets 2000, Chapter 4, s. 85

<sup>37</sup> Calvo and Talvi, a.g.m., s. 6

<sup>38</sup> Mardi Dungey, Renée Fry, Brenda González-Hermosillo and Vance Martin, “The Transmission of Contagion in Developed and Developing International Bond Markets”, Risk Measurement and Systemic Risk isimli konferanstaki konuşma, 7-8 March 2002, s. 71 <http://www.bis.org/cgfs/conf/mar02d.pdf>

Arjantin'in likidite sorunu yaşayarak GSMH'sinin azalmasına ve krize girmesine neden olmuştur.

1997 Asya ve 1998 Rusya krizi sırasında gösterdikleri performans karşılaştırıldığında esnek kur sistemi uygulayan ülkelerin krizleri daha az maliyetle atlattığı görülmektedir. Tablo 2, 3 ve 4'e bakıldığında Meksika ve Şili'nin 1997'den itibaren Arjantin ve Brezilya'dan cari açık, büyüme ve enflasyon açılarından daha iyi bir ekonomik performans gösterdiği ileri sürülebilir.

Cari açıklar Tablo 2'de incelendiğinde 1997'de dört ülkenin de cari açıklarının GSMH'lerine oranlarının % 4 civarında olduğu görülebilir. Sadece Meksika'nın cari açığı biraz daha düşük olup % 1,9'dur. 1997 Asya krizinden sonra 1998'de hepsinin cari açıkları % 4,5 civarındadır.

Tablo 2: Arjantin, Brezilya, Şili ve Meksika'nın Asya ve Rusya Krizlerindeki Cari Açıkları

(Gayri Safi Milli Hasılanın Yüzdesi Olarak)								
Ülke	Arjantin	Brezilya	Şili	Malezya	Meksika	Rusya	Tayland	Türkiye
1990	3,3	-0,8	-1,5	-2,1	-2,9	n/a	-8,3	-1,7
1991	-0,2	-0,3	-0,3	-8,6	-4,7	n/a	-7,5	0,3
1992	-2,8	1,6	-2,2	-3,7	-6,7	-1,4	-5,5	0,1
1993	-3,4	-0,1	-5,4	-4,6	-5,8	1,4	-5	-3
1994	-4,3	-0,3	-2,9	-7,6	-7	1,9	-5,4	3,1
1995	-2	-2,6	-1,9	-9,7	-0,6	1,4	-7,9	-0,3
1996	-2,5	-3	-4,1	-4,4	-0,8	2,1	-7,9	-1,2
1997	-4,2	-3,8	-4,4	-5,9	-1,9	-0,6	-2,1	-1,1
1998	-4,9	-4,2	-5	13,2	-3,8	-0,8	12,8	1
1999	-4,2	-4,7	0,1	15,9	-2,9	11,3	10,2	-0,7
2000	-3,2	-4	-1,2	9,4	-3,2	17,2	7,6	-5
2001	-1,4	-4,5	-1,6	8,3	-2,8	10,9	5,4	2,4
2002	8,5	-1,7	-0,9	8,4	-2,1	9	5,5	-0,8
2003	5,8	0,8	-1,5	12,9	-1,4	8,2	5,6	-3,3
2004	2	1,9	1,5	12,6	-1,1	10,3	4,5	-5,1
2005	1,3	1,7	0,3	13,5	-1,1	13,2	-2,5	-5,6
2006	0,1	0,7	-0,7	12,4	-0,8	13	-2,5	-5,3

Kaynak: IMF World Economic Outlook Database ve www.econstats.com , 20 Mayıs 2006

Fakat 1998 Rusya krizinden sonra cari açıklar serbest kur uygulayan ülkeler olan Şili ve Meksika'da düşme eğilimindeyken Brezilya ve Arjantin'in açıkları uygulanan sabit kur sistemlerinin ulusal paraları reel değerlendirme

etkisi sebebiyle düşmemiş ve Brezilya 1999'da serbest kura geçmiştir. Arjantin 2002'de krizle birlikte para kurulunu terk etmek zorunda kalmıştır.

GSMH açısından Tablo 3 incelendiğinde Arjantin'in 1999-2002 arasında sürekli küçüldüğü ve 2002'de serbest kura geçtikten sonra büyüme performansının istikrar kazanarak ortalama % 7'ler civarına geldiği anlaşılır. Meksika 1997'den 2000'e kadar sanki dünyada hiç kriz yokmuşçasına istikrarlı bir büyüme sergilemiştir. 2001'de % 0,2 küçüldükten sonra 2002'den itibaren istikrarlı bir büyüme trendine girmiştir.

Tablo 3: Arjantin, Brezilya, Şili ve Meksika'nın Asya ve Rusya Krizlerindeki Gayri Safi Milli Hasılları

Sabit Fiyatlarla, Yıllık Yüzde Değişim								
Ülke	Arjantin	Brezilya	Şili	Malezya	Meksika	Rusya	Tayland	Türkiye
1990	-1,3	-4,2	3,7	9	5,2	n/a	11,6	9,2
1991	10,5	1	8	9,5	4,2	n/a	8,1	0,7
1992	10,3	-0,5	12,3	8,9	3,5	-14,5	8,1	6,5
1993	6,3	4,9	7	9,9	1,9	-8,7	8,3	8,7
1994	5,8	5,9	5,7	9,2	4,4	-12,7	9	-5,7
1995	-2,8	4,2	10,6	9,8	-6,2	-4,1	9,2	6,7
1996	5,5	2,7	7,4	10	5,2	-3,6	5,9	6,6
1997	8,1	3,3	6,6	7,3	6,7	1,4	-1,4	7,5
1998	3,8	0,1	3,2	-7,4	4,9	-5,3	-10,5	3
1999	-3,4	0,8	-0,8	6,1	3,9	6,3	4,4	-4,4
2000	-0,8	4,4	4,5	8,9	6,6	10	4,8	7,4
2001	-4,4	1,3	3,4	0,3	-0,2	5,1	2,2	-7,5
2002	-10,9	1,9	2,2	4,4	0,8	4,7	5,3	7,9
2003	8,8	0,5	3,7	5,4	1,4	7,3	6,9	5,8
2004	9	4,9	6,1	7,1	4,4	7,2	6,1	8,9
2005	7,5	3,3	5,9	5,5	3	5,5	3,5	5
2006	4,2	3,5	5,8	6	3,5	5,2	5	5

Kaynak: IMF World Economic Outlook Database ve www.econstats.com , 20 Mayıs 2006

Brezilya 1997'de % 3,3 büyüdükten sonra 1998'de % 0,1 ve 1999'da % 0,8 büyümüştür. 1999'da serbest kura geçtikten sonra 2000'de % 4,4 büyümüş ve sonraki yıllarda büyüme performansını % 2 civarında sürdürmeyi başarmıştır. Şili, 1990-1997 arasında ortalama % 8 bir büyüme gösterdikten sonra 1998'de % 3,2 büyümüş, 1999'da % 0,8 küçülmüştür. Şili'nin 1997-1999 arası kötü ekonomik performans göstermesinin sebebi 1997'de başlayan Asya krizinin etkileri sebebiyle ihracatının düşmesi ve oluşan cari açığı kapatmak için gerekli sermaye girişinin gerçekleşmemesidir. Dolayısıyla

Şili ithalatını % 22 oranında azaltmak zorunda kalmıştır.<sup>39</sup> Fakat sonraki yıllarda istikrarlı bir şekilde % 4'ler civarında büyüme göstermiştir. Bazı iktisatçılar Şili'nin krize girmemesini sağlayan etken olarak uyguladığı sermaye sınırlamalarını göstermiştir.<sup>40</sup>

Enflasyon açısından Tablo 4'te yine Arjantin ve Brezilya, Şili ve Meksika'dan daha kötü bir performans göstermiştir. Arjantin 1999, 2000 ve 2001'de GSMH'sindeki küçülmenin etkisiyle deflasyon yaşamış ve 2002'de % 25'lik bir enflasyona maruz kalmıştır. Sonrasında 2003 ve 2004'te % 13 ve % 4'lük enflasyonlar görmüştür.

Tablo 4: Arjantin, Brezilya, Şili ve Meksika'nın Asya ve Rusya Krizlerindeki Enflasyonları

Yıllık Yüzde Değişim								
Ülke	Arjantin	Brezilya	Şili	Malezya	Meksika	Rusya	Tayland	Türkiye
1990	2314	2947,7	26	3	26,7	n/a	6	60,3
1991	171,7	477,4	21,8	4,4	22,7	n/a	5,7	66
1992	24,9	1022,5	15,4	4,8	15,5	1735	4,2	70,1
1993	10,4	1927,4	12,7	3,6	9,8	878,8	3,3	66,1
1994	4,2	2075,8	11,4	3,7	7	307,5	5,1	106,3
1995	3,4	66	8,2	3,5	35	198	5,8	93,6
1996	0,2	16	7,4	3,5	34,4	47,7	5,9	79,4
1997	0,5	6,9	6,1	2,7	20,6	14,8	5,6	85
1998	0,9	3,2	5,1	5,3	15,9	27,7	8,1	83,6
1999	-1,2	4,9	3,3	2,7	16,6	85,7	0,3	63,5
2000	-0,9	7,1	3,8	1,5	9,5	20,8	1,6	54,3
2001	-1,1	6,8	3,6	1,4	6,4	21,5	1,7	53,9
2002	25,9	8,4	2,5	1,8	5	15,8	0,6	44,8
2003	13,4	14,8	2,8	1,1	4,5	13,7	1,8	25,2
2004	4,4	6,6	1,1	1,4	4,7	10,9	2,7	10,3
2005	9,5	6,8	2,9	3	4,3	12,8	4,2	8,4
2006	10,4	4,6	3,3	2,5	3,6	10,7	2,7	6,9

Kaynak: IMF World Economic Outlook Database ve www.econstats.com , 20 Mayıs 2006

Brezilya 1998'de % 3,2, 1999'da % 4,9 ve 2000'de % 7,1 enflasyon yaşamıştır. Şili 1997'de % 6 olan enflasyonunu azalan bir trendde 2005'te % 2,9'a düşürmeyi başarmıştır. Meksika 1997'de % 20 olan enflasyonunu

<sup>39</sup> Barry Eichengreen, Ricardo Hausman and Ugo Panizza, "Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They are not the Same and Why It Matters?", **NBER Working Paper Series**, No: w10036, October 2003, s. 6

<sup>40</sup> Kevin Covan and Jose De Gregorio, "International Borrowing, Capital Controls and the Exchange Rate: Lessons from Chile", **NBER Working Paper Series**, No: w11382, May 2005, s. 10

sürekli azalan bir trendde 2006'da % 3,6'ya kadar düşürmeyi başarmıştır. Şili ve Meksika, Asya ve Rusya krizleri sırasında bile enflasyonu istikrarlı bir şekilde azalan bir trend içinde düşürmeyi başarmıştır. Arjantin ve Brezilya'da enflasyon inişli çıkışlı bir grafik izlemiştir. Enflasyondaki oynaklığın yüksek olduğu bir ekonominin enflasyonu düşürdüğü söylenemez.

Kur sistemlerinin ekonomileri diğer krizlerin bulaşma etkilerinden korumaya nasıl yardımcı olduğunu anlamak için Tablo 5'teki kurlara bakmak yeterlidir.

Tablo 5: Arjantin, Brezilya, Şili ve Meksika'nın Asya ve Rusya Krizlerindeki Kurları

Birim : 1 SDR = Ulusal Para								
Ülkeler	Arjantin		Brezilya		Şili		Meksika	
Yıllar	1 SDR	Değişim%	1 SDR	Değişim%	1 SDR	Değişim%	1 SDR	Değişim%
1990	0.795	236.8	0.000		479.23	23.0	4,190	
1991	1.428	79.8	0.001		536.22	11.9	4,393	4,83
1992	1.362	-4.6	0.006		525.70	-2.0	4,284	-2,49
1993	1.372	0.7	0.163	2529.8	592.05	12.6	4,266	-0,41
1994	1.459	6.4	1.235	658.2	589.91	-0.4	7,774	82,22
1995	1.486	1.9	1.446	17.1	605.19	2.6	11,361	46,14
1996	1.437	-3.3	1.495	3.3	611.09	1.0	11,289	-0,63
1997	1.349	-6.2	1.506	0.8	593.41	-2.9	10,906	-3,39
1998	1.407	4.4	1.702	13.0	667.08	12.4	13,890	27,36
1999	1.372	-2.5	2.455	44.3	727.52	9.1	13,059	-5,99
2000	1.302	-5.1	2.547	3.7	746.15	2.6	12,472	-4,49
2001	1.256	-3.5	2.916	14.5	824.66	10.5	11,489	-7,88
2002	4.514	259.3	4.802	64.7	968.49	17.4	14,020	22,03
2003	4.317	-4.4	4.292	-10.6	890.72	-8.0	16,696	19,09
2004	4.595	6.5	4.121	-4.0	869.42	-2.4	17,494	4,78

Kaynak: IMF World Economic Outlook Database ve www.econstats.com , 20 Mayıs 2006

Arjantin ve Brezilya 1998'e kadar sabit kur sistemi uygulamıştır. Dolayısıyla ulusal paralarında 1996 ve 1997'de büyük değişiklikler görmek mümkün değildir. Fakat Asya krizi sonrası bozulan global ekonomik konjonktür Brezilya'yı endişelendirmiş ve tamamen sabit kur sistemine geçerek kuru daha da baskı altına almayı seçmiştir. Fakat 1999'da kuru dalgalanmaya bırakmak zorunda kalmıştır. Arjantin 1997 ve 1998 krizleri boyunca para kurulunu korumuş fakat 2002'de krize girerek kur sistemini serbestleştirmiştir. Şili ve Meksika'da kriz sırasında kur zaten serbest olduğundan kur piyasa koşullarına göre ayarlanmış ve dış şokları emerek ülkeleri krizden korumuştur. Şili'de 1994'ten 1997'ye kadar ulusal paranın

değerinde çok az değişim olmasına rağmen, 1998'de % 12 ve 1999'da % 9'luk değer kayıpları sonucunda kriz riski azalmıştır. Şili, 2001 ve 2002'de Pezo'ya karşı yapılan spekülasyon ataklarına karşı kurda yine % 10 ve % 17'lik artışlara izin vererek sistemin çökmesini engellemiştir. Meksika'da 1996 ve 1997'de ulusal para çok az değişim gösteriyordu. 1998'de Rusya krizinin etkileri iyice hissedilmeye başlandığında para değerinde % 27'lik bir azalma sonucu ekonomi bu dış şoktan korunmuştur. Meksika'da, 2002 ve 2003'te Arjantin krizi sebebiyle gelen spekülasyon atakları sonucunda ulusal para % 22 ve % 19 değer kaybetti. Böylece Meksika, Arjantin krizinin bulaşma etkisinden korunmuş oldu.

Bu bilgilerin ışığında teoriye uygun olarak esnek kur uygulayan ülkelerin, ulusal paralarının değerindeki değişimler sayesinde dış şoklardan daha az etkilendikleri görülmektedir. Esnek kur sistemi, ülkeleri krizlerin bulaşma etkilerinden korumuştur. Dolayısıyla esnek kur sisteminin krizleri önleyen bir özelliğe sahip olduğu ileri sürülebilir.

## II. BÖLÜM

### Finansal Serbestleşme, Sermaye Hareketleri ve Kriz

Bu bölümde finansal serbestleşme, sermaye hareketleri ve kriz arasındaki etkileşim incelenecektir. Bunun için sermaye hareketlerini serbestleştirmeyi gerektiren gelişmeler ve sermaye hareketlerini serbestleştirmenin teorik altyapısı ele alınacaktır. Sermaye hareketlerinin türlerini ve hacmini gösteren kısımdan sonra sermaye hareketliliğinin yararları sorgulanacaktır. İlerleyen kısımlarda sermaye hareketlerinin krizlerin doğasını nasıl değiştirdiği irdelenecektir. Sermaye hareketleri ve döviz kuru sisteminin, krizlerin çıkış mekanizmaları içinde nasıl yer aldığı ayrıntılı bir biçimde incelenecektir. Ayrıca krizlerin analizinde kullanılmaya başlanan yeni bir teknik olan bilanço yaklaşımı çerçevesinde Asya, Rusya, Türkiye ve Arjantin krizleri incelenerek bölüm bitirilecektir.

#### 2.1 Globalleşme, Finansal Serbestleşme ve Kriz

Globalleşme oldukça muğlak bir terim olmasına karşın son yıllarda ticari, ekonomik, kültürel, teknolojik ve politik açıdan bütünleşmiş bir dünya ekonomisini ifade etmek için kullanılmaya başlanmıştır. Globalleşme olgusunun reel ekonomiyle ilgili olan kısmı yani serbest ticaret ve malların dolaşımı konusu literatürde sıkça yer bulmasına rağmen globalleşmenin mali kanadı ancak Asya krizinden sonra literatürde yer bulmaya başlamıştır.<sup>41</sup>

Bu bağlamda tezin konusu dışına taşmama kaygısıyla globalleşmenin mali boyutunun krizlerle olan ilgisinin irdelenmesi daha uygun bulunmuştur. Çünkü çalışmada incelenen bankacılık ve döviz krizleri ekonominin reel kanadından çok mali kanadını ilgilendirmektedir. Finansal anlamda globalleşme, finansal serbestleşme ve sermaye hareketleri biçimlerinde vücut bulmaktadır. Dolayısıyla çalışmanın geri kalanında finansal serbestleşme ve sermaye hareketlerinin krizlerle olan ilgisi ağırlıklı olarak incelenecektir. Reel

---

<sup>41</sup> Helmut Wagner, "Globalization and Financial Instability: Challenges for Exchange Rate and Monetary Policy", *International Journal of Social Economics*, Vol.31(1), 2004, ss. 1-2

sektörün ikinci planda incelenecek olmasının diğer bir sebebi uluslararası sermaye hareketlerini yöneten şirketler, emeklilik fonları, sigorta fonları, bankalar ve riskten korunma fonları gibi kuruluşların yönettiği paranın sadece döviz piyasasında el değiştiren miktarının Nisan 2004'te günlük 1,9 trilyon Dolar'a ulaşmasıdır.<sup>42</sup> Bu büyüklükteki miktarlar dünyada ticarete konu olan tüm mal ve hizmetlerin yıllık tutarı olan 9,9 trilyon Dolar'ın (2004 rakamı) 190 katına denk gelmektedir.<sup>43</sup>

Finansal serbestleşme, sermaye hareketleri ve kriz arasında yakın bir ilişki olduğu ampirik çalışmalarla gösterilmiştir. Diaz-Alejandro finansal serbestleşmenin krizlere yol açtığını ileri sürmektedir.<sup>44</sup> Finansal serbestleşmenin, McKinnon'un<sup>45</sup> ileri sürdüğü şekilde ekonomik büyümeye pozitif bir etkide bulunacağı varsayılmasına rağmen piyasayı bozan diğer faktörlerin varlığında, finansal serbestleşme büyümeyi negatif yönde etkileyebilir. Örneğin ahlaki çöküntü piyasa bozucu faktörlerden biridir. Ulusal reel faiz oranları uluslararası faiz oranlarını geçtiğinde sermaye girişleri meydana gelecek ve artan kredi olanakları ahlaki çöküntü sorununu artırarak refahı düşürecektir.<sup>46</sup> Finansal serbestleşme gelişmekte olan ülkelerde çoğunlukla krizleri de beraberinde getirmektedir. 1990'lı yıllarda krizlerin sayısı artmıştır. İkiz krizler genellikle finansal serbestleşmeyi gerçekleştirmiş gelişmekte olan ülkelerde yoğunlaşmaktadır. Bankacılık krizlerinin çoğunlukla finansal serbestliğe sahip ülkelerde görüldüğü Kaminsky ve Reinhart'ın yaptığı ampirik bir çalışmayla ortaya konulmuştur.<sup>47</sup> Finansal

---

<sup>42</sup> Bank For International Settlements, Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange and Derivatives Activity in 2004, March 2005, s. 3

<sup>43</sup> IMF World Economic Outlook, April 2005

<sup>44</sup> Carlos Diaz-Alejandro, "Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash", **Journal of Development Economics**, Vol: 19, 1985, ss. 1-2

<sup>45</sup> Ronald I. McKinnon, **Money and Capital in Economic Development**, Washington, USA: The Brookings Institution, 1973, ss. 11-12

<sup>46</sup> Joshua Aizenman, "Financial Opening: Evidence and Policy Options", **NBER Working Paper Series**, No: w8900, April 2002, ss. 2-4

<sup>47</sup> Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payment Problems", **American Economic Review**, November 1998, s. 33

serbestleşmeyle birlikte sermaye hareketlerine tanınan sınırsız özgürlük, kriz çıkma olasılığını artırmaktadır.<sup>48</sup>

## 2.2 Globalleşme ve Finansal Serbestleşmenin Arkasındaki Faktörler

Ekonomik globalleşmenin üç önemli itici gücü vardır.

- Taşıma ve iletişim teknolojisinin ilerlemesi ve maliyetlerinin düşmesi.
- Bireylerin ve toplumların maliyetleri düşen taşıma ve iletişimin getirdiği olanaklardan faydalanma isteği.
- Kamu politikalarının genellikle bu trendi destekleyen yönde olması.<sup>49</sup>

Bu üç ana sebep ekonomik globalleşmenin önemli ayaklarından olan mal ve hizmetlerin ticaretini ve finansal piyasaların bütünleşmesiyle birlikte sermaye hareketlerini körüklemiştir. Sermaye hareketleri 1970'lerde ithalat ihracat tutarlarının ödenmesi amacıyla meydana geliyordu. Daha sonra sermaye hareketleri, dış ticaret ödemelerinin yanı sıra yatırım amaçlı da gerçekleştirilmeye başlandı. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesini savunan görüşe göre sermaye, rahatça hareket edebilirse tasarruf fazlası olan ülkelere tasarruf açığı olan ülkelere doğru akacaktır. Çünkü tasarruf fazlası yani sermaye fazlası olan ülkelere faizler düşük, sermaye açığı olan yerlerde faizler daha yüksek olacağından sermaye, daha fazla getiri elde edeceği ülkeye gitmeyi tercih edecektir. Ayrıca sermaye rahatça yer değiştirebilirse dünya çapında finansal kaynakların optimal dağılımı sağlanacak ve ekonomik kalkınma hızlanacaktır.<sup>50</sup> Teoride sermaye hareketleri hesaplarının serbest olması aşağıdaki gerekçelerle savunulur:

---

<sup>48</sup> Aizenman, a.g.m., ss. 5-6

<sup>49</sup> Michael Mussa, "Factors Driving Global Economic Integration", **Federal Reserve Bank of Kansas City Publications**, 2000, ss. 1-2,

<http://www.kc.frb.org/PUBLICAT/SYMPOS/2000/mussa.pdf>

<sup>50</sup> McKinnon, a.g.e., ss. 11-12

- Dünya tasarruflarının etkili dağılımı sonucu elde edilecek olan yüksek yatırım ve büyüme oranları.
- Aralıklı tüketimin önlenmesi: Ekonomik yavaşlama sırasında bir ülke uluslararası piyasalardan borçlanarak tüketimini azaltmayabilir ve ekonomik canlanma sırasında borçlarını ödeyebilir. Bu sayede iş çevrimlerinin volatilitesi azalacak ve piyasa oynaklıkları küçülecektir. Büyüme ve refah daha istikrarlı olacaktır.
- Uluslararası finans ve ödeme imkanlarına kavuşma ile birlikte bir ülkedeki ticaret ve yatırım hızlanacaktır.
- Sermaye hareketleri hesabının serbest bırakılması, bir ülkede piyasa ekonomisinin sıkı disiplininin ortaya çıkmasına yardımcı olacaktır. Çünkü piyasa aktörleri zaman tutarsızlığı yaratacak politikalar izleyen ülkeleri cezalandıracak ve enflasyonist baskıları artıracaktır. Fon yöneticileri genişletici para politikası uygulayan ülkelere uzak duracaklardır. Bu sebeplerden dolayı hükümetler tutarlı makroekonomik yönetim sergilemek zorunda kalacaklardır.
- Doğrudan yabancı sermaye yatırımları desteklendikçe uluslararası şirketler, yeni teknoloji, pazarlama ve yönetim becerilerini de geliştirmekte olan ülkelere getireceklerdir.
- Yabancı bankaların piyasaya girmesiyle rekabet artacağından ve fonlarla şirketler arasındaki aracılık daha iyi yapılacağından finansal maliyetler azalacaktır. Böylece yatırım ve büyüme, finansal derinleşme sayesinde hızlanacaktır.
- Sermaye hareketleri sınırlamasının yol açtığı rant arama ve yozlaşmanın önlenmeleri sonucunda doğrudan verimsiz aktiviteler azalacağından refah kayıpları önlenecektir.

Sermaye hareketlerinin büyümeyi hızlandıracağı görüşüne en büyük örnek olarak Asya ülkelerinde çok başarılı bir biçimde devam eden ihracata yönelik büyüme gösterilmekteydi. Çünkü Asya ülkelerinde sermaye hareketleri hesapları serbestti. Asya ülkelerine büyük miktarda yabancı

sermaye giriyordu. Giren yabancı sermaye ihracata dayalı yatırımları finanse ediyordu. Öyle ki IMF bu ülkeleri örnek göstererek sermaye hareketleri hesaplarının serbest bırakılmasını tavsiye eden bir kampanyaya girişmişti. Fakat Asya ülkelerindeki kalkınma kısa vadeli borç ile finanse edilmekteydi. Ayrıca sermaye hareketleri serbestisiyle birlikte döviz kurunun Dolar'a sabitlenmesi sonucu bu ülkeler para politikası üzerindeki tüm inisiyatiflerini kaybetmişlerdi. Para politikası kontrolsüzlüğü ve tersine dönen sermaye hareketleriyle patlak veren Asya krizi IMF'in kampanyasına bir son vermiş ve politikaların yeniden gözden geçirilmesine yol açmıştır.<sup>51</sup>

### **2.3 Sermaye Hareketlerinin Türleri ve Hacmi**

Bu kısımda dünyada yer değiştiren sermaye hareketlerinin miktar ve türleri hakkında bilgi verilecektir. Bu sayede krizler ve sermaye hareketleri arasındaki bağlantılar daha iyi anlaşılabilir.

#### **2.3.1 Sermaye Hareketlerinin Türleri**

Sermaye hareketleri yatırım amaçlarına göre iki ana gruba ayrılabilir.

##### **2.3.1.1 Dolaylı Yabancı Sermaye**

Dolaylı yabancı sermaye mali sektöre yatırım yapmak amacıyla ülkeye girer. Mali sektördeki kazançlar spot piyasa şartları altında oluşur. Mali piyasalarda kar elde edebilmek için doğru zamanda doğru pozisyonda olmak gerekir. Örneğin yabancı sermaye, değeri düşecek hisse senetlerine yatırım yapmak istemeyecektir veya enflasyon oranının altında faiz veren bir ülkede faize yatırım yapmayacaktır. Dolaylı yabancı sermaye belli bir zaman diliminde belli bir oranda çoğalma amacına ulaştıktan sonra ülkeden çıkmak isteyecektir. Dolayısıyla daha kısa vadeli yatırımlarla karın realizasyonu yolunu seçer. Fakat dolaylı yabancı sermayenin negatif bir durum yarattığı vurgulanmaya çalışılmamaktadır. Çünkü dolaylı yabancı sermaye olarak

---

<sup>51</sup> Neil Karunaratne, "Globalization, Crisis Contagion and the Reform of the International Financial Architecture", **University of Queensland**, Discussion Paper 300, Barisbane, Australia, January 2002, ss. 4-8

gelen fonlar, ulusal veya yabancı reel sektör yatırımcısı tarafından kullanılır ve faiz oranlarını artırmadan, daha fazla yatırımın, daha uygun şartlar altında yapılmasını sağlar. Sermaye hareketlerinin hacmi doğrudan yabancı sermaye yatırımı ve portföy yatırımı şeklinde Tablo 7 ve 8’de görülebilir.

Dolaylı yabancı sermaye yatırımı, riskten korunma amacıyla da yapılabilir. Bir yatırımcı elindeki sermayeyi yatırım yaparak artırmaya çalışsa da azalmasını engellemek için riskten korunma araçları olan türev piyasasına da yatırım yapabilir. Örneğin 3 ay sonra eline 1 milyon Euro geçecek olan bir firmanın şu anda 1 milyon Dolar borcu olduğunu ve Euro/Dolar paritesinin de 1 olduğunu varsayalım. Bu durumdaki bir firma 3 ay sonraki 1 milyon Euro, 1 milyon Dolar ederse ne kar ne zarar edecektir. Fakat Dolar, Euro karşısında değer kazanırsa zarar tersi durumda kar edecektir. Firma zarar etme riskinden korunmak için vadeli işlemler borsasında 3 ay sonrası için Euro verip Dolar alacağı bir opsiyon anlaşması yaparak riskini sıfırlayabilir. Bunu gerçekleştirmesi için küçük bir teminat yatırması yeterlidir.<sup>52</sup> Türkiye’de vadeli opsiyon borsası İzmir’de 2005 yılında faaliyetine başlamıştır.

### **2.3.1.2 Doğrudan Yabancı Sermaye**

Doğrudan yabancı sermaye, hizmet veya üretim sektörlerinden birinde faaliyet göstererek kar elde etme amacıyla ülkeye girer. Doğrudan yabancı sermaye, sabit bir yatırım yaptığında belli bir süre içinde yaptığı yatırımı amorti etmeye çalışacak ve amortisman süresinin sonunda kar elde etmeye başlayacaktır. Sabit yatırımların amortisman süreleri, mali yatırımlara oranla daha uzun süreli olduğundan doğrudan yabancı sermaye yatırımları daha uzun süreli bir sermaye girişi demektir. Fakat amortisman süresi sonunda ülkeye giren yabancı sermaye tamamen çıkmış demektir. Çünkü başlangıçta getirilen yabancı sermaye, ulusal para birimine çevrilmiş ve amortisman süresince ulusal para birimi üzerinden elde edilen karlar tekrar yabancı para birimine çevrilerek yurtdışına çıkarılmıştır. Kar elde etme sürecinde ulusal

---

<sup>52</sup> Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, “Yatırımcı Rehberi”, İzmir, 16 Eylül 2005, [http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/docs/yatirimci\\_rehberi091605.pdf](http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/docs/yatirimci_rehberi091605.pdf) , Nisan 2006

para birimi üzerinden elde edilen karlar yabancı para birimine çevrilerek yurtdışına çıkmaya başlayacaktır. Bölümün sonunda açıklanacak olan bilanço yaklaşımına göre uzun vadede yabancı sermaye, getirdiğinden daha fazla döviz yurtdışına çıkaracaktır. Bunun önlenmesi için sabit yatırım için gelen sermayenin ihracat odaklı çalışması ve yurtiçi piyasadan elde ettiği karın karşılığı kadar net ihracat yaparak yurtiçine döviz getirmesi gerekir.

### 2.3.2 Dünya'daki Sermaye Hareketlerinin Hacmi

Dünya'daki sermaye hareketlerinin hacmi, mal ticareti hacminden çok büyüktür. Tablo 6'da geleneksel global döviz piyasalarındaki günlük hacim görülebilir. 2004 yılında döviz piyasasında meydana gelen günlük hacim 1 trilyon 880 milyar Dolar'dır.

Tablo 6: Geleneksel Global Döviz Piyasalarının Hacmi

Günlük Ortalamalar, milyar Dolar cinsinden						
	1989	1992	1995	1998	2001	2004
Spot Alışverişler	317	394	494	568	387	621
Vadeli İşlemler (Forward)	27	58	97	128	131	208
Döviz Takasları (Swap)	190	324	546	734	656	944
Hesaplanan Hata	56	44	53	60	26	107
<b>Toplam Geleneksel Hacim</b>	<b>590</b>	<b>820</b>	<b>1190</b>	<b>1490</b>	<b>1200</b>	<b>1880</b>

Kaynak: Bank for International Settlements, Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004, March 2005, s. 5

Tablo 7 ve 8'de görüldüğü gibi net sermaye akımları dünya çapında 1992'deki 107 milyar Dolar'lık hacimden 1996'da 224 milyar Dolar'a çıkmıştır. Fakat 1997 Asya kriziyle birlikte 115 milyar Dolar'a inmiştir. Arada 109 milyar Dolar'lık bir fark vardır. Bu farkın çoğu da Asya ülkelerine giden sermayenin azalmasından kaynaklıdır. Kriz ülkelerine giren sermaye 1996'da 67 milyar Dolar'ken 1997'de -15 milyar Dolar'lık çıkışa dönmüştür. Asya'daki diğer ülkeler 1996'daki 52 milyar Dolar'lık rakamdan 1997'de 22 milyar Dolar'lık rakama düşmüşlerdir. Yani Asya'da kriz ülkelerine giden sermaye 82 milyar Dolar, diğer ülkelere giden sermaye 30 milyar Dolar, toplamda 112 milyar Dolar azalarak dünyadaki azalışın tamamını oluşturmuşlardır. Latin Amerika 1996'da 64 ve 1997'de 67 milyar Dolar'lık sermaye girişine sahne olmuştur.

Tablo 7: Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerinde Net Sermaye Akımları 1992-1999

Milyar Amerikan Doları								
<b>Toplam</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Özel sermaye akımları, net <sup>1</sup>	106.9	128.6	142.3	211.4	224.7	115.2	66.2	67.4
Özel doğrudan yatırım, net	35.7	57.9	81.0	95.8	119.5	141.3	151.6	154.6
Özel portföy yatırımları, net	62.7	76.8	105.0	41.4	79.6	39.4	0.3	4.8
Diğer özel sermaye akımları, net	8.5	-6.1	-43.7	74.2	25.6	-65.6	-85.6	-91.9
Resmi akımlar, net	25.0	48.7	4.8	15.7	2.0	52.7	55.3	13.0
Rezerv değişimi <sup>2</sup>	-58.0	-62.7	-67.9	-117.5	-110.6	-62.9	-32.3	-64.0
Cari hesap <sup>3</sup>	-79.3	-119.5	-74.2	-93.3	-94.7	-65.2	-55.9	22.7
<b>Asya<sup>4</sup></b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Kriz Ülkeleri<sup>5</sup></b>								
Özel sermaye akımları, net <sup>1</sup>	21.4	22.5	33.6	53.9	67.4	-15.6	-28.2	2.9
Özel doğrudan yatırım, net	6.3	6.7	6.5	8.8	9.8	9.8	10.3	13.1
Özel portföy yatırımları, net	12.4	18.3	12.0	18.8	25.5	8.4	-8.2	12.8
Diğer özel sermaye akımları, net	2.7	-2.5	15.1	26.3	32.0	-33.8	-30.4	-23.0
Resmi akımlar, net	2.1	1.4	0.6	0.7	-6.1	15.7	19.5	-6.7
Rezerv değişimi <sup>2</sup>	-18.2	-20.6	-6.1	-18.5	-5.6	39.5	-47.0	-38.8
Cari hesap <sup>3</sup>	-16.1	-13.5	-23.2	-40.4	-53.0	-25.0	69.7	61.7
<b>Asya'daki diğer gelişmekte olan ülkeler</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Özel sermaye akımları, net <sup>1</sup>	-7.4	20.8	36.0	38.3	52.6	22.3	-12.5	-0.6
Özel doğrudan yatırım, net	8.4	26.3	38.2	39.3	44.4	45.3	49.6	41.1
Özel portföy yatırımları, net	3.4	0.9	7.0	2.6	3.9	-0.1	-7.2	-8.9
Diğer özel sermaye akımları, net	-19.2	-6.4	-9.2	-3.5	4.3	-23.0	-54.8	-32.8
Resmi akımlar, net	8.9	8.1	2.0	-3.8	-7.6	-8.3	-1.1	-0.1
Rezerv değişimi <sup>2</sup>	-7.7	-14.9	-51.7	-26.2	-43.1	-46.8	-16.9	-20.9
Cari hesap <sup>3</sup>	14.1	-8.2	18.9	9.2	16.3	50.4	41.4	36.7
<b>Batı Yarıküre</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Özel sermaye akımları, net <sup>1</sup>	53.4	35.5	39.9	46.0	64.0	67.6	61.7	40.4
Özel doğrudan yatırım, net	13.9	13.4	23.1	25.0	39.4	53.4	56.5	65.3
Özel portföy yatırımları, net	32.8	45.4	62.5	2.7	38.3	19.2	19.8	9.3
Diğer özel sermaye akımları, net	6.7	-23.4	-45.7	18.2	-13.6	-5.0	-14.6	-34.2
Resmi akımlar, net	3.4	29.9	7.3	13.3	5.3	15.5	16.0	10.6
Rezerv değişimi <sup>2</sup>	-22.9	-20.7	4.3	-23.4	-29.4	-14.1	18.9	10.3
Cari hesap <sup>3</sup>	-34.8	-46.1	-52.2	-37.1	-38.9	-65.1	-89.5	-56.3
<sup>1</sup> Net sermaye akımları, net doğrudan yatırımları, net portföy yatırımlarını, diğer uzun ve kısa dönemli net yatırım akımlarını, özel ve resmi borçları da içererek gösterir.								
<sup>2</sup> Eksi işaret artış belirtir.								
<sup>3</sup> Cari hesap dengesi, net özel sermaye akımları, net resmi akımlar ve rezerv değişiminin toplamı ters işaretli olarak sermaye hareketleri hesabı ve hata noksan hesaplarının toplamına eşittir.								
<sup>4</sup> Kore, Singapur ve Tayvan'ı içerir. Hong Kong için bilgi mevcut değildir.								
<sup>5</sup> Endonezya, Kore, Tayland, Malezya ve Filipinler								

Kaynak: IMF World Economic Outlook, September 2000

1998'de Rusya kriziyle birlikte global sermaye hareketleri 1998 ve 1999'da 66 ve 67 milyar Dolar seviyelerinde kalmıştır. Asya ülkelerindeki sermaye çıkışı 40 milyar Dolar'a ulaşmıştır. Sermaye hareketleri 2002 ve 2003 yıllarında artış göstermiş ve sırasıyla 97 ve 160 milyar Dolar olmuştur. 2004 ve 2005 yıllarında 1996'daki rakamı da geçerek sırasıyla 230 ve 254 milyar Dolar seviyelerine gelmiştir. 2005 yılında Avrupa 108 ve Afrika 30 milyar Dolar'lık sermaye akımı çekmeyi başarmıştır.

Tablo 8: Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerinde Net Sermaye Akımları 2000-2005

Milyar Amerikan Doları								
<b>Toplam</b> <sup>7</sup>	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Özel sermaye akımları, net <sup>1</sup>	74.3	75.6	97.3	160.4	230.6	254.0	178.8	153.8
Özel doğrudan yatırım, net	167.5	180.3	149.5	157.5	184.3	212.3	220.6	217.5
Özel portföy yatırımları, net	17.6	-70.6	-78.6	-3.7	34.5	38.5	-4.7	-3.2
Diğer özel sermaye akımları,	-110.8	-34.1	26.5	6.6	11.8	3.2	-37.1	-60.5
Resmi akımlar, net	-46.0	-0.1	9.0	-61.5	-81.5	-138.6	-163	-163.6
Rezerv değişimi <sup>2</sup>	-128.3	128.1	-194.7	-351.6	-515.4	-580.2	-584.2	-562.3
Cari hesap <sup>3</sup>	128.6	11.25	138.5	229.4	310.5	511.2	576.5	569.8
<b>Asya</b> <sup>4</sup>	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Özel sermaye akımları, net <sup>1,5</sup>	6.5	19.6	20.8	63.5	120.3	53.8	55.2	51.6
Özel doğrudan yatırım, net	59.0	71.6	56.87	67.9	60.0	71.8	76.5	78.7
Özel portföy yatırımları, net	51.2	-51.2	-59.9	4.4	3.8	-31.1	-24.5	-27.0
Diğer özel sermaye akımları,	-72.8	19.1	30.0	-8.8	56.4	13.1	3.3	-0.1
Resmi akımlar, net	-11.7	-11.7	4.6	-17.6	1.8	5.0	-0.2	-10.4
Rezerv değişimi <sup>2</sup>	-53.7	-90.2	-148.8	-226.5	-340.1	-281.9	-302.2	-306.0
<b>Afrika</b>	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Özel sermaye akımları, net <sup>1</sup>	—	5.7	4.9	4.6	13.0	30.4	16.6	21.1
Özel doğrudan yatırım, net	7.6	23.0	13.3	14.9	15.1	23.2	21.5	21.3
Özel portföy yatırımları, net	-1.8	-7.6	-0.9	0.1	5.5	4.5	5.3	5.4
Diğer özel sermaye akımları,	-5.8	-9.6	-7.5	-10.4	-7.7	2.7	-10.2	-5.6
Resmi akımlar, net	2.7	-0.5	4.3	3.7	1.8	-6.6	3.2	4.2
Rezerv değişimi <sup>2</sup>	-12.8	-9.8	-5.7	-11.4	-33.0	-42.1	-46.3	-54.7
<b>Orta ve Doğu Avrupa</b>	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Özel sermaye akımları, net <sup>1</sup>	39.7	11.6	53.5	52.3	71.0	108.2	94.7	84.4
Özel doğrudan yatırım, net	24.2	24.2	25.6	16.6	34.0	41.3	41.3	39.7
Özel portföy yatırımları, net	3.2	0.5	1.8	6.1	27.4	28.8	27.2	25.0
Diğer özel sermaye akımları,	12.3	-13.1	26.1	29.5	9.7	38.1	26.2	19.7
Resmi akımlar, net	1.8	5.9	-7.7	-5.3	-6.8	-8.5	-2.7	-2.6
Rezerv değişimi <sup>2</sup>	-6.6	-4.4	-20.3	-12.4	-14.3	-41.0	-25.5	-12.7
<b>Batı Yarıküre</b>	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Özel sermaye akımları, net <sup>1</sup>	49.9	23.1	-2.1	15.5	6.0	25.2	34.6	28.1
Özel doğrudan yatırım, net	69.6	66.8	45.0	35.1	48.1	51.2	54.0	50.6
Özel portföy yatırımları, net	2.6	-7.6	-14.9	-8.4	-13.9	27.6	3.9	4.8
Diğer özel sermaye akımları,	-27.3	-36.1	-32.2	-11.2	-28.1	-53.6	-23.4	-27.3
Resmi akımlar, net	-5.2	26.3	18.5	6.1	-7.1	-25.2	-9.2	-1.5
Rezerv değişimi <sup>2</sup>	-2.8	1.9	-2.2	-35.5	-24.3	-31.6	-49.2	-34.7
<sup>1</sup> Net sermaye akımları, net doğrudan yatırımları, net portföy yatırımlarını, diğer uzun ve kısa dönemli net yatırım akımlarını, özel ve resmi borçları da içerecek gösterir.								
<sup>2</sup> Eksi işaret artış belirtir.								
<sup>3</sup> Cari hesap dengesi, net özel sermaye akımları, net resmi akımlar ve rezerv değişiminin toplamı ters işaretli olarak sermaye hareketleri hesabı ve hata noksan hesaplarının toplamına eşittir.								
<sup>4</sup> Gelişmekte olan ve yeni endüstrileşmiş Asya ekonomilerini içerir.								
<sup>5</sup> Çin'deki iki ticari bankanın Çin Merkez Bankası'ndan gelen 45 milyar Dolar'lık sermayeyle yeniden sermayelendirilmesi hariç								
<sup>6</sup> Endonezya, Kore, Tayland, Malezya ve Filipinler								
<sup>7</sup> 2006 ve 2007 rakamları tahmindir								

Kaynak: IMF World Economic Outlook, April 2006

Türev piyasalarındaki döviz alışverişinin boyutu Tablo 9'da görülebilir. Türev piyasalarındaki veriler geleneksel piyasadaki vadeli işlemleri (forward) ve takasları (swap) da kapsar. Döviz ve faiz oranı sözleşmelerinin toplam tutarı Nisan 2004'te günlük ortalama 2 trilyon 410 milyar Amerikan Doları'na

ulaşmıştır. Bu rakamlar bankaların bilanço dışı işlemlerine dahildir. Bilanço dışında büyük riskler taşıyan bankaların bu riskleri sorun yaratabilir. Dolayısıyla bilanço dışı işlemler sıkı bir biçimde izlenmelidir. Böylesine büyük fonların el değiştirdiği bir piyasa ülkelerin finansal dengelerini bozarak krizlere yol açabilir.

Tablo 9: Tezgaah Üstü (Over the Counter) Türev Piyasalarındaki Global Ticaret Hacmi

Günlük Ortalamalar, milyar Amerikan Doları	Toplam			Döviz <sup>1</sup>			Faiz Oranı <sup>2</sup>		
	Nisan	Nisan	Nisan	Nisan	Nisan	Nisan	Nisan	Nisan	Nisan
	1998	2001	2004	1998	2001	2004	1998	2001	2004
Bildirilen Toplam Brüt Hacim	1.988	2.168	3.509	1.573	1.356	1.989	415	812	1.519
Ulusal Çifte Sayım Hatası Düzeltmesi <sup>3</sup>	-306	-306	-420	-235	-170	-231	-71	-136	-188
Ulusal Çifte Sayım Hatası Düzeltmesi Sonrası Net Toplam Bildirilmiş Hacim (Brüt Net)	1.682	1.862	3.089	1.338	1.186	1.758	344	676	1.331
Sınır Ötesi Çifte Sayım Düzeltmesi <sup>3</sup>	-458	-520	-772	-379	-333	-466	-79	-187	-306
Toplam Bildirilmiş Net Hacim	1.224	1.342	2.317	959	853	1.292	265	489	1.025
Hesaplanan Bildirim Hataları <sup>4</sup>	40	43	93	29	22	53	10	23	40
Hesaplanan Global Hacim	1.265	1.385	2.410	990	875	1.345	275	512	1.065

<sup>1</sup> Vadeli işlemler (outright forwards) ve döviz takasları (swap) dahil. <sup>2</sup> Sadece tek döviz kontratları. <sup>3</sup> Ulusal dağıtıcılar ve yurtdışındaki dağıtıcıların bildirdiği rakamlar yarıya bölünerek elde edilmiştir. <sup>4</sup> Bildirilen hacim üzerinden hesaplanmıştır.

Kaynak: Bank for International Settlements, Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004, March 2005

Tablo 10'da organize borsalarda el değiştiren futures ve options türev araçlarının yıllık hacmi görülebilir. 2005'te global piyasalarda ticarete konu olan futures miktarı 1005 katrilyon 816 trilyon ve options miktarı 402 trilyon 592 milyar Amerikan Doları'dır. Böylesine bir piyasanın büyüklüğünü daha iyi kavramak için Dünya'nın toplam GSMH'si olan 30 trilyon Dolar'la kıyaslamak gerekir.

Dünya'da yer değiştiren sermaye hareketlerinin büyüklüğünü inceledikten sonra böylesine büyük fonların ülkelere girip çıkarken yerinden oynatabilecekleri ekonomik dengeleri anlamak daha kolaydır. Dünya GSMH'sinin binlerce katı büyüklüğünde fon dünyada yer değiştirmektedir. Bu fonlar, Dünya GSMH'sinin temsil ettiği reel ekonomide dolaşan para miktarından çok büyük olduğundan sermaye hareketlerinin reel ekonomiye etkilerinin olması kaçınılmazdır.

Tablo 10: Türev Araçlarının İşlem Gördüğü Organize Borsalardaki Global Ticaret Hacmi

Milyar Amerikan Doları						
Araç / Yer	2004 Yıllık	2005 Yıllık	2005 Nisan-Haziran	2005 Temmuz-Eylül	2005 Ekim-Aralık	2006 Ocak-Mart
<b>FUTURES Tüm Piyasalar</b>	<b>840.188</b>	<b>1.005.816</b>	<b>269.914</b>	<b>249.847</b>	<b>245.335</b>	<b>292.250</b>
Faiz Oranı	783.140	939.590	254.373	233.513	225.315	270.594
Döviz	6.615	11.126	2.823	2.821	3.044	3.276
Borsa Endeksi	50.434	55.100	12.719	13.514	16.976	18.380
<b>Kuzey Amerika</b>	<b>440.775</b>	<b>564.235</b>	<b>155.491</b>	<b>149.291</b>	<b>131.553</b>	<b>167.021</b>
Faiz Oranı	414.310	529.121	146.604	140.641	122.048	156.874
Döviz	6.081	10.258	2.622	2.581	2.795	2.942
Borsa Endeksi	20.384	24.856	6.266	6.069	6.710	7.204
<b>Avrupa</b>	<b>336.632</b>	<b>380.612</b>	<b>101.207</b>	<b>83.798</b>	<b>95.882</b>	<b>104.286</b>
Faiz Oranı	322.978	362.066	96.913	79.012	90.410	98.219
Döviz	12.5	37	5	20	9	8
Borsa Endeksi	13.642	18.509	4.289	4.766	5.463	6.059
<b>Asya ve Pasifik</b>	<b>56.879</b>	<b>53.092</b>	<b>11.493</b>	<b>14.812</b>	<b>15.715</b>	<b>18.469</b>
Faiz Oranı	40.694	41.667	9.400	12.211	11.013	13.499
Döviz	107.2	134	34	35	35	35
Borsa Endeksi	16.078	11.291	2.060	2.566	4.667	4.935
Diğer Piyasalar	5.903	7.877	1.723	1.947	2.184	2.475
Faiz Oranı	5.159	6.736	1.456	1.649	1.843	2.002
Döviz	414.1	697	163	185	205	291
Borsa Endeksi	329.9	444	104	114	136	182
<b>OPTIONS Tüm Piyasalar</b>	<b>312.071</b>	<b>402.592</b>	<b>102.456</b>	<b>107.467</b>	<b>99.123</b>	<b>136.343</b>
Faiz Oranı	260.056	328.779	87.009	86.621	76.831	111.271
Döviz	588.7	943.7	252	220	234	254
Borsa Endeksi	51.425	72.869	15.196	20.625	22.057	24.818
<b>Kuzey Amerika</b>	<b>181.496</b>	<b>254.508</b>	<b>64.587</b>	<b>72.697</b>	<b>57.615</b>	<b>88.440</b>
Faiz Oranı	163.161	229.976	58.653	66.784	50.510	80.982
Döviz	346.1	449	133	95	91	106
Borsa Endeksi	17.989	24.083	5.801	5.818	7.014	7.352
<b>Avrupa</b>	<b>101.951</b>	<b>105.908</b>	<b>29.996</b>	<b>21.647</b>	<b>28.457</b>	<b>32.215</b>
Faiz Oranı	95.262	96.704	27.874	19.262	25.759	29.144
Döviz	3.0	7.6	1	3	2	1
Borsa Endeksi	6.686	9.196	2.120	2.382	2.696	3.069
<b>Asya ve Pasifik</b>	<b>27.574</b>	<b>40.312</b>	<b>7.467</b>	<b>12.616</b>	<b>12.495</b>	<b>15.070</b>
Faiz Oranı	1.470	1.948	445	554	502	1.013
Döviz						
Borsa Endeksi	26.104	38.364	7.022	12.062	11.992	14.056
Diğer Piyasalar	1.050	1.863	407	507	556	618
Faiz Oranı	164	150	37	22	60	132
Döviz	240	487	118	123	141	147
Borsa Endeksi	646	1.226	252	363	355	340

Kaynak: **BIS Quarterly Review**, Statistical Annex, June 2006, s. 108

Kaminsky, Reinhart ve Vegh'in yaptığı bir çalışmada, net sermaye girişlerinin ve maliye ve para politikası uygulamalarının, iş çevrimleri ile pozitif korelasyona sahip olduğu gösterilmiştir. Ayrıca net sermaye girişlerinin

döngülerinin iş çevrimi döngüleriyle birlikte hareket ettiği anlaşılmıştır.<sup>53</sup> Bu bulgulara dayanarak sermaye hareketlerinin ekonomik olaylara etkisinin olduğu ileri sürülebilir. Krizleri önleme yöntemleri bölümünde bu bulgunun, krizleri önleme amacındaki makroekonomik politikalara olan etkisi tartışılacaktır.

#### **2.4 Sermaye Hareketleri, Sermaye Hareketlerinde Sınırlamalar ve Döviz Kuru Sisteminin Seçimi**

Sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide, döviz kuru sisteminin seçimi, para politikasının bağımsızlığını doğrudan etkileyen durumdadır. Sermaye hareketlerinin serbestken sabit döviz kuru sistemini uygulamak para politikasının kontrolünü tamamen kaybetmek anlamına gelirken, tamamen serbest döviz kuru sistemini uygulamak para politikasına tam hakimiyeti de beraberinde getirir. Yani aynı anda sermaye hareketliliği, sabit döviz kuru ve bağımsız para politikası uygulanamaz. Ayrıca her kriz öncesinde sermaye hareketlerinin tersine dönerek ülke dışına çıkmaya başlaması, iktisatçıların, sermaye girişlerini kontrol etmeyi düşünmelerine yol açmıştır. Bu iddialara temel dayanak noktası Şili'nin 1990'larda uyguladığı sermaye hareketleri kontrolleridir. Şili'nin uyguladığı sermaye hareketleri kontrollerini biraz daha ayrıntılı incelemek konunun gelişimi açısından yararlı olacaktır.<sup>54</sup>

Şili, Haziran 1991'da sermaye hareketlerine sınırlama getirmiştir. Bu uygulamaya göre, ülkeye giren yabancı sermayenin % 20'si ihtiyat hesabı olarak faiz işlemeyen bir hesapta alıkonulurdu. Bir yıldan az süreli sermaye girişlerinde % 20'lik ihtiyat hesabı sermayenin ülke içinde kaldığı süre kadar alıkonulurdu. 1 yıldan uzun süreli sermaye girişlerinin ihtiyat hesabı 1 yıl alıkonulurdu. 1992'de ihtiyat hesabı miktarı, gelen sermayenin % 30'una çıkarılmıştır. 1998'de, 1997'deki Asya Krizinin bulaşma etkisinden korunmak

---

<sup>53</sup> Graciela L. Kaminsky, Carmen M. Reinhart and Carlos A. Vegh, "When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies", **NBER Working Paper Series**, No: w10780, September 2004, ss. 31-32

<sup>54</sup> Edwards, "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention", ss. 15-16

için sermaye hareketlerini teşvik etmek gerekiyordu. Sermaye girişini artırmak için sermaye hareketleri sınırlamaları gevşetilmiştir. 1998’de ihtiyat hesabı önce % 10’a indirilmiş sonra da kaldırılmıştır. Sermaye hareketlerine konulan ihtiyat hesabı zorunluluğu, aslında ülke içinde kalma süresine göre değişen bir tür vergidir.<sup>55</sup> Şili hükümeti bu uygulamaya başlarken üç noktayı göz önünde bulundurmuştur.<sup>56</sup>

- Ülkeye gelen sermayenin giriş miktarını düşürmek ve kısa vadeden uzun vadeye yöneltmek.
- Sermaye akışı yüzünden reel olarak değerlendirilen ulusal paranın aşırı değerlenmesini önlemek veya en azından geciktirmek.
- Merkez Bankası’nın faiz oranlarını uluslararası faiz oranlarından yüksek tutarak enflasyonu tek haneli rakamlara indirmek.

Şili, sermaye hareketlerine uyguladığı kontroller sonucu, ülkeye gelen sermayeyi, miktarı etkilemeden, uzun vadeye yöneltmeyi başarmıştır.<sup>57</sup>

Sermaye hareketlerine getirilen sınırlamaların sermaye hareketlerinin miktarını azalttığını gösteren bir çalışma yoktur. Sadece Gallego ve diğerlerinin yaptığı bir çalışmada sermaye hareketlerinin maliyetine getirilen 100 baz puanlık bir artışın sermaye hareketlerinin miktarını GSMH’nin % 1’i kadar azalttığı ortaya çıkmıştır.<sup>58</sup>

Şili hükümetinin ikinci amacı olan Pezo’nun reel değerlendirilmesini önleme fonksiyonu başaramamıştır. Covan ve De Gregorio’nun yaptığı çalışma, Pezo’nun 1990’lı yıllar boyunca sürekli bir reel değerlendirilme içinde olduğunu göstermiştir.<sup>59</sup>

---

<sup>55</sup> Jose De Gregorio, Sebastian Edwards and Rodrigo O. Valdes, “Controls on Capital Inflows: Do They Work?”, **NBER Working Paper Series**, No: w7645, April 2000, ss. 3-4

<sup>56</sup> Edwards, “Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention”, s. 17

<sup>57</sup> De Gregorio, Edwards and Valdes, a.g.m., s. 14

<sup>58</sup> Francisco Gallego, Leonardo Hernandez and Klaus Schmidt-Hebbel, “Capital Controls in Chile? Effective? Efficient?”, **Central Bank of Chile Working Paper Series**, No: 59, December 1999, s. 16

<sup>59</sup> Covan and De Gregorio, a.g.m., ss. 8-9

Şili, üçüncü hedefi olan enflasyon hedefine, para politikası hedefleri doğrultusunda ulaşmıştır. Sermaye kontrolleri, kısa vadeli para politikasının kontrolünü kolaylaştırmış ve yüksek faiz sayesinde, sermaye girişi, para sterilizasyonu, daha yüksek faizler sarmalına girilmeyerek ülke, bir kısır döngüden kurtulmuştur.

Şili, sermaye hareketleri kontrolü sayesinde 1994 Meksika ve 1997 Asya krizlerinin bulaşma etkisinden korunmuştur. Fakat 1998'deki Rusya krizi sırasında ülke içi faiz oranı, kontroller en sıkı döneminde olmasına rağmen, dış etkilerden büyük oranda etkilenip artışlar göstermiştir. Faizler, 1999'da sermaye kontrolleri tamamen kaldırıldığında normal seviyelerine dönmüştür.<sup>60</sup>

Sabit kur sisteminin ulusal paranın değerlenmesine yol açtığı birinci bölümde belirtildi. Ulusal paranın değerlenmesi sonucu ülkenin rekabet gücü düşmekte ve bu işsizlik oranlarında net bir biçimde gözlenebilmektedir. Reel kur ile istihdam arasında tam bir negatif korelasyon olduğu Arjantin, Brezilya, Şili ve Meksika üzerinde Roberto Frenkel'in yaptığı ampirik bir çalışmayla ortaya konulmuştur.<sup>61</sup> Frenkel'in yapmış olduğu bu çalışmada reel kur iki yıllık bir gecikmeyle işsizlik oranıyla tam bir ters ilişki içindedir. Yani ulusal para değerlendikten iki yıl sonraki işsizlik oranının artmasına sebep olmaktadır. Reel kurları, rekabetçi ve istikrarlı bir durumda tutmak temel makroekonomik göstergeler olan işsizlik ve büyüme üzerinde olumlu etkilere sahiptir. Bu göstergelere dayanarak Frenkel, makroekonomik politika olarak reel döviz kuru hedeflemesini önermektedir. Ortodoks görüş olan sermaye hareketliliği, bağımsız para politikası ve kur hedeflemesinin üçünün bir arada mümkün olmadığı görüşüne karşılık olarak da olağanüstü sermaye hareketlerinin kontrol edilmesini ve merkez bankasının reel döviz kurunun düzeyini rekabetçi bir düzeyde tutmayı hedeflemesini önermektedir. Frenkel, merkez bankası açık bir şekilde reel döviz kurunu istikrarlı tutmayı

---

<sup>60</sup> Edwards, "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention", ss. 21-22

<sup>61</sup> Roberto Frenkel, "Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico", **G-24 Working Papers**, August 2004, ss. 12-15, <http://www.g24.org/fren0904.pdf>

hedeflediğini ilan ettiğinde piyasa beklentileri bu yönde oluşacağından piyasaların müdahaleye gerek kalmadan veya az bir müdahaleyle bu düzeyde dengeleneceğini savunmaktadır. Ortodoks görüşün buna karşılık olarak verdiği kurun hedeflenmesi durumunda para stoğunun dolayısıyla enflasyonun kontrolden çıkacağı savına karşılık steril piyasa işlemleri yapılabileceğini öne sürmekte ve patlama haline gelen sermaye hareketlerini sınırlamayı önermektedir. Frenkel, patlamaların sürekli olarak devam edemeyeceğini ve bir noktada duracağını ileri sürmektedir.<sup>62</sup>

## 2.5 Sermaye Hareketlerinin Yararlarına İlişkin Bulgular

Calvo ve Talvi'nin yaptığı bir çalışmada, Latin Amerika'nın 7 büyük ülkesindeki gayri safi milli hasıla ve sermaye hareketleri arasında doğru orantılı bir bağlantı olduğu gösterilmiştir.<sup>63</sup> Sermaye girişleri arttığında Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Peru ve Venezüella'nın ortalama gayri safi milli hasılası artmaktadır. Dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerin kalkınması için yabancı sermayenin gerekli bir unsur olduğu ileri sürülebilir.

Finansal serbestleşme ve büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğu Levine'in yaptığı çalışmada ampirik olarak gösterilmiştir.<sup>64</sup> Ayrıca bankaların kredi aracılık işlemlerindeki artışın gayri safi milli hasılayı artırdığı Beck, Levine ve Loayza'nın yaptığı çalışmayla ortaya çıkarılmıştır.<sup>65</sup> Edwards'ın çalışmasında sermaye hareketleri hesapları serbest olan ülkelerin büyüme performanslarının sermaye hareketleri sınırlamaları olan ülkelere oranla daha iyi olduğu bulunmuştur. Ayrıca ülke belli bir gelişmişlik düzeyine ulaştıktan sonra serbest sermaye hareketleri hesapları büyümeye olumlu katkıda

---

<sup>62</sup> Frenkel, a.g.m., ss. 26-27

<sup>63</sup> Calvo and Talvi, a.g.m., s. 3

<sup>64</sup> Ross Levine, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", **The World Bank Policy Research Working Paper Series**, No: 1678, October 1996, s. 55

<sup>65</sup> Thorsten Beck, Ross Levine and Norman Loayza, "Finance and the Sources of Growth", **The World Bank Policy Research Working Paper Series**, No: 2057, February 1999, s. 26

bulunmaktadır. Bu bulgu, finansal serbestleşmenin belli bir sıralaması olması gerektiği görüşünü kuvvetlendirmektedir.<sup>66</sup>

## 2.6 Deregülasyon, Sermaye Hareketleri Serbestleşmesi ve Krizlerin Değişen Doğası

Gelişmekte olan ülkelerde kriz öncesi, deregülasyon ve finansal serbestleşmenin gerçekleştirilmesi ortak paydalardır. Deregülasyonla birlikte faiz tavanları ve borç verme şekillerindeki sınırlamalar kalkar ve finans sektörü özelleştirilir. Bundan sonra da sermaye girişleri tarafından finanse edilen bir kredi patlaması yaşanır.<sup>67</sup> Finansal serbestleşmenin krizleri tetiklediği Kaminsky ve Reinhart tarafından da ortaya konulmuştur.<sup>68</sup>

Finansal serbestleşmeyle birlikte artan sermaye hareketleri, krizleri ortaya çıkaran temel faktörlerdendir. Sermaye girişi ile artan kredi imkanları ve bankacılık sektörünün denetimsizliği, 1994 Meksika ve 1997 Asya krizlerini doğurmuştur. Sermaye girişleri, kredileri hızla artırdığından bankalar aşırı riskli firmalara bile kredi açmışlardır. Bankaların kredileri artırırken riskli davranmalarının sebepleri riskten korunacak gerekli deneyim ve tekniklere sahip olmamaları, denetim eksikliği ve hükümetlerin örtülü mevduat garantisi vermeleridir. Fakat Asya krizini az zararla atlamanın ülkeleri olan Tayvan, Hong Kong ve Singapur'daki finansal sektör üzerinde sıkı bir denetim vardı.<sup>69</sup>

Bretton Woods sisteminin geçerli olduğu yıllarda ödemeler dengesi krizleri yaşanması sıkça karşılaşılan bir durumdur. Ödemeler dengesi krizlerini yaratan sorun hükümetlerin genişletici para politikaları izleyerek sabit kur sistemiyle tutarlı olmayan bir politika izlemeleriydi. IMF, bu tip davranışlarda bulunan hükümetlere parasal destekle birlikte standart olarak sıkı para ve maliye politikasını şart koşuyordu. Fakat 1970'lerde serbest kur,

<sup>66</sup> Sebastian, Edwards, "Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?", **NBER Working Paper Series**, No: w8076, January 2001, s. 15

<sup>67</sup> Frederic Mishkin, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", **NBER Working Paper Series**, No: w8087, January 2001, s. 8

<sup>68</sup> Kaminsky and Reinhart, a.g.m., s. 33

<sup>69</sup> Mishkin, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", s. 8

deregülasyon ve serbest sermaye hareketleri hesabı gelişmiş ülkelerin sıklıkla başvurdukları politika uygulamaları halini aldı. 1980'lerde yani Bretton Woods sistemi yıkıldıktan uzun bir süre sonra bile gelişmekte olan ülkelerin birçoğu paralarını Dolar'a sabitlemeye devam ettiler. Sermaye akımlarının giderek artması ve dış borçların büyümesiyle birlikte krizlerin yaşanması kaçınılmaz bir hal aldı. Krize sebep olan faktörler değiştiğinden krizlerin doğasında da değişim olmuştur. Yeni nesil krizlerde artık sorun cari hesap ödemelerinin yapılamamasından değil borçların ödenememesinden kaynaklanmaktadır.

1990'lara gelindiğinde iyice artan özel sermaye hareketleri sayesinde gelişmekte olan ülkeler hızla büyüyordu. Gelişmekte olan ülkelerin özel sektöre olan borçları, resmi sektöre olan borçlarını aşmıştı. Dolayısıyla 1990'lardaki krizlerin çoğu cari hesap krizinden çok sermaye hareketleri hesabı krizi olarak adlandırılabilir.<sup>70</sup>

Sermaye hareketleri hesabı krizlerinin özellikleri aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- Sermaye hareketleri hesabı krizleri, cari hesap krizlerine göre çok daha çabuk başlamakta dolayısıyla hızla müdahale edilmesi gerekmektedir. Bunun sebebi krizin sadece mal ve hizmet akımlarının finansmanında yaşanan sorunlardan değil bunlara ek olarak vadesi gelen finansal araç birikiminin finansman sorunlarından kaynaklanmasıdır.
- Sermaye hareketleri hesabı krizleri bir ülkeye kredi açanların ülkenin ileride borçlarını ödeyebileceğine olan güvenleri sarsıldığında ortaya çıkar. Böyle bir kriz teoride makroekonomik göstergeleri sağlıklı durumda olan ülkelerde bile gerçekleşebilir.<sup>71</sup> Örneğin göstergelerin sağlıklı olduğu Asya'da

---

<sup>70</sup> Anne O. Krueger, "Detecting and Preventing Financial Crises", US State Department: Bretton Woods Committee Annual Meeting konuşması, 12 June 2003, <http://www.internationalmonetaryfund.org/external/np/speeches/2003/061203.htm>

<sup>71</sup> Krueger, a.g.k.

bir kriz yaşanacağını 1996'ya kadar gösteren bir işaret yoktu. Asya kriz öncesindeki son on yıldır ortalama % 8 büyüyordu. Kamu borcunun GSMH'ye oranı düşüktü. % 30 civarlarında bir tasarruf ve yatırım oranı vardı. Düşük bir enflasyona sahipti ve GSMH'sinin % 6'sı kadar bir cari açık veriyordu.<sup>72</sup>

- Sabit kur sistemi durumu daha da kötü bir hale getirir. Serbest sermaye hareketleri hesabıyla sabit kur sistemi bir arada uygulandığında bir ülkede, sabit kur sisteminin sürdürülebileceğinden şüphe edilmeye başlanırsa veya ülkenin borç ödemesini sürdüremeyeceği kanısı piyasada hakim olursa ülke krize sürüklenebilir.<sup>73</sup>
- Yüksek sermaye hareketliliği krizlerin yeni doğasının bir parçası halini almıştır. Deregülasyon ve finansal serbestleşmeye yetersiz denetim eklendiğinde sermaye hareketliliğini önündeki tüm engeller teorik olarak kaldırılmış olur. Böylece sermaye, ülkelere istediği şekilde girip çıkabilir.
- Ödemeler dengesindeki sınırlamalar cari açıkların artmasına sebep olur. Örneğin krizden önce Asya ülkeleri Dolar'a sabitlenmiş kur sistemleri kullanıyorlardı. Dolar/Yen paritesi 1995'ten 1997'ye kadar 85'ten 135'e çıkmış ve Dolar diğer paralara karşı da değer kazanmıştır. Bu durum Asya ülkelerinin paralarının reel değerlenmesine sebep olmuş ve ihracatlarını sekteye uğratmıştır. Dolayısıyla cari açıklar büyümüştür.
- Asya ülkelerinde yatırım verimi düştüğünden amortisman süreleri artmıştır. Bu durumun sebebi ülkeye giren sermayenin verimsiz yatırımlarda kullanılmasıdır.
- Finansal kırılganlık artışı yeni krizlerin olağan bir parçası olmuştur. Asya ülkelerine giren sermaye sayesinde bankalar, çok daha fazla krediyi yurtiçine yeterli denetim ve risk ölçümü

---

<sup>72</sup> Pablo Bustelo, Clara Garcia and Iliana Olivie, "Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: Lessons from the East Asian Episodes (1997-1999)", **ICEI Working Paper**, No: 16, November 1999, s. 12

<sup>73</sup> Krueger, a.g.k.

yapmadan açmışlardır. Bankaların borçları kısa vadeli döviz cinsinden ve alacakları uzun vadeli ulusal para cinsindedir. Bu durum bankaların aşırı para cinsi ve vade uyumsuzluğu riski aldığını gösterir.<sup>74</sup> Türkiye’de de 2001 krizi öncesi bankaların açık pozisyonları benzer bir risk oluşturmuştu.

Krizlerin yeni doğası yukarıdaki şekilde açıklandıktan sonra bu olumsuz faktörlerin yarattığı sorunların tartışılması gerekir. Krizler tüm bu sorunların üst üste gelmesi sebebiyle artık sadece bankacılık veya döviz krizi olarak gerçekleşmeyip ikisinin birden yaşandığı çalkantılar halini almıştır. Dolayısıyla bu çalkantılar, ikiz krizler olarak adlandırılırlar. 1970’lerde bankacılık ve döviz krizleri piyasaların sıkı denetim altında olmasından dolayı birbirinden bağımsız olarak ortaya çıkmaktaydı. Fakat 1980’lerde finansal serbestleşme sonrası bankacılık ve döviz krizleri birlikte görülmeye ve ekonomilere çok daha büyük zararlar vermeye başlamışlardır. Genellikle bankacılık krizleri döviz krizlerini tetiklese de ilişki tek yönlü değildir. Döviz krizleri bankaların yükümlülüklerini artırarak bankacılık krizlerini daha da derinleştirmektedir. Dolayısıyla ortaya bir kısır döngü çıkmaktadır.<sup>75</sup> Krizlerin yaşanma sıklıkları Tablo 11’de incelenebilir.

Tablo 11: Krizlerin Zaman İçindeki Sıklıkları

Kriz Tipi	Kriz Sayısı					
	1970-1995		1970-1979		1980-1995	
	Toplam	Yıllık Ortalama	Toplam	Yıllık Ortalama	Toplam	Yıllık Ortalama
Ödemeler Dengesi	76	2.92	26	2.60	50	3.13
İkiz	19	0.73	1	0.10	18	1.13
Tek	57	2.19	25	2.50	32	2.00
Bankacılık	26	1.00	3	0.30	23	1.44

Kaynak: Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payment Problems", **American Economic Review**, November 1998, s. 32

Kaminsky ve Reinhart’ın çalışmalarında ortaya koydukları üzere finansal serbestleşme beraberinde bankacılık krizlerini ve bankacılık krizleri de peşlerinden döviz krizlerini getirmektedir. Finansal serbestleşmeye

<sup>74</sup> Bustelo, Garcia and Olivie, a.g.m., ss. 12-14

<sup>75</sup> Kaminsky and Reinhart, a.g.m., s. 2

geçtikten sonra kriz yaşamayan ender ülkelerden biri Kanada'dır.<sup>76</sup> İster bankacılık, ister döviz krizi olsun, her iki krizin de ortak noktası, öncelerinde finansal serbestleşme veya uluslararası finans imkanlarından daha fazla yararlanılması sonucu hızlı bir büyümeden sonra düşüş periyodu sırasında yaşanmalarındır. Her iki tip krize de kendi kendini besleyen beklentilerden çok temel makroekonomik göstergelerdeki zayıflık yol açmıştır.

Tablo 12: Finansal Serbestleşme ile İkiz Krizlerin Zamanlaması

Ülke	Finansal Serbestleşme	Bankacılık Krizi		En Yakın Döviz Krizi
		Başlangıç	Tepe Noktası	
Arjantin	1977	Mart 1980	Temmuz 1982	Şubat 1981
		Mayıs 1985	Haziran 1989	Eylül 1986
		Aralık 1994	Mart 1995	Şubat 1990
Bolivya	1985	Ekim 1987	Haziran 1988	Eylül 1985
Brezilya	1975	Kasım 1985	Kasım 1985	Kasım 1986
		Aralık 1994	Mart 1996	Ekim 1991
Şili	1974	Eylül 1981	Mart 1983	Ağustos 1982
Kolombiya	1980	Temmuz 1982	Haziran 1985	Mart 1983
Danimarka	1980'lerin başı	Mart 1987	Haziran 1990	Ağustos 1983
Finlandiya	1982	Eylül 1991	Haziran 1992	Kasım 1991
Endonezya	1983	Kasım 1992	Kasım 1992	Eylül 1986
İsrail	1985	Ekim 1983	Haziran 1984	Ekim 1983
Malezya	1978	Temmuz 1985	Ağustos 1986	Temmuz 1975
Meksika	1974	Eylül 1982	Haziran 1984	Aralık 1982
		Ekim 1992	Mart 1996	Aralık 1994
Norveç	1980	Kasım 1988	Ekim 1991	Mayıs 1986
Peru	1991	Mart 1983	Nisan 1983	Ekim 1987
Filipinler	1980	Ocak 1981	Haziran 1985	Ekim 1983
İspanya	1974	Kasım 1978	Ocak 1983	Temmuz 1977
İsveç	1980	Kasım 1991	Eylül 1992	Kasım 1992
Tayland	1989	Mart 1979	Mart 1979	Kasım 1978
		Ekim 1983	Haziran 1985	Kasım 1984
Türkiye	1980	Ocak 1991	Mart 1991	Mart 1994
Uruguay	1976-79	Mart 1971	Aralık 1971	Aralık 1971
		Mart 1981	Haziran 1985	Ekim 1982
Venezüella	1981, 1989	Ekim 1993	Ağustos 1994	Mayıs 1994

Kaynak: Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payment Problems", *American Economic Review*, November 1998, s. 33

Asya krizinin yeni bir tür kriz olduğu ileri sürülse de, Asya krizi ve öncesinde yaşanan birçok krizin oldukça fazla ortak yönleri bulunmaktadır. Dolayısıyla bu krizi yeni bir tür kriz olarak tanımlamak pek mümkün görünmemektedir. Örneğin 1982 Şili krizinde de 1997 Asya krizinde de sistematik bankacılık sorunları krizleri tetikleyen etkindir. Tüm bu krizlere bakarak finansal serbestleşmenin getirdiği avantajların yanında kriz yaratmak

<sup>76</sup> Kaminsky and Reinhart, a.g.m., s. 10

gibi bir etkisinin de olduğunu kabul etmek gerekir.<sup>77</sup> Finansal serbestleşme sonrasında meydana gelen bankacılık ve döviz krizleri Tablo 12’de açıkça görülebilir.

## 2.7 Krizlerin Çıkış Mekanizmaları

Döviz kuru sistemleri ve sermaye hareketleri incelendikten sonra bu iki faktörün krizlerin çıkışına nasıl neden oldukları araştırılabilir. Bunun için IMF’in ülkeleri izlemek için kullanmaya başladığı yeni bir sistem kullanılabilir. IMF birinci başkan yardımcısı Anne Krueger’in da belirttiği gibi artık yeni tip krizler sermaye hareketleri hesabı ve borç sürdürülebilirliği krizleri şeklini almıştır.<sup>78</sup> Bu sebepten dolayı IMF 2002’de izleme sistemine bilanço yaklaşımını da katmıştır.<sup>79</sup> Kısımın başlarında bilanço yaklaşımının temelleri anlatılacaktır. Sonrasında bilanço yaklaşımı kullanılarak yeni krizler incelenecektir. Türkiye için son veriler kullanılarak bugünkü durum belirlenmeye çalışılacaktır.

### 2.7.1 Bilanço Yaklaşımı

Bilanço yaklaşımı, geleneksel ekonomik analizin kullandığı cari açık, bütçe dengesi gibi akım değişkenlere değil, bir ülkenin toplam varlık ve yükümlülüklerini içeren sektörel ve toplam bilançoları gibi stok değişkenlere odaklanır. Bu açıdan bakıldığında krizler, bir veya daha fazla sektörün borç araçlarına talep azalmasıyla birlikte, kredi verenlerin, ülkenin gelecekteki borçlarını ödeyemeyeceği endişesine kapılmaları sonucu ortaya çıkar. Endişenin sonucunda borç verenlerin, hükümetin, bankacılık sisteminin veya şirketlerin gelecekte borç ödemelerini yapacak kadar döviz kazanacaklarına olan güvenleri azalır. Bir sektör yeni kredi bulamayabilir ve kısa vadeli borçlarını çevirme sorunu yaşayabilir. Bu durumda ya borçları ödeyecek yeni kaynak bulunması yada borçların yeniden yapılandırılması gerekir. Bir

<sup>77</sup> Kaminsky and Reinhart, a.g.m., ss. 23-24

<sup>78</sup> Krueger, a.g.k.

<sup>79</sup> Andrea Hofer, “The International Monetary Fund’s Balance Sheet Approach to Financial Crisis Prevention and Resolution”, Austrian Central Bank, **Monetary Policy and Economy**, Issue: 1, April 2005, s. 77

ülkenin ulusal varlıklarına talep daralması sonucu, dövize veya dövize endeksli varlıklarına talep artışı yaşanır. Borç verenlerin bir ülkenin birikmiş borçlarını finanse etme isteğindeki azalmayla birlikte ortaya çıkan bu dengesizliğin düzelmesi için büyük sermaye çıkışları, yüksek oranlı bir devalüasyon, büyük bir cari fazla ve yurtiçi tüketimi daraltan bir durgunluk yaşanması kaçınılmazdır.<sup>80</sup>

Bir ekonominin finansal şoklar gibi şoklara dayanma gücü, ülkenin varlık ve yükümlülüklerinin stoğuna bağlıdır. Yani ülkenin toplam bilançosu (ekonomideki tüm sektörlerin dış yükümlülükleri ve likit dış varlıkları) büyük önem taşır. Ülkenin toplam bilançosunun yanında, anahtar sektörler olan kamu, bankacılık ve bankacılık dışı özel sektörün bilançolarının tek başlarına incelenmesi de önemlidir.

Bilanço riski incelenirken bir ülkenin ekonomisinin şoklar karşısında borçlarını ödeyememe riskini artıran dört tip uyumsuzluk incelenecektir.

- Vade Uyumsuzluğu: Yükümlülüklerin vadesi kısa dönem fakat gelirler uzun dönemde elde edilebilir olduğunda, borçluların elinde yeterli likit varlık yoksa ve yatırımcılar kısa dönem borcu çevirmek istemezse borçlar ödenemeyebilir veya ülke riski arttığından, faiz oranları artar.
- Para Cinsi Uyumsuzluğu: Kurlardaki bir değişim sermaye kaybına yol açtığında para cinsi uyumsuzluğu vardır. Bunun sebebi alacakların ve borçların farklı para cinslerinden olmasıdır. Bankaların açık pozisyonları bu duruma örnektir.<sup>81</sup>
- Sermaye Yapısı Problemleri: Bir firmanın veya bankanın finansmanını hisse senedi ihracı yerine borçla sağlaması bir gelir şoku karşısında ayakta kalmasını güçleştirir. Firmanın kaldıraç oranı yükseldikçe sermaye yapısı problemi artar.

---

<sup>80</sup> Nouriel Roubini ve diğerleri, "A Balance Sheet Approach to Financial Crisis", **IMF Working Paper Series**, No: WP02210, December 2002, s. 4

<sup>81</sup> Eichengreen, Hausman and Panizza, a.g.m., ss. 13-16

- Yüklümlülük Karşılama Yeterliliği Problemi: Yüklümlülük karşılama yeterliliği problemi, eldeki varlıkların (ilerideki gelirlerin bugünkü değerlerine indirgenmiş hali de dahil olmak üzere) yüklümlülükleri karşılayamaması durumunda ortaya çıkar. İlan edilmemiş iflas anlamını taşır.

Vade uyumsuzluğu, para cinsi uyumsuzluğu ve zayıf sermaye yapısıyla ilgili problemlerin her biri yüklümlülük karşılama yeterliliği problemini ortaya çıkarmaya adaydır. Fakat yüklümlülük karşılama yeterliliği problemi basitçe aşırı borçlanma ve düşük getirili finansal araçlara yatırım yapmaktan da çıkabilir.<sup>82</sup>

Bilanço yaklaşımı çerçevesi içinde, bir ekonominin temel sektörlerinin, vade, para cinsi uyumsuzlukları ve sermaye yapısı sorunları yönlerinden incelenmesi sonucunda, bir sektördeki problemin nasıl diğer sektörlerle yayılarak bir ödemeler dengesi sorunu çıkardığı ortaya konulabilir. Bu yaklaşımdan yola çıkılarak ulaşılabilecek başka bir temel argüman, yerleşikler arasında ortaya çıkan iç bilanço uyumsuzluklarının, bir ödemeler dengesi sorununa maruziyet riskini artırabilmesidir. Aktarım mekanizması genellikle ulusal bankacılık sistemi yoluyla çalışır. Örneğin hükümetin iç veya dış borç yüklümlülüklerini yerine getiremeyeceği endişeleri, hükümet borçlanma araçlarını elinde tutan bankalara olan güveni sarsacak ve bir banka hücumuna yol açacaktır. Aktarımın başka bir yolu firmaların açık pozisyonlarının bulunduğu durumlarda, kurlarda bir değişikliğin bu firmalara kredi açan bankalara olan güveni azaltmasıdır. Banka hücumu, yerleşik borç verenlerin mevduat çekmeleri veya yerleşik olmayanların para çekerek yurtdışına çıkarması (sermaye çıkışı) şeklinde görülebilir.

Sermaye hareketleri hesabı krizlerinin çoğunun gidişatında görülen özellikler başlangıçta küçük bir şokla başlayan portföy ayarlamaları sonucunda ortaya çıkar. Bilançolardaki dengesizlikler yıllarca bir krize sebep olmadan mevcudiyetlerini koruyabilirler. Örneğin bir para cinsi uyumsuzluğu,

---

<sup>82</sup> Hofer, a.g.m., ss. 81-83

sermaye girişi devam ettiği ve ulusal paranın değer kaybetmesini önlediği sürece gizli kalabilir. Dolayısıyla bir krizin zamanlamasını tahmin etmek oldukça zordur. Fakat başlangıçtaki küçük bir şok güven azalmasına yol açarsa portföylerde bir ayarlama sonucu büyük bir düzeltmeye sebep olabilir. Çünkü ilk şok diğer zayıflık ve kırılganlıkları ortaya çıkararak yerleşik yatırımcıların da dahil olduğu yatırımcıların büyük bir çoğunluğunun ülkede maruz oldukları riskleri azaltmak için harekete geçmesine neden olur. Yatırımcılar risk azaltmak için ellerinde tuttıkları varlıklarda ani bir değişikliğe giderek yeni bir risk dengesine gelirler. Bunun sonucunda hızlı bir sermaye çıkışı yaşanması kaçınılmazdır. Bu çıkışlar rezervlerle karşılanmazsa yabancı ve ulusal varlıkların fiyatlarında izafi bir değişme yaşanması kaçınılmazdır. Kurun da dahil olduğu varlık fiyatlarında bir hedef aşma görölmesi muhtemeldir. Çünkü yatırımcılar piyasa hakkında nadiren tam bilgiye sahiptir ve sürü şeklinde hareket edebilirler.<sup>83</sup>

Bilanço yaklaşımı hakkında genel bilgiler verdikten sonra konu biraz daha derinlemesine incelenebilir. Bunun için analiz edilmesi gereken dört tip riskin ayrıntılı açıklanmasıyla beraber önemli noktalar ele alınacaktır.

Bilanço yaklaşımını uygulamak için ülke ekonomisini üç ana sektöre bölerek ele almak daha isabetli sonuçlar verecektir. Bu sektörler kamu, bankacılık ve bankacılık dışı özel sektördür. Bir sektörün karşı karşıya olduğu bilanço riski artarak sıkıntı yaşandığında sorun, finansal bağlantılar yoluyla diğer sektörlerle de yayılabilir. Bu yüzden bir sektörün yaşadığı sorunlar ülkenin tamamını etkileyerek kriz çıkmasını tetikleyebilir. Ülkenin toplam bilançosu hesaplanırken sektörlerinin birbirlerine olan borçları hesaba katılmadan yerleşik olmayanlara olan dış borçlar dikkate alınır. Ülkenin toplam bilançosunda belli olmayan riskler sektörel bilançolarda daha net görülebilir. Kamu, bankacılık, ve bankacılık dışı özel sektörün bilançoları Tablo 13'teki gibi gösterilebilir.

---

<sup>83</sup> Roubini ve diğerleri, a.g.m., s. 6

Tablo 13: Ekonomideki Sektörler Arasındaki Finansal Bağlantılar

Kamu Sektörü (Para Otoriteleri Dahil)	
Varlıklar	Yükümlülükler
Alacaklar	Borçlar
Bankacılık Sektörü	Bankacılık Sektörü
Bankacılık Dışı Özel Sektör	Bankacılık Dışı Özel Sektör
Yerleşik Olmayanlar	Yerleşik Olmayanlar
	Net Değer
Bankacılık Sektörü (Bankalar ve Diğer Finans Kurumları)	
Varlıklar	Yükümlülükler
Alacaklar	Borçlar
Kamu Sektörü	Kamu Sektörü
Bankacılık Dışı Özel Sektör	Bankacılık Dışı Özel Sektör
Yerleşik Olmayanlar	Yerleşik Olmayanlar
	Net Değer
Bankacılık Dışı Özel Sektör (Şirketler ve Hane Halkı)	
Varlıklar	Yükümlülükler
Alacaklar	Borçlar
Kamu Sektörü	Kamu Sektörü
Bankacılık Sektörü	Bankacılık Sektörü
Yerleşik Olmayanlar	Yerleşik Olmayanlar
	Net Değer
Yerleşik Olmayanlar	
Varlıklar	Yükümlülükler
Alacaklar	Borçlar
Kamu Sektörü	Kamu Sektörü
Bankacılık Sektörü	Bankacılık Sektörü
Bankacılık Dışı Özel Sektör	Bankacılık Dışı Özel Sektör
	Net Uluslararası Yatırım Pozisyonu

Kaynak: Nouriel Roubini ve diğerleri, "A Balance Sheet Approach to Financial Crisis", **IMF Working Paper Series**, No: WP02210, December 2002, s. 14

Daha önce tanımları verilen bilanço riskleri ayrıntılı bir şekilde açıklanmalıdır. Aşağıda belirtilen dört tip risk, bilanço zayıflıklarının değerlendirilmesi için göz önüne alınmalıdır.<sup>84</sup>

### 2.7.1.1 Vade Uyumsuzluğu

Vade uyumsuzluğu varlıklar uzun borçlar kısa vadeli olduğunda ortaya çıkar. Vade uyumsuzlukları borçların çevrilememesi riskini ortaya çıkarır. Ayrıca vade uyumsuzlukları acil borçlanma gerektirdiğinden borç faizlerinin artmasına sebep olur. Vade uyumsuzluklarının ortaya çıkması için yükümlülük karşılama yeterliliği probleminin olması gerekmez. Kısa vadeli borçlar eldeki likit varlıkları aşarsa vade uyumsuzluğu ortaya çıkar.

<sup>84</sup> Roubini ve diğerleri, a.g.m., ss. 13-18

### 2.7.1.2 Para Cinsi Uyumsuzluğu

Varlık ve yükümlülüklerin farklı para cinslerinden olması sonucu ortaya çıkar. Varlıklar ulusal para cinsinden, yükümlülükler yabancı para cinsinden olduğunda ulusal paradaki değer kaybı borçları artırarak firmayı yükümlülüklerini karşılayamaz hale getirebilir. Bunun ilk akla gelen örneği bankaların açık pozisyonlarıdır. Bankalar döviz cinsinden aldıkları kredileri ulusal para cinsinden borç verirler ve kur riskini üzerlerinde taşırlar. Bir devalüasyon durumunda Türkiye'nin 2001 krizinde yaşadığı gibi birçok banka yükümlülüklerini karşılayamaz hale gelir. Bankalar risklerini azaltmak için yurtdışından dövizle borçlanarak yurtiçindeki firmalara dövizle kredi verseler bile ülkenin para cinsi uyumsuzluğu azalmaz. Bankalar kur riskini, sadece bankacılık dışı özel sektöre aktarmış olurlar. Dolayısıyla ülke, para cinsi uyumsuzluğu probleminden kurtulmuş olmaz. Bugünlerde Türkiye'de yaşanan durumda bankaların açık pozisyonu yoktur. Fakat kamu ve bankacılık dışı özel sektör para cinsi uyumsuzluğuyla karşı karşıyadır.<sup>85</sup>

### 2.7.1.3 Sermaye Yapısı Problemleri

Sermaye yapısından kaynaklanan riskler, finansman ihtiyacı hisse senedi ihracı yolu yerine borçla karşılandığında yaşanır. İhtiyat sermayesinin bulunmadığı durumlarda bir şok finansal sorunlara yol açabilir. Piyasalarda durgunluk olduğunda karlarda ve kar payı ödemelerinde bir azalma meydana gelirken borç ödemelerinde bir azalma görülmez. Dolayısıyla kısa vadeli borçlanma, sermaye yapısı ve vade uyumsuzluğu problemlerine yol açar.

### 2.7.1.4 Yükümlülük Karşılama Yeterliliği Problemi

Yükümlülük karşılama yeterliliği problemi varlıkların yükümlülükleri karşılamaması durumunda yani kurumun net değeri eksi işaret aldığı anda ortaya çıkar. Bu problem, vade uyumsuzluğu, para cinsi uyumsuzluğu ve sermaye yapısı problemlerinin hepsinden beslenebilir. Problemlerin her biri

---

<sup>85</sup> Eichengreen, Hausman and Panizza, a.g.m., ss. 13-16

negatif şoklarla birlikte yükümlülük karşılama yeterliliği problemini artırır. Yükümlülük karşılama yeterliliği aslında özellikle borsada hisseleri işlem gören şirketlerin değerlendirilmesinde kullanılan bir araçtır ve firmanın kaldıraç oranından belli olur. Firmaların toplam yükümlülüklerinin, öz sermayelerine oranı kaldıraç oranlarını verir. Kaldıraç oranı 1'in üzerine çıkan firmaların toplam varlıkları, toplam yükümlülüklerini karşılamaya yetmiyor demektir. Yükümlülük karşılama problemi, kamu sektörü için firmalardan daha farklı bir yapıdadır. Kamu sektörünün en büyük net varlığı birincil bütçe fazlasıdır. Birincil bütçe fazlası verilebilmesi için kamunun aldığı vergilerden oluşan gelirin, faiz dışında kalan harcamalarından fazla olması gerekir. Kamunun gelecekte vereceği faiz dışı fazlasının bugünkü değeri, toplam kamu borcunu aştığı sürece yükümlülüklerini karşılayabilir. Fakat bu durum ulusal para cinsinden borçların artmadan çevrilebilmesi için gereken şarttır. Dış borçların arttırılmadan çevrilebilmesi ve yükümlülük karşılama yeterliliği problemi yaşanmaması için, ülkenin faiz dışı cari hesabının gelecekte alabileceği pozitif değerlerin bugünkü değerine indirgenmiş değerinin, mevcut borç stoğundan büyük olması gerekir. Dolayısıyla dış borçlar için yükümlülük karşılama yeterliliği düzeyini anlamak için ülkenin dış borcunun ihracata oranına bakılır.

## **2.7.2 Krizlerin Çıkış Mekanizmalarının Asya, Rusya, Türkiye ve Arjantin Krizleri Üzerinde İncelenmesi**

Bu kısımda öncelikle bilanço yaklaşımından önce ortaya atılan kriz çıkış mekanizmaları ele alınacaktır. Bunun için önce birinci ve ikinci nesil kriz teorileri ve bilanço yaklaşımı ışığında Asya krizi incelenecektir. Daha sonra bilanço yaklaşımı çerçevesinde Asya (1997) (Tayland örneği), Rusya (1998), Türkiye (2000-2001) ve Arjantin (2002) krizleri incelenecektir.

### **2.7.2.1 Asya Krizi (1997)**

Birinci nesil kriz teorisinin ışığı altında Asya Krizi incelendiğinde, birinci nesil kriz teorisi, krizin oluşumunu tutarlı bir biçimde açıklayamamaktadır. Birinci nesil kriz teorilerine göre oluşması gereken sürekli cari açık ve döviz

rezervlerinin tükenmesi gibi durumlar Asya’da kriz öncesi gözlenen durumlar değillerdi. Tam tersine Asya ekonomileri artık kaplan diye nitelendirilecek kadar sağlıklı ve hızlı büyüyorlardı. Dolayısıyla birinci nesil kriz teorileri son yıllarda yaşanan krizleri açıklamakta etkisiz kalmıştır.

Birçok iktisatçı Asya krizinin ikinci nesil bir kriz olduğunu ileri sürmüştür. Örneğin Fischer, yeni krizleri ve Asya krizini ikinci nesil kriz olarak algılamaktadır. Fischer görüşlerini aşağıdaki gibi ifade etmiştir.

“Ekvator ve Brezilya hariç 1990’larda cari açık krizi yaşayan tüm ülkelerde kriz öncesinde bir çeşit sabit kur sistemi uygulandığı görülmüştür. Meksika, Brezilya, Rusya, Türkiye ve Arjantin’de, sabit döviz kuru, enflasyonu düşürme programının resmi bir parçasıyken Asya ülkelerinde enflasyonu düşürme programının bir parçası değildi. Bir ülke uzun bir süre kutsal üçlemeyi, özellikle ulusal parası değersiz haldeyse, krize girmeden sürdürebilir. Fakat cari açık varsa ülke, spekülasyon ataklara açık bir haldedir. Bunun sonucunda kuru korumanın anlamsız olduğu ikinci nesil bir kriz yaşanması kaçınılmazdır.”<sup>86</sup>

Fischer, yeni krizlerin ikinci nesil olduklarını ileri sürse de tablo tam olarak uyuşmamaktadır. Kaminsky ve Reinhart’a göre Asya krizi kendi kendini gerçekleştiren beklentilerden daha çok temel sorunlar sebebiyle çıkmıştır: Asya krizi, daha önceki krizlerde görülen belirtileri taşımaktadır. İyi düzenlenmemiş bankacılık sektörü bunun bir örneğidir.<sup>87</sup> Mishkin de sorunları bankacılık sektörünün eksik düzenlenmesinde aramıştır.<sup>88</sup> Bustelo’nun yaklaşımı, Asya krizini yani yeni nesil krizleri daha kapsamlı ve tutarlı bir şekilde açıklamaktadır. Bustelo görüşlerini aşağıdaki gibi belirtmiştir.

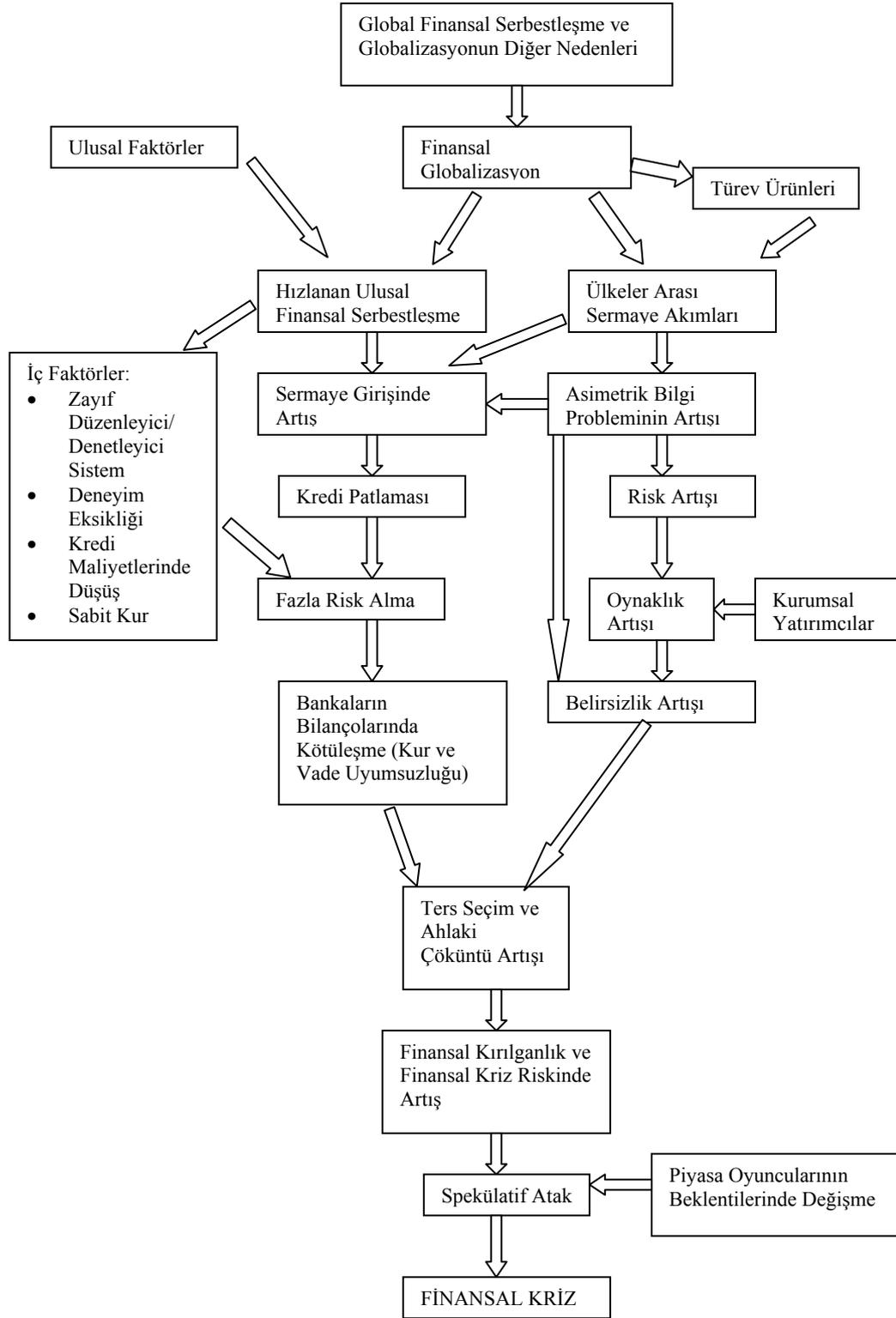
---

<sup>86</sup> Fischer, a.g.m., s. 3

<sup>87</sup> Kaminsky and Reinhart, a.g.m., s. 24

<sup>88</sup> Mishkin, “Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries”, s. 5

**Şekil 1: Krizlerin Çıkış Faktörlerinin Şematik Açıklaması**



Kaynak: Pablo Bustelo, Clara Garcia, and Iliana Olivie, "Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: Lessons from the East Asian Episodes (1997-1999)", **ICEI Working Paper**, No: 16, November 1999, s. 81

Asya krizinde yaşanan ülke deneyimlerinde kriz öncesi her zaman benzer senaryolarla karşılaşılır. Düzenleme ve denetim eksiğinden dolayı ahlaki çöküntü, ters seçim ve asimetrik bilgi problemlerinde artış gözlemlenebilir. Bir döviz kuru krizi öncesinde ülkelerin ekonomik göstergelerindeki ortak sorunlar olarak aşırı değerli ulusal para, ihracat avantajını kaybetmiş bir sanayi, kronik cari açıklar, kısa vadeli dış borcun oransal büyüklüğünde bir artış ve sermaye girişi görülür.<sup>89</sup> Ayrıca aşırı yatırım, yatırımların verimliliğini düşürerek geri dönüşümlerini yavaşlatır. Özel sektörün aşırı borçlanması ve aşırı risk alması sorunları artırır. Yetersiz düzenleme ve denetim sorunları ağılaştırır.<sup>90</sup> Bu ortak paydalar Sekil 1'deki gibi gösterilebilir.

Bilanço yaklaşımı açısından durum daha farklı algılanabilir. Fischer, Kaminsky ve Reinhart, Mishkin ve Bustelo aynı tabloya bakmalarına rağmen tablonun küçük parçalarını görmüşlerdir. Fischer cari açığın, Kaminsky ve Reinhart iyi düzenlenmemiş bankacılık sektörünün sorun yarattığını ileri sürmüştür. Mishkin de düzenleme ve denetim eksiği olan bankacılık sektörünün ahlaki çöküntü yarattığını ileri sürmüştür. Bustelo Asya krizinin, özel sektörün aşırı yatırım yapmasından ve aşırı borçlanmasından kaynaklandığını belirtmiştir.

Hepsi bazı noktalardaki problemlere önem vermiş fakat problemin tamamındaki sorunu ortaya koyamamışlardır. Bilanço yaklaşımıyla Asya krizi incelendiğinde bu iktisatçıların farklı derecelerde önem verdikleri konuların nasıl birbirleriyle doğrudan ilişki içinde olduğu görülebilir.

Fischer cari açığı sorun olarak görmekte yanılmamıştır. Cari açığın finansmanı için sermaye hareketleri hesabında oluşması gereken fazla, borçla sağlanmıştır. Bu borç kısa vadeli olduğunda vade uyumsuzluğuna ve sermaye yapısı sorunlarına, uzun süreler boyunca biriktiğinde para cinsi uyumsuzluğuna yol açar.

<sup>89</sup> Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti and Nouriel Roubini, "Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis", **NBER Working Paper Series**, No: w6783, November 1998, ss. 29-30

<sup>90</sup> Bustelo, Garcia and Olivie, a.g.m., s. 5

Kaminsky ve Reinhart problemi bankacılık sektöründe aramışlardır. Fakat bankacılık sektörü o şartlar altında yapması gerekeni yaparak finansman bulmuştur. Fakat açık pozisyon vererek vade uyumsuzluğu sorunu yaşamıştır.

Mishkin'e göre finansal serbestleşmeyle birlikte ortaya çıkan sermaye bolluğu bankaların ahlaki çöküntü sorunu yaşamasına sebep olmuştur. Bu durum bir dereceye kadar doğru olsa da esas sorun bankaların yurtdışından yabancı para cinsinden aldıkları borçları ulusal para cinsinden kredi vererek açık pozisyon vermeleri ve para cinsi uyumsuzluğu sorunu yaşamalarıdır. Bankalar yabancı para cinsinden aldıkları borçlarla, döviz cinsinden ulusal firmalara kredi açsalar bile ülkenin para cinsi uyumsuzluğu sorunu ortadan kalkmaz, sorun sadece bankacılık dışı özel sektöre aktarılmış olur.

Bustelo aşırı yatırım ve aşırı borçlanma ile ilgili sorun yaşandığını ileri sürmektedir. Tespit yerinde olmakla birlikte bunun nasıl krize yol açtığı net değildir. Bilanço yaklaşımı açısından aşırı yatırım ve aşırı borçlanma yüzünden firmalar, sermaye yapısı problemi, vade ve para cinsi uyumsuzluğu problemi yaşamıştır.

Bütün bu iktisatçıların tespitleri bir araya getirildiğinde hepsinin sermaye yapısı problemi, vade ve para cinsi uyumsuzluğu problemlerini yarattığı görülmüştür. Sonuçta problemlerin hepsi ülkenin bütününde yükümlülük karşılama yeterliliği sorununun ortaya çıkmasına yol açar. Bir ülkedeki sorunu tetikleyen ister kamu, ister bankacılık isterse bankacılık dışı özel sektör olsun her birinin bilançolarındaki sorunlar diğer sektörler de yayılarak ülkenin bütününü krize sokmuştur. Bir sektörün krizin başlangıcına sebep olması o sektörün krizin tek sorumlusu olarak suçlanmasını gerektirmez. Bir sektörün bilançosundaki sorunlar diğer sektörün iyi durumdaki bilançosuyla telafi edilebilir. Bankacılık sektörünün açık pozisyonları varsa bu açık bankacılık dışı özel sektörün ihracatıyla kapatılabilir. Önemli olan ülkenin bütününün yükümlülük karşılama yeterliliği sorunu yaşamamasıdır.

Roubini Asya krizinin genel bir değerlendirmesini Şöyle yapmaktadır. Doğu Asya'da krizin sebebi bütçe açıkları veya kamunun kendi borçları değildi. Asya krizinin sebebi, özel sektörün yatırım patlaması tarafından başlatılıp sürdürülen cari açıklardır. Asya ülkelerinin yaşadığı krizlerde her birinin farklı zayıflıkları vardı. Fakat zayıflıkların hepsi ortak özellikler gösteriyordu. Kriz Tayland, Endonezya ve Kore'yi sert vurdu. Malezya krizi daha hafif atlattı. Filipinler, Singapur, Tayvan ve Hong Kong'un büyüme oranları düştü fakat geniş çapta bir ödeme krizine girmediler. Tüm Asya ülkeleri, resmen olmasa da fiilen sabit kur sistemleri uyguluyorlardı. Çoğu ülke, cari açıkları, doğrudan yabancı yatırım gibi uzun vadeli borç yerine kısa vadeli borçla finanse etmeyi tercih ediyordu. Yurtdışından genellikle kısa vadeli dövizle borçlanma cari açıkların sürdürülebilmesini sağlıyordu.

Büyük ve iyi bağlantıları olan bankaların iflas etmesine izin verilmeyeceğinin zannedilmesi bankaların aşırı dış borç almasına ve marjinal projeleri finanse etmesine yol açmıştır. Bu çarpık yapı 1990'larda sermaye hareketleri hesapları serbestleşince iyice bozuldu. Çünkü ulusal bankalar almakta hür oldukları yeni risklerden nasıl korunacaklarını bilmiyorlardı ve korunmak da istemiyorlardı. Ayrıca bankaların denetim ve düzenlemesi devlet tarafından yerine getirilmiyordu. Bu faktörlerin bir araya gelmesi ve dış borçla gerçekleşen bir kredi patlaması, geniş çapta bir varlık fiyatları balonu yaratmıştır.<sup>91</sup>

Asya krizini genel olarak değerlendirdikten sonra örnek olarak sadece Tayland'ı incelemek yerinde olacaktır. Çünkü Asya krizi Tayland'dan başlayarak diğer ülkelere yayılmıştır.

Tayland, bir ülkenin özel sektöründe var olan para cinsi, vade uyumsuzluğu ve sermaye yapısı problemlerinin, sektörler arası bağlantılar yoluyla ülkenin bilançosunu zayıflatarak bir ülkeyi yıkıcı bir krize nasıl sokabileceğinin iyi bir örneğidir. 1997'den önce Tayland büyük cari açıklar

---

<sup>91</sup> Nouriel Roubini and Brad Setser, **Bailouts or Bail-Ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies**, Washington: Institute for International Economics Publications, August 2004, s. 54

veriyordu ve ekonomisi fazla ısınmıştı. Birçok kişi, Tayland'ın sabit kur sistemini sürdürüp sürdüremeyeceğini tartışıyordu. Fakat kimse krizin nasıl vuracağını kestiremiyordu. Geçmişe bakıldığında bu durum şaşırtıcıdır. Çünkü Tayland'ın bilançosu tüm bilanço risklerini taşıyordu.

Tayland, kısa vadeli borç stoğunu 1994'ten 1997'ye kadar 27 milyar Dolar'dan 45 milyar Dolar'a çıkardı. Böylece dış borcun GSMH'ye oranı % 25'i geçti. Yetersiz denetlenen finans sektörü yurtdışından dövizle borçlanarak yurtiçindeki firmalara döviz kredisi vermekteydi. Sonuçta finans sektörünün kısa vadeli borcu bankaların ve kamunun likit döviz rezervlerini aşarak klasik bir vade uyumsuzluğu problemi yaratmıştır. Böylece cari açığı finanse etmek için doğrudan yabancı yatırım yerine borca olan bağımlılık ihtiyat rezervlerini eriterek Tayland'ı dış şoklara karşı zayıf bir hale getirmiştir.

Tayland Merkez Bankası elindeki dövizli vadeli işlemlerle satarak vade uyumsuzluğu durumunu daha da içinden çıkılmaz bir hale sokmuştur. Merkez bankası bunu yaparken sabit kuru savunmuş ve yabancıları devalüasyon riskine karşı korumuş oluyordu. Vadeli işlemler (forwards) merkez bankasının bilançosunda görünmüyordu. Sonunda merkez bankasının ileride döviz satma vaatleri kasasındaki döviz rezervlerini aştı.<sup>92</sup>

Tayland'ın dış borçlanması aynı zamanda büyük bir para cinsi uyumsuzluğuna da yol açmıştı. Ulusal finans kurumları aldıkları döviz borçlarını dengelemek için ulusal firmalara dövizle kredi açmışlardı. Kredilerin bir kısmını ihracatçılar kullansa da büyük bir kısmı ulusal inşaat sektörüne (inşaat yapan firmalara ve gayrimenkul yatırımcılarına) verilmiştir. İnşaat sektörü ticarete konu olmayan mallardan olduğundan reel kur artmıştır ve gayrimenkul balonu oluşmuştur. Tayland cari açığını yeni kısa vadeli borç alarak veya rezervlerini satarak karşılayamamaya başladığında sabit kuru terk etmek zorunda kalmıştır. Baht'ın devalüasyonu sonucunda ekonomi büyük bir krize girmiştir.

---

<sup>92</sup> Roubini and Setser, a.g.e., s. 55

Sonuçta kriz, başlangıçta çok az borcu olan kamuyu bile zor duruma sokmuştur. Çünkü hükümet bankaların dış ödemelerinde garantörlük yapmıştır. Bankacılık dışı finans sektörünün yükümlülüklerine karışmamıştır. Bu garantiler ve Tayland Merkez Bankası'nın vadeli döviz sözleşmeleri hükümetin rezervleriyle de karşılanamaz bir hal almıştır. Hükümetin bankacılık sisteminin büyük zararları karşısında ulusal yatırımcıyı koruması ulusal para cinsinden olan kamu borcunu artırmıştır.

### 2.7.2.2 Rusya Krizi (1998)

Rusya krizinin diğer krizlerden farklıları şöyle sıralanabilir. İlk olarak cari açık yaşamadan bankacılık, kamu borcu ve kur krizlerinin üçüne birden sahne olan ender ülkelerdendir. Rusya'nın kriz öncesi cari açığı yoktu. Dengeli bir dış ticaret yürütüyordu. Fakat kriz öncesi ülkeye giren sermaye cari fazla vermesine sebep olmuştur. Yerleşik yatırımcılar tam tersi olarak ülkeden döviz çıkarıyorlardı. İkinci olarak Rusya kriz öncesinde ekonomik patlama göstermiyordu. Borç problemi piyasa ekonomisine geçiş sırasında yaşadığı problemlerden kaynaklanıyordu. Üçüncü olarak kriz sonrasında Rusya, büyük bir GSMH kaybı meydana gelmeden toparlanmıştır. Rusya krizinin sebepleri aşağıdaki maddeler halinde gösterebilir:<sup>93</sup>

- Petrol Fiyatları Şoku: 1997 Asya krizinden sonra dünyada petrole talep düşmüş ve petrol fiyatları azalmıştır. Bu da ihracatçı petrol ve diğer enerji kaynaklarında yoğunlaşan Rusya'yı sıkıntıya sokmuştur.
- Sürekli Mali Açıklar Yaşanması: Rusya piyasa ekonomisine geçiş sürecinde sürekli gelirlerinden daha fazla harcayarak bütçesinde açık görmüştür. Rusya'nın kriz öncesi borçları kriz yaşayan ülkelerden daha az olmasına rağmen gelirleri azdı ve borcu çok hızlı büyüyordu. Çünkü Rusya bütçe açıklarını kapatmak için çok yüksek faizi olan iç borçlanma senetleri satıyordu.

---

<sup>93</sup> Roubini and Setser, a.g.e., ss. 58-59

- Sabit Kur Sistemi: Rusya'daki sabit kur sistemi, ulusal yatırımcılar için yüksek getiri demek olan iç borçlanma senetlerini, kur sabit kaldığı sürece yabancı yatırımcılar için de (kur sistemi çökmeden ülkeden çıkabildikleri takdirde) yüksek getiri sağlayan bir araç haline çeviriyordu. Bu durum Rusya'nın yabancı varlıklarına bir talep artışını beraberinde getirdi. Ulusal yatırımcılar zaten yurtdışına döviz çıkarıyorlardı. Döviz getiren yabancı yatırımcılar da döviz alarak yurtdışına çıkmaya çalışınca para cinsi uyumsuzluğu iyice gün yüzüne çıktı. Çünkü Rusya'da talepleri karşılayacak kadar döviz kalmamıştı.

Rusya kriz öncesinde bütçe açıklarını para basarak değil borçlanarak karşılıyordu. Dolayısıyla enflasyon yaratacak ve kur sistemini yıkacak bir politika izlemiyordu. Fakat bu durum borçlanma senetlerine, giderek daha fazla risk primi verilmesini gerektiriyordu. Rusya'nın iç ve dış dengeyi sağlayabilmesi yani yerleşik yatırımcıların yurtdışına çıkardıkları döviz telafi edebilmesi için kısa vadeli sermaye hareketlerine (sıcak paraya) ihtiyacı vardı. Fakat 1998'de yerleşik yatırımcıların aldıkları döviz, piyasada talep fazlası yaratarak kur üzerinde baskı oluşturmuştur. Endişelenen yabancı yatırımcıların da dövize yönelmesi, kurda aşırı bir baskı oluşarak sistemin çökmesine neden olmuştur.<sup>94</sup>

Rusya'nın yaşadığı sorunlar bilanço risklerinin nasıl birbirleriyle bağlantılı olduğuna ilginç bir örnektir. Brezilya ve Türkiye'de ulusal bankalar ulusal para cinsinden olan kamu borçlarının büyük bir bölümünü ellerinde tutuyordu. Bankalar bu borçlanma senetlerini ulusal para cinsinden mevduat toplayarak aldıkları için kur riskinden korunmaları gerekmiyordu. Rusya'ya yatırım yapan yabancıların Ruble'nin devalüe edilme riskine karşı korunmaya ihtiyaçları vardı. Rus piyasası yeterince gelişmiş riskten korunma araçlarından yoksun olduğundan Rus bankaları riskten korunma ihtiyacını karşılamak için yabancı yatırımcılara vadeli işlem sözleşmeleri düzenleyerek

---

<sup>94</sup> Roubini and Setser, a.g.e., s. 60

ileri tarihlerde sabit kurdan döviz satacakları vaadinde bulunmuşlardır. Fakat Rus bankalarının ellerinde bu vadeli işlem sözleşmelerinin karşılığı kadar döviz yoktu. Dolayısıyla hükümetin Ruble cinsinden vade uyumsuzluğu ve bankaların döviz cinsinden hem vade hem de para cinsi uyumsuzluğu meydana gelmiştir. Rus hükümeti, yükümlülük karşılama yeterliliği sorunu yaşarken bankaları korumak için sermaye çıkışlarını engelleme yoluna gitmiştir. Çünkü bankacılık sistemi açık bir biçimde vadeli işlem sözleşmelerinin gereğini yerine getiremiyordu.

Rusya'nın üçlü bir kriz yaşadktan sonra GSMH'sinde büyük bir düşüş olmaması ilginç fakat açıklanması kolay konudur. Rus bankacılık sistemi çöktüğünde ekonomik daralma görülmemiştir. Çünkü bankaların çoğu reel sektöre kaynak sağlayan ticari bankalardan çok finans sektöründe spekülasyon yapan yatırım bankalarıydı. Bu yatırım bankaları, kurlar ve devlet iç borçlanma senetleri üzerinde spekülatif oyunlar oynamaktan başka bir iş yapmıyorlardı. Rus bankalarının çoğu riskten korunma fonları gibi kamu borçlanma araçları spekülasyonu yapıp gerçek firmalara kredi açmadıklarından firmaların çoğu kendi finansmanlarını sağlıyordu. Devalüasyon firmalara, bankaların çöküşünün getirdiği zarardan daha büyük bir yarar sağlamıştır. 1999 ve 2000'deki petrol fiyatlarındaki artışla beraber ekonomik iyileşme hızlanmıştır. Çünkü kamu açıkları petrol gelirlerinin artmasıyla azalmıştır.<sup>95</sup>

### **2.7.2.3 Türkiye Krizi (2000-2001)**

Türkiye krize girmeden önce 1999'da kur çapasına dayalı bir istikrar programı uygulamaya başlamıştı. Fakat iç ve dış borç hızla artıyordu. Ayrıca Türkiye, aşağıdaki gibi sıralanabilecek birçok zayıflık sebebini üzerinde topluyordu:

- İstikrar programı dahilinde hayata geçirilen yarı para kurulu ileri dönük sürünen kur sistemini, istikrar programının çapası olarak

---

<sup>95</sup> Roubini and Setser, a.g.e., ss. 60-61

uyguluyordu. Fakat fiyat ve ücretlerdeki atalet kurun reel değerlenmesine yol açarak cari açığı arttırmıştır.

- Bankacılık sistemi sabit kurun devam edeceği düşüncesiyle yurtdışından aşırı borçlanma yoluna gitmiştir. Bunun sonucunda bankacılık sisteminin kısa vadeli borçlarının ellerindeki likiditeye oranı artmıştır.
- Büyük bütçe açıkları, kamu borcunun hızla artmasına sebep olmuştur. Kamu borcunun büyük bir kısmı iç piyasada işlem gören, çok kısa vadeli hazine kağıtlarıydı. Dolayısıyla kamu yurtiçi faiz oranlarındaki bir artıştan gelecek bir şoka karşı savunmasızdı.
- Bankacılık sisteminde krizden çok önce gizli kalmış zararlar vardı. Bu gizli zararlar özellikle kamu bankalarının düşük faizli kredi vererek belli sektörleri kollamasından, kanun dışı kredilerden veya özel bankaların bağlantılı kredilerinden, meydana gelmişti.

Şubat 2001'de cumhurbaşkanı ve başbakan arasındaki bir tartışma krizi tetiklemiş ve dövize hücum başlamıştır. 3 gün içinde ulusal ve yabancı yatırımcıların dövize hücumu sırasında Merkez Bankası döviz rezervlerinin 3'te 1'ini kaybetmiştir. Ancak büyük bir IMF kredisi rezervleri yükseltmiş ve bankacılık sisteminin yurtdışına olan yükümlülüklerini karşılamasını sağlamıştır.

Bununla birlikte, devalüasyonun bilanço etkisi, bankacılık sisteminin temizlenmesi ve yatırımcıları çekmek için verilmesi gereken yüksek reel faizler bir araya gelince bir kamu borç krizi yaşanması riski ortaya çıktı. 2001'deki borçların bir kısmı kamu bankalarının bilançolarına yansıtılması ertelenen zararları yüzünden, başka bir kısmı devlet iç borçlanma senetleri üzerinde spekülasyon yaparak zarar eden bankaları yeniden sermayelendirmek için yapılan ödemeler yüzünden ortaya çıkmıştır. IMF programı ve sıkı bir mali disiplin 2001 ve 2002'de yükümlülükleri yerine getirememeye sorunu çıkmasını önlemiştir. 2003 ve 2004'te durum düzelmiş fakat hala ciddiyetini korumaktadır. Çünkü borç oranları özellikle borçların

kamu gelirlerine olan oran hala yüksektir ve zaman içinde başlangıçta elde edilen birincil fazla sürdürülebilir olmaktan çıkabilir. İleride büyüme ve faiz oranlarında meydana gelebilecek bir şok durumu sürdürülemez hale getirebilir.<sup>96</sup>

#### **2.7.2.4 Bilanço Yaklaşımı Çerçevesinde Türkiye’de Geçekleşen 1994, 2001 Krizlerinin ve Bugünkü Durumun Değerlendirmesi**

Roubini’nin yukarıdaki Türkiye değerlendirmesinin ardından Türkiye’deki rakamlara bakılarak daha net sonuçlar çıkarılmaya çalışılabilir. Bilanço yaklaşımı dahilinde IMF, SDDS’ye (Special Data Dissemination System) üye ülkelere yeni veri sağlama zorunlulukları getirmiştir. Bunlardan biri uluslararası yatırım pozisyonudur. Net uluslararası yatırım pozisyonu bir ülkedeki toplam yabancı yatırımlarını yükümlülükler hesabının altında, ülke vatandaşlarının yurtdışı yatırımlarını ve yurtiçinde ellerinde olan yabancı varlıkları, varlıklar hesabının altında gösterir. Türkiye yükümlülük karşılama yeterliliği açısından incelendiğinde oldukça kötü bir tabloyla karşılaşılır. Çünkü Türkiye’nin varlıkları 87 milyar Dolar’ken yükümlülükleri 209 milyar Dolar’dır. Yani 2004 yılında 122 milyar Dolar net borçludur. 2006’da rezervler 75 milyar Dolar civarındadır. Yükümlülükler aynı kalsa bile Türkiye’nin elindeki varlıkların 2 katından fazla borcu vardır yani büyük bir yükümlülük karşılama yeterliliği problemi yaşamaktadır.

Türkiye’nin 1996 ve 2004 yılları arası net uluslararası yatırım pozisyonu Tablo 14’te görüldüğü gibi 2000 yılında - 98 milyar Dolar’dan 2001’de - 84 milyar Dolar’a inmiştir. Bu azalmanın sebebi varlıklardaki bir artış değil yükümlülüklerdeki azalıştır. 2000 yılında 35 milyar Dolar olan portföy yatırımları 2001 yılında 24 milyar Dolar olmuştur. Kısaca net yatırım pozisyonundaki 14 milyar Dolar’lık azalışın, 11 milyar Dolar’lık kısmı portföy yatırımlarının yani sıcak paranın yurtdışına çıkması sebebiyle meydana gelmiştir.

---

<sup>96</sup> Roubini and Setser, a.g.e., ss. 65-66

Tablo 14: Uluslararası Yatırım Pozisyonu: Yıl Sonları İtibariyle Dış Varlık Ve Yükümlülükler									
(Milyon ABD Doları)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Uluslararası Yatırım Pozisyonu, net	-54.855	-60.213	-65.474	-75.410	-98.558	-84.196	-85.613	-106.009	-122.054
<b>Varlıklar</b>	<b>27.616</b>	<b>30.040</b>	<b>34.491</b>	<b>49.386</b>	<b>53.193</b>	<b>52.779</b>	<b>62.771</b>	<b>74.491</b>	<b>87.000</b>
Yurtdışında doğrudan yatırımlar	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.668	4.581	5.847	6.138	7.060
Portföy yatırımları	5	5	5	4	4	550	809	1.963	935
Hisse senetleri	5	5	5	4	4	53	45	68	123
Merkez Bankası	5	5	5	4	4	4	5	15	16
Genel Hükümet	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bankalar	0	0	0	0	0	0	0	7	59
Diğer Sektörler	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	49	40	46	48
Borç senetleri	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	497	764	1.895	812
Bono ve tahviller	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	464	730	1.882	800
Bankalar	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	373	627	1.739	662
Diğer sektörler	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	91	103	143	138
Para piyasası araçları	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	33	34	13	12
Bankalar	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2	4	0	0
Diğer sektörler	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	31	30	13	12
Diğer yatırımlar	9.909	10.448	13.708	25.039	26.196	27.687	28.030	31.217	41.362
Ticari krediler	n.a.	n.a.	1.997	2.104	2.697	3.089	3.972	5.158	7.005
Diğer sektörler	n.a.	n.a.	1.997	2.104	2.697	3.089	3.972	5.158	7.005
Kısa vade	n.a.	n.a.	1.997	2.104	2.697	3.089	3.972	5.158	7.005
Krediler	2.557	2.823	2.938	2.292	2.063	2.950	2.370	2.816	2.189
Merkez Bankası	1.160	1.211	1.265	297	208	183	154	119	84
Bankalar	1.397	1.612	1.673	1.995	1.855	2.767	2.216	2.697	2.105
Uzun vade	1.050	1.206	1.237	1.436	1.524	1.567	1.456	2.204	1.538
Kısa vade	347	406	436	559	331	1.200	760	493	567
Döviz varlıkları ve mevduatlar	7.352	7.625	8.773	19.620	19.654	19.829	19.788	21.209	30.143
Bankalar	7.352	7.625	8.773	9.569	11.007	10.392	9.980	9.795	16.143
Diğer sektörler	n.a.	n.a.	n.a.	10.051	8.647	9.437	9.808	11.414	14.000
Diğer varlıklar	0	0	0	1.023	1.782	1.819	1.900	2.034	2.025
Merkez Bankası	0	0	0	1.023	1.184	1.235	1.257	1.272	1.288
Genel Hükümet	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	598	584	643	762	737
<b>Rezerv varlıklar</b>	<b>17.702</b>	<b>19.587</b>	<b>20.778</b>	<b>24.343</b>	<b>23.325</b>	<b>19.961</b>	<b>28.085</b>	<b>35.173</b>	<b>37.643</b>
Parasal altın	1.383	1.124	1.012	1.011	1.006	1.032	1.279	1.558	1.635
Özel Çekiş Hakları	1	1	1	0	29	5	31	30	14
IMF nezdinde rezerv varlıklar	46	44	45	155	147	142	153	167	175
Yabancı Para	16.272	18.418	19.720	23.177	22.143	18.782	26.622	33.418	35.819
Döviz varlıkları ve mevduatlar	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.960	1.916	1.858	2.769
Bankalar nezdinde	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.960	1.916	1.858	2.769
Menkul kıymetler	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	14.822	24.706	31.560	33.050
<b>Yükümlülükler</b>	<b>82.471</b>	<b>90.253</b>	<b>99.965</b>	<b>124.796</b>	<b>151.751</b>	<b>136.975</b>	<b>148.384</b>	<b>180.500</b>	<b>209.054</b>
Yurtiçinde doğrudan yatırımlar	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	19.209	19.677	18.791	33.533	32.489
Özsermaye ve yeniden yatırıma dönüştürülen karlar	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	19.209	18.047	16.259	30.936	29.510
Diğer sermaye	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.630	2.532	2.597	2.979
Portföy yatırımları	16.273	19.844	17.804	38.586	35.862	24.735	23.903	30.037	45.765
Hisse senetleri	3.085	6.018	3.700	15.358	7.404	5.635	3.450	8.954	16.141
Diğer sektörler	3.085	6.018	3.700	15.358	7.404	5.635	3.450	8.954	16.141
Borç senetleri	13.188	13.826	14.104	23.228	28.458	19.100	20.453	21.083	29.624
Bono ve tahviller	13.188	13.826	14.104	23.228	28.458	19.100	20.453	21.083	29.624
Genel Hükümet	12.474	12.751	13.320	22.244	27.509	18.174	19.932	20.733	29.274
Yurtiçi	n.a.	n.a.	n.a.	6.313	6.630	727	1.458	3.174	12.314
Yurtdışı	12.474	12.751	13.320	15.931	20.879	17.447	18.474	17.559	16.960
Bankalar	714	1.075	784	984	949	926	521	350	350
Diğer yatırımlar	66.198	70.409	82.161	86.210	96.680	92.563	105.690	116.930	130.800
Ticari krediler	6.611	6.653	6.718	7.251	7.863	5.677	8.461	10.673	15.648

Diğer sektörler	6.611	6.653	6.718	7.251	7.863	5.677	8.461	10.673	15.648
Uzun vade	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.317	1.807	2.366
Kısa vade	6.611	6.653	6.718	7.251	7.863	5.677	7.144	8.866	13.282
Krediler	43.346	48.474	56.217	61.635	72.706	72.214	80.168	84.804	90.934
Merkez Bankası	711	631	399	402	3.731	13.663	8.083	7.283	2.996
IMF kredileri	669	601	392	396	3.705	13.643	8.068	7.272	2.995
Kısa vade	42	30	7	6	26	20	15	11	1
Genel Hükümet	23.700	21.915	22.146	21.480	22.307	20.856	35.781	38.402	40.371
Uzun vade	23.700	21.861	22.146	21.480	21.307	20.856	35.781	38.402	40.371
Kısa vade	0	54	0	0	1.000	0	0	0	0
Bankalar	6.581	8.362	9.329	11.986	16.450	7.785	6.684	8.876	14.772
Uzun vade	2.741	4.015	4.817	5.542	5.310	3.780	3.489	3.556	6.056
Kısa vade	3.840	4.347	4.512	6.444	11.140	4.005	3.195	5.320	8.716
Diğer sektörler	12.354	17.566	24.343	27.767	30.218	29.910	29.620	30.243	32.795
Uzun vade	11.296	15.974	22.351	25.955	28.333	27.933	28.339	28.648	31.324
Kısa vade	1.058	1.592	1.992	1.812	1.885	1.977	1.281	1.595	1.471
Mevduatlar	16.241	15.282	19.226	17.324	16.111	14.672	17.061	21.453	24.218
Merkez Bankası	11.662	11.126	12.579	10.596	10.351	10.680	13.912	17.081	18.405
Bankalar	4.579	4.156	6.647	6.728	5.760	3.992	3.149	4.372	5.813

Kaynak: TCMB

Türkiye'nin içinde olduğu bilanço uyumsuzluklarının anlaşılması için Türkiye'nin net uluslararası rezervleri ve kısa vadeli borçları incelenmelidir.

Tablo 15: Ulusal Rezervler (1986-2006)

	MERKEZ BANKASI				BANKALAR	TOPLAM NET REZERV	
	BRÜT REZERV	MUHABİR AÇIKLARI	ALTIN	NET REZERV			MUHABİR MEVCUDU VE EFEKTİF KASASI
	A	B	C	D=(A-B+C)			E
1986	1.367,9	76,6	1.236,8	2.528,1	1.818,8	4.346,9	
1987	1.718,5	282,0	1.535,1	2.971,6	2.240,5	5.212,1	
1988	2.307,3	167,6	1.367,5	3.507,2	2.921,2	6.428,4	
1989	4.831,3	30,3	1.353,8	6.154,8	3.128,4	9.283,2	
1990	5.972,3	24,0	1.468,2	7.416,5	3.970,6	11.387,1	
1991	4.918,1	3,3	1.493,3	6.408,1	5.842,0	12.250,1	
1992	6.116,0	1,5	1.493,7	7.608,2	7.644,0	15.252,2	
1993	6.213,2	0,7	1.488,1	7.700,6	10.060,8	17.761,4	
1994	7.112,1	4,8	1.410,0	8.517,3	7.997,0	16.514,3	
1995	12.390,6	19,6	1.383,1	13.754,1	9.562,7	23.316,8	
1996	16.272,5	41,7	1.383,2	17.614,0	7.351,9	24.965,9	
1997	18.418,8	30,2	1.124,4	19.513,0	7.625,1	27.138,1	
1998	19.721,0	7,4	1.012,1	20.725,7	8.772,9	29.498,6	
1999	23.177,4	5,9	1.011,0	24.182,5	9.568,8	33.751,3	
2000	22.172,2	25,6	1.005,9	23.152,5	11.006,9	34.159,4	
2001	18.787,1	19,9	1.032,1	19.799,3	10.392,4	30.191,7	
2002	26.806,7	15,1	1.279,4	28.071,0	9.980,2	38.051,2	
2003	33.615,8	10,9	1.557,5	35.162,4	9.794,5	44.956,9	
2004	36.008,8	0,9	1.635,0	37.642,9	16.142,5	53.785,4	
2005	50.515,2	0,7	1.914,9	52.429,4	16.352,5	68.781,9	
2006-1 (*)	52.929,2	0,9	1.914,9	54.843,2	18.783,4	73.626,6	
2006-2 (*)	56.533,8	0,8	1.914,9	58.447,9	16.855,1	75.303,0	
2006-3 (*)	58.283,1	1,7	2.176,2	60.457,6	15.427,1	75.884,7	

Kaynak: TCMB

1993 yılında Türkiye'nin toplam net rezervleri 17 milyar Dolar'ken kısa vadeli borçları 18 milyar Dolar'dır. Dolayısıyla ülkedeki rezervler, borçları karşılayamaz hale gelerek vade uyumsuzluğu yarattığından bir kriz yaşanmıştır. 2000 yılında 28 milyar Dolar'lık borca karşın 34 milyar Dolar'lık rezerv vardı. Bu durum, vade uyumsuzluğu yaratarak piyasanın sıkışmasına neden olmuş ve yine bir bankacılık ve döviz krizi yaşanmasına neden olmuştur.

Tablo 16: Kısa Vadeli Dış Borç Stoğu (1993-2005)

(Milyon ABD Doları)	1993	1994	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
MERKEZ BANKASI	667	828	905	686	653	752	1.655	2.860	3.287	2.763
MUHABİR AÇIKLARI	1	5	7	6	26	20	15	11	1	1
KREDİ MEKTUPLU DTH	666	823	898	680	627	732	1.640	2.849	3.286	2.762
GENEL HÜKÜMET					1.000					
TİCARİ BANKALAR	11.127	4.684	11.159	13.172	16.900	7.997	6.344	9.692	14.529	17.782
DÖVİZ KREDİLERİ	8.696	2.241	4.512	6.444	11.140	4.005	3.195	5.320	8.716	11.249
DÖVİZ TEVDİAT HESABI	1.903	1.970	3.223	3.450	2.414	2.219	2.453	3.038	3.340	3.009
BANKA MEVDUATI	528	473	3.424	3.278	3.346	1.773	696	1.334	1.694	1.944
YTL CİNSİNDEN MEVDUAT									779	1.580
DİĞER SEKTÖRLER	6.679	5.675	8.710	9.063	9.748	7.654	8.425	10.461	14.753	17.723
TİCARİ KREDİLER	5.850	5.020	6.718	7.251	7.863	5.677	7.144	8.866	13.282	16.128
İTHALAT BORÇLARI	4.762	3.772	4.912	5.270	5.834	3.782	5.136	6.297	9.088	10.646
PREF.&PEŞİN İHRACAT	1.088	1.248	1.806	1.981	2.029	1.895	2.008	2.569	4.194	5.482
DİĞER KREDİLER	829	655	1.992	1.812	1.885	1.977	1.281	1.595	1.471	1.595
KAMU	65	36	174	0	0	81	0	0	25	400
ÖZEL	764	619	1.818	1.812	1.885	1.896	1.281	1.595	1.446	1.195
TOPLAM	18.473	11.187	20.774	22.921	28.301	16.403	16.424	23.013	32.569	38.268

Kaynak: TCMB

2005 yılında rezervler 75 milyar Dolar ve kısa vadeli borçlar 38 milyar Dolar düzeyindedir. 75 milyar Dolar rezerv var gibi görünmesine karşın Merkez Bankası döviz satmamaktadır. Yani piyasadaki likidite bankaların elinde olan 15 milyar Dolar'dır. Ayrıca kısa vadeli borçların az görünmesinin sebebi hükümetin iyileşen piyasa koşulları altında bir yıldan uzun süreli bono ihraç etme imkanına kavuşmasıdır. Fakat bonoların uzun vadeli olması bono vadesinin sonuna kadar beklenilmesini gerektirmez. Yabancılar ellerindeki iki veya üç yıl vadeli bonoları ikinci el piyasada satarak dövize yönelebilirler. Bu döviz üzerindeki baskıları artırmaya adaydır. Ayrıca sıcak para miktarının 64 milyar Dolar olduğu göz önüne alındığında bu paranın büyük bir kısmının bir

yıldan uzun vadeli yatırım araçlarında değerlendirildiği anlaşılmaktadır.<sup>97</sup> Çünkü kısa vadeli borç miktarı 64 milyar Dolar'dan azdır.

Bilanço yaklaşımı çerçevesinde bakıldığında sektörel kırılmalıkların arttığı görülebilir. SPK Başkanı Doğan Cansızlar, Türkiye'de 64 milyar Dolar sıcak para olduğunu belirtmiştir. Bankaların açık pozisyonunun 9.3 milyar Dolar, reel sektörün açığının 17 milyar Dolar olduğunu ifade etmiştir.<sup>98</sup> Bu durum para cinsi uyumsuzluğu yaratmaktadır. Dolayısıyla dövizdeki aşırı bir dalgalanma hem reel sektörü hem de bankacılık sektörünü sıkıntıya sokacaktır.

Rezervlerin, kısa vadeli borçlardan fazla olması kısa vadeli borçların karşılanabileceğini gösterse de, 17 Mayıs 2006'dan beri yaşanan dövizde % 20'ye varan tırmanış ve bono faizlerindeki artış yabancıların ellerindeki uzun vadeli bile olsa hazine bonolarını ikinci el piyasada satarak döviz yöneldiklerini göstermektedir. Borsa 45000'lerden 35000 seviyesine gelmiştir. Borsadan çıkan paranın da döviz yöneldiğiyle ABD Doları 1580 seviyesine çıkmıştır. Merkez Bankası müdahale etmedikçe kurlar artış trendinde olacaktır ve müdahale çok geç yapılırsa bir hedef aşma meydana gelebilir. Bu durum piyasada kriz olarak algılanabilir ve ülke ekonomisini zora sokabilir.

Fakat değinilmek istenen nokta Merkez Bankası'nın kurlara müdahale etmesi gerektiği değildir. Merkez Bankası ilk yukarı doğru baskı geldiğinde döviz satmayarak doğru biçimde davranmıştır. Eğer TCMB döviz satsaydı sabit kurda davrandığı gibi davranarak yabancıların çıkışını kolaylaştırıcaktı. Sonunda elindeki rezervler bitecek ve kriz kaçınılmaz olacaktır. Fakat şu anda kurların yeniden dengeye gelmesini piyasa belirleyecektir. Merkez Bankası aşırı bir dalgalanma olduğunda müdahale etmelidir. Aşırı dalgalanmadan kasıt günde % 10 gibi bir artıştır. Böylece aşırı oynaklık önlenerek dövizin alış satış kurları arasındaki makasın açılmasına izin verilmeyecektir. Çünkü makas açılırsa piyasa oyuncuları, alım satım yapmayıp piyasaların

---

<sup>97</sup> Doğan Cansızlar, Yıldız Teknik Üniversitesi'ndeki konuşması, 23 Mayıs 2006  
<http://www.haber1.com/haber.asp?id=111694>

<sup>98</sup> Cansızlar, a.g.k.

durulmasını beklemeyi tercih edecektir. Bu durum ticareti negatif yönde etkileyerek büyümeyi sekteye uğratacaktır. Daha da kötüsü ticaret yavaşlayacağından bir kriz havası doğacaktır.

Fakat son günlerde TSMF Telsim'in satışından elde ettiği döviz yurtiçinde bozdurarak dolaylı biçimde dövize müdahaleye aracı olmuştur.<sup>99</sup> 7 Haziran 2006'da Merkez Bankası Para Kurulunun olağanüstü toplantısında faiz oranları 1.75 puan artırılmış<sup>100</sup> ve dövizdeki artış kontrol altına alınmaya çalışılmıştır. Bu durum Merkez Bankası'nın güvenilirliğini artırıyor gibi algılansa da faiz artışı enflasyon olarak geri dönecektir.

Merkez Bankası dövize doğrudan müdahale etmek yerine kurların aşırı oynaklık göstermeden cari açığı azaltacak veya tamamen kapatacak bir seviyeye kadar gelmesine izin vermelidir. Daha da ideal olanı kurların belli bir miktar cari fazla verecek seviyede dengelenmesidir. Fakat piyasadaki havaya bakıldığında Merkez Bankası'nın enflasyon hedeflerindeki şaşma sebebiyle gösterdiği hassasiyet sonucunda müdahaleler yapması muhtemel görünmektedir. Merkez Bankası döviz piyasasına sert bir biçimde doğrudan müdahalelerde bulunursa rezervlerini zayıflatacak ve piyasadaki ağırlığını kısa sürede kaybedecektir. Böyle bir durumda kurlar aşırı oynaklık sebebiyle hedef aşacak ve ülkeyi krize sürükleyecektir.

#### 2.7.2.5 Arjantin Krizi (2002)

Arjantin krizi dört temel zayıflıktan kaynaklanmıştır.<sup>101</sup>

- Para kurulunun Pezo'yu Dolar'a bağlaması sonucu reel kur, Dolar'ın da güç kazanmasıyla aşırı değerlenmişti. Brezilya'da Real'in devalüasyonu sonrasında Pezo'nun değeri yakın rakibine göre yukarıda kalmıştı. Reel değerlenmenin bir kısmı

<sup>99</sup> <http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=189135&tarih=02/06/2006>, 2 Haziran 2006

<sup>100</sup> TCMB Basın Duyuruları, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2006/DUY2006-38.pdf>, 7 Haziran 2006

<sup>101</sup> Roubini and Setser, a.g.e., s. 66

para kurulunun ilk yıllarındaki atalet yüzünden kaynaklanmıştır. Kriz öncesinde Arjantin enflasyon değil deflasyon yaşıyordu.

- Aşırı değerli Pezo'nun yarattığı dış ticaret dengesizlikleri cari açığa sebep olmuş ve giderek finanse edilmesi zorlaşmıştır. 1990'ların başındaki özelleştirme patlaması 1998'e gelindiğinde hız kaybetmişti çünkü iyi durumdaki kamu kuruluşları satılmıştı. Kamu dış borç alarak cari açığı finanse ediyordu. Arjantin'in cari açığı GSMH'sine göre küçüktü fakat daha iyi bir ölçü olan cari açık/ihracat oranı, ihracat sektörü küçük olduğundan oldukça büyüktü.
- Sürekli bütçe açıkları ve kısmen yanlış sosyal güvenlik özelleştirmesi sebebiyle kamu borcu yüksek rakamlara ulaşmıştı. Bu borç birikimi özellikle 1998'den sonra ekonominin küçülmeye başlaması ve faiz oranlarının artmasıyla birlikte had safhaya varmıştır.
- Yaygın döviz cinsinden borçlanma inanılmaz bir para cinsi uyumsuzluğuna yol açmıştır. Arjantin'in neredeyse tüm iç ve dış borcu Dolar cinsindedir. Mevduatların büyük bir bölümü Dolar cinsindedir ve firmalar ve hane halkı da bankalardan Dolar borcu alıyordu. Bu para cinsi uyumsuzluğunun boyutu, Arjantin'in küçük ihracat sektörüne göre o kadar büyüktü ki birçok kişi ve kurumun, kur riskinden korunabilmesi mümkün değildi. Bankacılık sisteminin para cinsi uyumsuzluğu yoktu fakat para cinsi uyumsuzluğu riski kamu ve bankacılık dışı özel sektöre aktarılmıştı.

Kendine has özellikleri sebebiyle Arjantin, bir dizi dış şoka karşı ekonomisini ayarlamakta aşırı zorlanmıştır. Arjantin diğer gelişmekte olan ülkelerden daha fazla uluslararası bağımsız devletler bono piyasasına bağımlıydı. Dolayısıyla Rusya krizinin piyasalarda yarattığı şok yüzünden diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla kayba uğradı. Dış piyasalara bono ihraç etmek daha zor ve maliyetli hale geldi. Global mal fiyatları düşüktü ve ülkenin ticaret haddi zayıfladı. 1999'da Brezilya'nın devalüasyon

yapmasıyla birlikte Brezilya malları Avrupa, Amerika ve Arjantin'de daha rekabetçi bir duruma geldiler. Ayrıca yeni doğrudan yabancı yatırımları Arjantin yerine Brezilya'ya kaydı. Dolar'ın 1998'den 2001'e kadar değer kazanması Arjantin'in parasının, diğer ticari rakiplerine göre değerlendirilmesine yol açtı. Ayrıca Amerika'nın 1999-2000 arasında kısa vadeli faiz oranlarını 1.75 puan artırması daralan Arjantin ekonomisine başka bir darbe olmuştur.<sup>102</sup>

Arjantin'in bu yeni gelişmelere ayak uyduramadığı yavaş yavaş anlaşılmaya başlandı. Çünkü Arjantin'in ekonomiyi rayına sokabilecek makroekonomik araçları mevcut değildi. Mevcut para kurulu sistemini birçok firmayı iflasa sürüklemekten tasfiye edemiyordu. Bağımsız bir para otoritesinden yoksundu ve mevcut yüksek borçları sebebiyle daralmayı önleyebilecek genişletici politikalar izleyemiyordu. Arjantin yeni şoklara deflasyon yoluyla ayak uydurmak zorundaydı. Fakat bu zahmetli ve uzun bir yoldu. Çünkü emek piyasasında ücretler katı ve Dolar'a endeksliydi. Deflasyon firmaların ve hane halkının reel borçlarını artırmıştı çünkü gelirler düşerken borçlar sabit kalmıştı. Dolayısıyla birçok yatırım haberleşme ve enerji gibi dışarıdan rekabete kapalı sektörlerle kaymıştı. Fakat Arjantin'in para cinsi ve vade uyumsuzluklarını düzeltebilmesi için tam tersine ticaret sektörüne yatırım yaparak ticaret haddini düzeltmeye ihtiyacı vardı. Ayrıca 1999 seçimlerinden çıkan Fernando de la Rúa'nın kurduğu koalisyon hükümeti zayıf olduğundan ekonomik programlarını bile kısmen hayata geçirebilmişti.

Sonuç olarak sermaye girişi azaldığında meydana gelmesi gereken kur ayarlaması yavaşça iç piyasada deflasyon yoluyla gerçekleşmiştir. Fakat bu durum kamunun borç yükünü arttırmıştır. Böylece mevcut mali politikaya devam ederek borç yükünü arttırmamak, gelirlerdeki düşüşü önlemek ve bütçe açıklarını düşürmek mümkün olmadığından, politika değişikliği, ekonomik, sosyal ve politik olarak kaçınılmaz hale gelmiştir. Bu durum

---

<sup>102</sup> Roubini and Setser, a.g.e., s. 67

beraberinde devalüasyon ve yükümlülük karşılama yeterliliği problemini getirmiştir.

Arjantin'in sermaye hareketleri açısından ani bir tersine dönüş yaşadığını söylemek mümkün görünmemektedir. Çünkü Arjantin'in uluslararası bono piyasalarından faydalanması yavaşça 1999'dan itibaren azalmıştır. 1999'da Arjantin deflasyon sürecine girdiğinde yabancı yatırımcılar Arjantin'in borçlarını finanse etmeyi reddetmeye başlamışlardır ve zamanla Arjantin'de maruz oldukları riskleri azaltma yoluna gitmişlerdir. Arjantin'in borçları uzun vadeli bonolardan oluştuğu için yatırımcıların maruziyetlerini azaltmaları belli bir süre almıştır. Aslında Arjantin'deki ani tersine dönüş yerleşikler 2001'de bankalardan döviz mevduatlarını çektiğinde yaşanmıştır.<sup>103</sup>

Arjantin'in vade uyumsuzluğunu daha ayrıntılı incelemek gerekir çünkü standart olarak kontrol edilen verilerden olan kısa vadeli dış borcun rezervlere oranı sorunu yansıtmamaktadır. Arjantin hükümetinin borçları diğer gelişmekte olan ülkelere nazaran daha uzun vadeliydi fakat yine de her yıl borcun belli bir kısmı yeniden finanse edilmek zorundaydı. Ayrıca merkez bankasının rezervlerinin çoğu para kurulunun çıkardığı Pezo'ların karşılığı olarak alıkonulmuştu ve vadesi gelen uzun vadeli dış borcun ödenmesinde kullanılamıyordu. Arjantin'in uluslararası kısa vadeli dış borcunun rezervlerine oranı, vadesi gelen dış borçların ödenebilme imkanını, olduğundan iyi gösteriyordu.

Ayrıca uluslararası borcun rezervlere oranı, Dolar kullanır olmuş bankacılık sisteminden gelebilecek likidite taleplerini de yansıtamaz. Arjantin bankalarının Dolar mevduatları ve açtıkları Dolar kredileri vade uyumsuzluğu yaratıyordu çünkü krediler uzun, mevduatlar daha kısa vadeliydi. Elindeki dövizler para kurulunun çıkardığı Pezo'ların karşılığı olarak alıkonulduğu için Arjantin Merkez Bankası'nın son kredi mercii olarak görev yapması mümkün değildi. Merkez bankası riskin farkındaydı ve bankaların ihtiyat olarak yüksek

---

<sup>103</sup> Roubini and Setser, a.g.e., s. 68

miktarda nakit Dolar tutmalarını öneriyordu. Ayrıca bankaların, bir banka hücumu sırasında hükümetin bonolarını uluslararası bir bankalar konsorsiyumuna satarak nakit elde edebilmeleri için bir plan hazırlamıştı. Fakat bu uygulamaların sağlıklı olmadığı anlaşıldı uzun sürmedi. Hükümet, kendi borcunu çevirmekte sorun yaşayınca bankaların ihtiyat olarak tuttuğu Dolar'ları kullanmaya başladı ve bu rezervleri de eritti. Bankaların konsorsiyuma bono satmaları da pek sağlıklı bir davranış değildi çünkü bu piyasada sorun olduğu şeklinde algılanabilecek bir davranıştı. Bonoların konsorsiyuma satılması durumunda bile genel bir banka hücumu sırasında yeterli nakit sağlanamazdı. Bu şartlar altında Arjantin IMF kredisinin genişletilmesini talep etmiş ve yeni bir kredi almıştır.<sup>104</sup>

---

<sup>104</sup> Roubini and Setser, a.g.e., s. 69

## III. BÖLÜM

### Krizleri Önleme Yöntemleri

Son yıllarda dünyada meydana gelen krizler ülke ekonomilerine büyük zararlar vermişlerdir. Bu durum politikacıları ve iktisatçıları yeni çözümler aramaya itmiştir. Sorunların çözümü için bazı iktisatçılar finansal sistemin sıfırdan kurulmasını önermektedir. Bölümün başında bu önerilere yer verilecektir. Daha sonra finansal sistemi baştan kurmak yerine üzerinde değişiklikler yapılması gerektiğini ileri süren iktisatçıların görüşlerine yer verilecektir. Finansal sistemin baştan kurulması uygulama sorunları sebebiyle ağırlıklı ele alınmayacaktır. Tartışmanın odağında finansal mimarinin regülasyonu olacaktır. Bunun için uluslararası kurumlara yeni roller verilmesi ve gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin krizleri önlemek için atabilecekleri adımlar tartışılacaktır. Ayrıca ekonomik konjoktüre uygun makroekonomik politikalar, döviz kuru sisteminin seçimi, sermaye hareketlerinin kontrolü gibi konular krizleri önleme bağlamında ele alınacaktır. Bölümün sonunda krizleri önceden haber verebilecek erken uyarı sistemlerine yer verilecektir. Bilanço yaklaşımının krizleri önleyecek biçimde nasıl kullanılabileceği incelenecektir.

#### 3.1 Finansal Sistemin Baştan Kurulması

Finansal sistemin baştan kurulması mevcut sistemdeki hakim oyuncular olan bağımsız devletler tarafından engellenebilir. Ortaya atılan büyük planlar uygulaması mümkün değilmiş gibi veya ütöpik yaklaşımlar olarak değerlendirilebilir. Fakat Avrupa Birliği'nin de tek paraya sahip olması, Sovyetler Birliği'nin dağılması veya Almanya'nın birleşmesi de pek mümkün olmayan olaylar gibi görünüyordu. Fakat zamanı gelince hepsi gerçekleşti. Yaşanan yeni krizler devletleri her an yeni bir Bretton Woods toplantısı yapmaya itebilir. Bu yüzden sistemi baştan kurmayı öneren iktisatçıların fikirlerine de belli bir yer ayırmak gerekmektedir.

### 3.1.1 Büyük Finansal Desteği Olan Uluslararası Son Kredi Mercii

Mishkin<sup>105</sup>, Meltzer<sup>106</sup>, Garten<sup>107</sup> ve Fischer<sup>108</sup> gibi iktisatçılar, bir uluslararası son kredi mercii kurulması gerektiğini ileri sürmüşlerdir.<sup>109</sup> Bu öneriye göre IMF büyük miktarlar içeren parasal destek paketleriyle doğru politikalar izleyen ülkeler için kısa vadeli ve normal IMF kredilerinden daha yüksek faizli bir kredi uygulaması yapmalıdır. Böylece krizlerin bulaşma etkileri daha aza indirilebilecektir. IMF bu kredilerle son kredi mercii rolünü üstlenecektir.<sup>110</sup> Bu önerinin hayata geçmesi için engeller büyüktür. Şu anda IMF'in elinde bulunan kaynaklar 200 milyar Dolar civarındadır. Bu kaynağın daha büyük seviyelere çıkarılması için gelişmiş ülkelerin desteğine ihtiyaç vardır. Böyle bir desteği vermeye gelişmiş ülkeler razı olmayabilir. Bu kaynak IMF'e tahsis edilse bile bu sorunları çözmek yerine ağırlaştırabilir çünkü zora düştüklerinde kurtarılacaklarını bilen bankalar daha riskli eylemlere girmekten kaçınmayacaklardır. Dolayısıyla ahlaki çöküntü sorunu artacaktır. Ayrıca bankaların kurtarılacağını ve zararların uluslararası kurum yoluyla diğer ülkeler tarafından da paylaşılacağını bilen hükümetler ihtiyatlı denetim mekanizmalarını işletmekte isteksiz olacaklardır. Bu problem ülkelere risk derecelendirme puanı vermekle azaltılabilir.

### 3.1.2 Uluslararası Finansal Kriz Yöneticisi

Bir kriz yöneticisinin kendi tahsis edeceği fonları olmayabilir. Örneğin FED, LTCM zor duruma düştüğünde parasal destek sağlamamış fakat LTCM'nin alacaklılarına firmanın borçlarını ödeyebilir durumda olduğunu

<sup>105</sup> Frederic Mishkin, "Preventing Financial Crises: An International Perspective", **NBER Working Paper Series**, No: w4636, February 1994, s. 32

<sup>106</sup> Allan Meltzer, "Asian Problems and the IMF", Joint Economic Committee konuşması, 24 February 1998, <http://www.cato.org/pubs/journal/cj17n3-10.html>

<sup>107</sup> Jeffrey Garten, "Needed: A FED for the World", **New York Times**, 23 September 1998

<sup>108</sup> Stanley Fischer, "On the Need for an International Lender of Last Resort", American Economic Association and the American Finance Association'daki konuşması, 3 January 1999, <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/010399.htm>

<sup>109</sup> Kenneth Rogoff, "International Institutions for Reducing Global Instability", **NBER Working Paper Series**, No: w7265, July 1999, s. 13

<sup>110</sup> Stanley Fischer, "Reforming the International Monetary System", Melbourne Üniversitesi'ndeki konuşma, 9 October 1998, ss. 8-9, <http://www.iie.com/fischer/pdf/Fischer124.pdf>

söyleyerek ve kreditorlerin senkronize bir borç verme operasyonu yapmasını sağlayarak, firmanın bir alacaklı hücumuna uğramasını önlemiş ve bir süre daha ayakta kalmasını sağlamıştır. Böyle bir rol uluslararası finansal sistemde büyük bir değişime gitmeden IMF tarafından da yerine getirilebilir.<sup>111</sup>

### 3.1.3 Uluslararası İflas Mahkemesi

Sachs<sup>112</sup> uluslararası bir iflas mahkemesi kurulmasını önermiştir. İflas mahkemeleri firmaları alacaklılardan bir süre koruyup hatta yeni kredi açılmasını sağlayabilir. Böyle bir yaklaşım ödemeleri bir süre askıya aldığından son kredi mercii etkisiyle neredeyse aynı etkiye sahiptir. Uluslararası iflas mahkemesinin avantajı milyarlarca Dolar'lık bir ülke kredisi sigorta havuzunun yaratacağı ahlaki çöküntüyü yaratmayacak olmasıdır.

Ulusal iflas mahkemeleri firmaların varlıklarına el koyabilir ve yönetim kurulunun görevine son verebilir fakat uluslararası bir iflas mahkemesinin müşterileri bağımsız ülkeler olacağından mahkemenin bir ülkenin varlıklarına işgalci bir ordunun yardımı olmadan el koyması mümkün değildir. Ayrıca firma örneğindeki yönetim kurulunun yerini de seçilmiş bir hükümet alacağından mahkemenin hükümetin görevine son vermek gibi bir şansı olmayacaktır. Yaptırım gücü olmayan bir mahkemenin de fiilen bir işlerliği olmayacaktır. İşlerliği olmayan böyle bir kurumun kurulması durumunda banka kredilerinde büyük bir düşüş olacaktır.<sup>113</sup>

### 3.1.4 Global Finansal Düzenleyici

Global finansal düzenleyicinin kurulması finansal krizlerin önlenmesi için yararlı olabilir. Fakat böyle bir kurum kararlar alsın bile bunun uygulaması ulusal hükümetlerin inisiyatifine kalacağından pratikte sorun çıkacaktır.

---

<sup>111</sup> Rogoff, a.g.m., ss. 14-16

<sup>112</sup> Jeffrey Sachs, "Do We Need an International Lender of Last Resort?", Princeton University, Frank Graham Memorial Lecture, April 1995, ss. 11-12, <http://www.earthinstitute.columbia.edu/about/director/pubs/intllr.pdf>

<sup>113</sup> Rogoff, a.g.m., ss. 16-17

Hükümetler, denetleme ve düzenleme haklarını global finansal düzenleyiciye vermek istemeyecektir.

Başka bir sorun da böyle bir düzenleyici hükümetlerin desteğiyle kurulmuş olsa bile ne kadar yetkiye sahip olacağıdır. Ayrıca düzenleyici yetkiye sahip olsa bile bunları uygulayabilmesi için ulusal kanunların olması gerekir. Ayrıca kurumun kime karşı sorumlu olacağı da sorun yaratan konulardan biridir.<sup>114</sup> Günümüzde, gerekli düzenlemelerin yapılmadığı ülkelerde kıyı bankacılığı yoluyla finansal kuruluşların düzenlemelerden kaçınması mümkün olmaktadır.

### **3.1.5 Uluslararası Federal Mevduat Garanti Sigortası Kurumu**

Uluslararası Federal Mevduat Garanti Sigortası Kurumu, borç ödeyememe durumuna karşı uluslararası yatırımcıları, sigortalama işlevini yerine getirecektir. Bu bir çeşit federal mevduat sigortası kurumu olacak fakat ülke borçları için de uygulamada olacaktır. Her ülke borçları için sigorta primi ödeyecek ve IMF her ülkenin alabileceği borcun miktarını belirleyecektir ve sigortasız borçları kesinlikle kurtarma yoluna gitmeyecektir.

Bu öneri de uygulamada mümkün değildir çünkü sigorta kuruluşu aynı finansal düzenleyici ve iflas mahkemesi gibi gerekli yetkiden yoksun olacaktır. Ayrıca ülkeleri kurtarmamak diğer ülkeleri de krize sürüklemekten başka bir işe yaramayacaktır.<sup>115</sup>

### **3.1.6 Dünya Para Otoritesi**

Euro'nun ortaya çıkışıyla birlikte tüm dünyada tek bir para birimi olması gerektiğini savunan görüşlerin sesi daha fazla duyulmaya başlamıştır. Bu önerinin hayata geçmesi dünyadaki politik bölünmüşlük sebebiyle yakın bir gelecekte mümkün görünmemektedir.

---

<sup>114</sup> Jeffrey Frankel and Nouriel Roubini, "The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises", **NBER Working Paper Series**, No: w8634, December 2001, s. 94

<sup>115</sup> Frankel and Roubini, a.g.m., s. 95

Politik yapıyı ihmal etsek bile teoride böyle bir girişimin başarılı olmasına gölge düşürecek noktalar bulunmaktadır. Örneğin tek bir para otoritesinin olması enflasyon karşıtı güvenilirlik vb. yönlerden birbiriyle rekabet eden para birimlerini ortadan kaldıracak için tek bir para biriminin getireceği avantajlar kaybettirdiklerinden az olabilir. İkinci olarak dünyanın bir bölgesi diğerlerinden tamamen farklı bir para politikası güdülmesini gerektirebilir. Bu sorun kur ayarlamaları yoluyla daha etkili biçimde çözüme bağlanabilir. Yani tüm dünya optimal para alanı olmayabilir.<sup>116</sup>

### **3.2 Finansal Mimarinin Regülasyonu**

Bu kısımda mevcut uluslararası ve ulusal finansal mimarinin regülasyonu için atılabilecek adımlar tartışılacaktır. Öncelikle uluslararası kurumların global istikrarı sağlamak için atabilecekleri adımlar ele alınacaktır. Sonrasında ülkelerin yurtiçinde yapabilecekleri yapısal düzenlemelere yer verilecektir.

#### **3.2.1 Uluslararası Kurumların Rollerini**

Bu kısımda uluslararası kurumların rollerini değiştirme önerileri incelenecektir.

##### **3.2.1.1 IMF ve G-7'nin Son Kredi Mercii Rolünü Üstlenmesi**

Gelişmekte olan ülkelerde krizler öncesi bir sermaye çıkışı gerçekleşmekte ve kurlarda aşırı artışlar gözlenmektedir. Bu aşırı artışın sebebi döviz kıtlığıdır. Döviz kıtlığı, ülkenin uluslararası piyasalardan borç bulamaması, makroekonomik dengesizliklere dayanmayan beklentilerin kötüleşmesiyle piyasa aktörlerinin sürü güdüsüyle hareket ederek dövize talep yaratmaları veya gerçekten var olan ekonomik dengesizliklerden kaynaklanabilir. Hangi sebepten kaynaklanırsa kaynaklansın döviz kıtlığı

---

<sup>116</sup> Rogoff, a.g.m., ss. 21-22

sorununu aşmak için uluslararası finansal kuruluşların son kredi mercii rolünü üstlenmesi gerekir.<sup>117</sup>

Fischer da IMF'in son kredi mercii görevini üstlenmesi gerektiğini savunmaktadır. IMF, Clinton yönetiminin isteği ve G-7 ülkelerinden gelen taleple birlikte acil durumlarda kredi kolaylığı sağlayacak bir program üzerinde çalışmaktadır. Bu gelişmeye sebep olan faktör 1990'lı yıllarda yaşanan krizlerin bulaşma etkilerinin büyük olmasıdır. Bu programla birlikte tutarlı politikalar izleyen ülkelere büyük miktarlarda fon aktarımı sağlanacaktır.

### 3.2.1.2 IMF'in Daha Sıkı Gözetim Yapması

IMF'in gözetim işlevlerini aşağıdaki şekilde iyileştirmek mümkün olabilir. IMF, uluslararası sermaye hareketlerini daha iyi gözleyerek krizlerin çıkışını önleyebilir. Şu anda BIS'in (Bank for International Settlements) sağladığı sermaye hareketleri bilgisi senede iki kez yayınlanır ve 6 aydan önceki bilgileri içerir. 6 aylık bir gecikmeyle ekonomide neler olduğunun öğrenilmesi kriz sinyali veren göstergelerin çok geç fark edilmesi anlamına gelir. Bu süre içerisinde kriz çoktan çıkmış hatta bitmiş olabilir. Yeni düzenlemelerle BIS 3 ayda bir rapor yayınlayacak ve rapor 1 ay öncesine kadar olan bilgileri içerecektir. Bu sayede kısa vadeli sermaye hareketlerini daha yakından takip etmek mümkün olabilecektir. Böylece IMF daha fazla bilgiyi kamuya açıklama şansına sahip olacaktır. Eğer IMF, riskten korunma fonlarının daha fazla bilgi vermelerini zorunlu hale getirmeyi kararlaştırırsa, gelen bilgileri kamuya duyurma görevini de üstlenmelidir. Uluslararası sermaye piyasalarını gözlerken, piyasa oyuncularıyla daha sıkı ilişkiler kurmalı ve görüş alışverişinde bulunmalıdır.<sup>118</sup>

---

<sup>117</sup> Raghuram G. Rajan, "Dolar Shortages and Crises", **NBER Working Paper Series**, No: w10845, October 2004, ss. 26-27

<sup>118</sup> Fischer, "Reforming of the International Monetary System", ss. 7-9

### 3.2.1.3 IMF'in Bankacılık Standartlarının Uygulamasını Gözlemlemesi

Basle Bankacılık Denetleme Komitesi, bankacılık sermaye yeterlilik oranları gibi standartları belirlemiştir. Fakat sorun yaratan nokta bu standartların uygulanıp uygulanmadığını gözlemleyen bir kurumun olmamasıdır. Bu görevi IMF üstlenebilir. Fakat gerçekçi olmak gerekirse IMF'in her ülkeye senede birkaç hafta süren ziyaretleri sırasında bu görevi yerine getirmesi mümkün değildir. IMF'in banka denetimi konusunda deneyimli daha fazla personel çalıştırarak bu zorluğun üstesinden gelmesi düşünülebilir. Ziyaret sırasında bir ülkedeki denetim etkinliği konusunda şüpheler oluştuysa yeni prosedürler belirlenerek IMF başladığı görevi bitirmeli ve denetimi tam anlamıyla yapmalıdır. Kanada'lılar IMF'in gözlemesi yerine ülkelerin birbirlerine heyetler yollayarak birbirlerini denetlemelerini önermiştir.

### 3.2.1.4 Dünya Bankası veya Başka Kuruluşların Garanti Vermesi

Asya Gelişim Bankası ve Dünya Bankası, Asya ülkelerinin daha kolay borçlanabilmeleri için garantiler vermiştir. Benzeri örnekler çok taraflı gelişim bankalarının garantileri artırmalarıyla sağlanabilir. Böylece kriz tehlikesi ortaya çıktığında zordaki ülkelerin borçlanma imkanları tamamen ortadan kalkmayacak ve kriz önlenecek veya hafif atlatılabilecektir. Fakat garantili borçlanma geliştirmekte olan ülkelerin tüm borçlanmalarında standart bir reçete halini almamalıdır.<sup>119</sup> Çünkü bu durum ahlaki çöküntünün boyutlarını artıracak ve daha büyük sorunlar çıkmasına sebep olacaktır.

### 3.2.2 Krizleri Önlemek İçin Gelişmekte Olan Ülkelerin Yapabileceği Düzenlemeler

Finansal mimariyi yeniden yapılandırmadan geçerli sistem içinde de krizleri önlemek için gerçekleştirilebilecek birçok düzenleme vardır. Sermaye

---

<sup>119</sup> Fischer, "Reform of the International Monetary System", ss. 8-9

akımlarını çeken gelişmekte olan ülkeler için aşağıdaki düzenlemeler önerilebilir.

### 3.2.2.1 İhtiyatlı Denetim Sistemi

Bankacılık sistemindeki sorunlar son yıllarda meydana gelen krizleri körükleyici bir etkiye sahiptir. Öyle ki artık krizler ikiz kriz şeklinde meydana gelmektedir. Bankacılık sektöründeki bilançoların kötüleşmesi bankacılık krizlerini tetikler. Bankacılık krizleri reel sektörü de etkileyerek ülkeleri derin bir kriz içine sokabilir. Ayrıca bankacılık krizleri döviz krizlerinin de tetikleyicisidir.<sup>120</sup> Bu sebeplerden dolayı hükümetler bankacılık sistemini mevduat garantileri yoluyla koruma altına alırlar. Fakat bu koruma bankacılık sisteminde ahlaki çöküntü sorununun çıkmasına ve aşırı risk almaya sebep olur. Bu yüzden devletin finans sektöründe sıkı bir düzenleme ve denetim yapması gerekir. Hükümetlerin ihtiyatlı bir denetim sistemini uygulaması yedi temel biçimde gerçekleştirilebilir.

#### 3.2.2.1.1 Beklemeden Düzeltici Eyleme Girişmek

Krizleri önlemek için denetimcilerin, finansal kurumları istenmeyen eylemlerden uzak tutmak ve yeterli sermayeye sahip olmayan bankaları kapatmak için beklemeden eyleme girişmeleri gerekebilir. Denetimcilerin borçlarını ödeyemeyecek durumda olan bankalara müsamaha göstermeleri durumunda durum daha da kötüleşecektir. Çünkü artık kaybedecek bir şeyi kalmayan bir banka daha riskli hareketler yapmaktan kaçınmayacaktır. Riskli hareketlerin sonucunda banka kar ederse durumunu düzeltme şansı vardır. Fakat riskli eylemlerin sonucunda genellikle zarar eden bankaların zararları büyür ve bunları kapatmak için daha fazla vergi mükellefinin vergisini kullanmak gerekir.<sup>121</sup>

---

<sup>120</sup> Kaminsky and Reinhart, a.g.m., s. 3

<sup>121</sup> Mishkin, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", ss. 13-16

### 3.2.2.1.2 Risk Yönetimine Odaklanmak

Banka denetimi yapılırken geleneksel olarak belli bir zamanda bankanın sermaye yeterlilik oranına bakılır. Fakat günümüzde yeni ortaya çıkan piyasalarda çok daha büyük riskler alarak aşırı kar veya zarar etmek mümkündür. Örneğin<sup>122</sup> Rusya krizi sırasında LTCM isimli riskten korunma fonu 5 milyar Dolar'lık öz sermayesiyle Rus bonolarında ve döviz piyasasında 1.2 trilyon Dolar'lık pozisyon almıştır. LTCM'nin Rusya 1998'de moratoryum ilan ettiğinde ettiği zarar, aldığı pozisyona göre çok küçük olan öz sermayesini eritmiş ve LTCM iflas etmiştir. Bu iflastan sonra dünya üzerinde büyük riskler alarak dolaşan sermaye risklerini azalttığından uluslararası para akımlarında büyük bir düşüş meydana gelmiştir. Sermaye hareketlerindeki düşüş para kurulu sistemini uygulayan Arjantin'i 2002 yılında krize sokmuştur.<sup>123</sup> Kaminsky, Reinhart ve Vegh, Rusya krizinin ardından meydana gelen bulaşma etkisiyle Brezilya'nın devalüasyona gittiğini<sup>124</sup> ve Arjantin'in en büyük ticaret ortağı Brezilya'ya göre parası reel olarak değerlendirildiğinden 2002'de krize girdiğini ileri sürer.<sup>125</sup>

### 3.2.2.1.3 İflas Edemeyecek Kadar Büyük İşletmeleri Sınırlandırmak

Neredeyse tüm ülkelerde finansal sistemde büyük bir payı olan kuruluşlar açık veya örtülü olarak devlet garantisi altındadır. Hükümetler, büyük kuruluşlar zora düştüğünde batmalarına izin vermek istemezler. Çünkü büyük kuruluşların batmasıyla piyasada oluşacak olumsuz hava bankalardan toplu para çekilmelerine yol açacağından tüm bankacılık sistemi çökecektir. Büyük bankalardaki sigortalı ve sigortasız fonların tamamı devlet garantisi altındadır.

---

<sup>122</sup> IMF International Capital Markets 2000 Chapter 4, s. 79

<sup>123</sup> Enrique G. Mendoza, "Why Should Emerging Economies Give up National Currencies: A Case for Institutions Substitution", **NBER Working Paper Series**, No: w8950, May 2002, ss. 23-24

<sup>124</sup> Graciela L. Kaminsky, Carmen M. Reinhart and Carlos A. Vegh, "The Unholy Trinity of Financial Contagion", **NBER Working Paper Series**, No: w10061, October 2003, ss 18-19

<sup>125</sup> Kaminsky, Reinhart and Vegh, "The Unholy Trinity of Financial Contagion", s. 11

Gelişmekte olan ülkelerde durum daha da ciddidir. Bu ülkelerde finansal piyasalar sığ olduğundan birkaç bankanın piyasanın çoğunluğuna hakim olması sıkça rastlanan bir durumdur. Ayrıca büyük bankaların politik bağlantıları, banka zor duruma düştüğünde hükümet garantilerinin devreye sokulmasında etkilidir. Bu durum piyasa disiplini gevşeterek ahlaki çöküntü sorununu artırmakta ve büyük bankaların aşırı riskler almasını teşvik etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde sigortalı ve sigortasız mevduatın yanı sıra hisse sahipleri ve diğer kredi verenlerin de korunması sıkça rastlanan bir durumdur.<sup>126</sup>

Fakat Barth, Caprio ve Levine'in yaptığı çalışmada, mevduat garantilerinin banka istikrarını negatif yönde etkilediği ortaya konulmuştur. Ayrıca denetim ve gözetim işlevinin, garantilerin ortaya çıkardığı ahlaki çöküntüyü dengeleyecek güçte olmadığı gösterilmiştir.<sup>127</sup>

#### *3.2.2.1.4 Düzenleyici ve Gözetimcilere Yeterli Kaynak ve Kanuni Yetki Sağlanması*

Birçok gelişmekte olan ülkede banka denetleyicilerine denetleme işlevlerini yerine getirmeleri için yeterli kaynak ve kanuni yetki verilmemektedir. Denetçilerin maaşlarının yüksek olması denetledikleri kurumlardan gelecek rüşvet tekliflerini geri çevirmelerini ve işlerini düzgün olarak yapmalarını sağlayacak bir faktördür. Denetçilerin şahsi sorumlu tutulmaları ve dava edilmeleri sebebiyle denetçiler işlerini yaparken tereddüt etmektedir. Bunlara ek olarak denetçilerin gerekli kaynaklardan özellikle teknolojik kaynaklardan yoksun kalmaları aşırı risk alan kurumları belirlemelerini imkansız hale getirmektedir.<sup>128</sup>

---

<sup>126</sup> Mishkin, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", ss. 17-19

<sup>127</sup> James Barth, Gerard Caprio and Ross Levine, "Bank Regulation and Supervision: What Works Best?", **NBER Working Paper Series**, No: w9323, November 2002, s. 31

<sup>128</sup> Mishkin, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", ss. 19-20

### 3.2.2.1.5 *Düzenleme ve Denetim Birimlerinin Bağımsızlığının Sağlanması*

Denetim birimlerinin bağımsızlığının olmadığı durumlarda bankacılık sisteminin problemleri artar. Meydana gelen bankacılık krizlerinde yetersiz denetim ortak paydadır. Denetim birimleri, hükümetlerden politik baskı gördüğünden yetersiz denetim yapmaya zorlanmaktadır. Fakat bu durum denetimde müsamahaya yol açar. Japonya'daki bankacılık krizi politik baskılarla ortaya çıkan denetim müsamahası sonucunda gerçekleşmiştir. Müsamaha ve iltimas geçmeleri önlemek için diğer bir yol denetim görevinin tam bağımsız bir merkez bankasına verilmesidir. Denetleme birimleri merkez bankasının dışında politik baskılardan arındırılmış başka bir kuruluştaki da barındırılabilir. Bağımsız merkez bankaları genellikle para politikasının yürütülmesi ve bankacılık sektörünün denetlenmesi görevlerinin ikisini birden üstlenmemektedirler.<sup>129</sup>

### 3.2.2.1.6 *Denetleme Birimlerinin Hesap Vermesinin Sağlanması*

Denetleme işlevinin doğrudan halk tarafından değil de denetleyiciler tarafından yapılması daha farklı bir ahlaki çöküntü olan asil-vekil problemini ortaya çıkarır. Denetleyiciler, vergi mükellefleri adına denetim işlevini yerine getirirken temsil ettikleri vergi mükelleflerinkilerden çok kendi çıkarlarını göz önünde bulundurabilirler. Bu durum asil-vekil problemi olarak adlandırılır.<sup>130</sup>

### 3.2.2.1.7 *Bağlantılı ve Yönlendirilmiş Kredilerin Önlenmesi*

Ahlaki çöküntü sorununun diğer bir çeşidi bağlantılı veya yönlendirilmiş kredilerdir. Bir bankanın sahiplerine, kendi yöneticilerine veya ortaklarına kredi açılması bağlantılı kredi olarak adlandırılır. Kredilerin politik güdülerle verilmesi, yönlendirilmiş krediler olarak adlandırılmaktadır. Doğal olarak bankalar bağlantılı ve yönlendirilmiş kredileri gözlemlemeyerek gerekli risk

<sup>129</sup> James R. Barth ve diğerleri, "A Cross Country Analysis of the Bank Supervisory Framework and Bank Performance", United States Treasury, Office of the Comptroller of the Currency, **Economic and Policy Analysis Working Paper**, No: 2002-2, September 2002, s. 19

<sup>130</sup> Mishkin, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", ss. 20-21

analizlerini yapmayı ihmal ederler. Bu yüzden krediyi alan kişi veya kuruluşlar daha riskli eylemlerde bulunarak ahlaki çöküntü sorununu artırır. Ayrıca büyük miktarlarda kredinin belli kişilere açılması bankanın riskleri dağıtmasını engelleyerek daha büyük risklere maruz kalmasına sebep olur.<sup>131</sup> Benzer bir durum İmar Bankası olayında Türkiye’de yaşanmıştır.

### 3.2.2.2 Muhasebenin Standartlaştırılması ve Şeffaflık Gereksinimleri

Muhasebenin standartlaştırılması ve şeffaflık gereksinimleri olmadan finansal piyasalar ve denetimciler gerekli bilgilere ulaşamayacaklarından denetim ve piyasa disiplini yoluyla bankaların aşırı risk alma eğilimleri engellenemeyecektir. Fakat muhasebenin standartlaştırılması ve şeffaflık gereksinimleri uygulandığı sürece piyasa disiplini, bankaların aşırı risk almasını sınırlandıracaktır. Muhasebe standartlaştırılmasının olmadığı durumlarda bankalar, borçlarını ödeyemeyen kuruluşlara sanki yeni kredi açılmış gibi işlem yaparak ve bu yeni krediyle eski kredi borçları ödeniyormuş havası yaratarak batık kredileri gizleyebilirler.<sup>132</sup>

### 3.2.2.3 Yasal ve Adli Sistem

Finansal piyasaların düzgün çalışabilmeleri için yasal ve adli sistemin yeterliliği önemli bir faktördür. Mülkiyet hakları belirsizse veya işlerlikleri sorunluysa bankaların finansal aracılık görevleri güçleşir. Teminat ve ipotekler, finans piyasasındaki ters seçim ve ahlaki çöküntü sorunlarını azaltabilir çünkü teminatlar, borçların ödenmemesi durumunda borç verenin riskini azaltır. Fakat gelişmekte olan ülkelerde belli varlıkların kredilere teminat gösterilmesi yasal zorluklar sebebiyle zaman alıcı bir süreci de beraberinde getirir. Dolayısıyla teminatların asimetrik bilgi sorununun artışı önlemesi özelliği kullanılamaz.

---

<sup>131</sup> Barth ve diğerleri, a.g.m., s. 19

Mishkin, “Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries”, ss. 21-22

<sup>132</sup> Morris Goldstein and Philip Turner, “Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options”, **BIS Economic Papers**, No: 46, October 1996, ss. 46-49

### 3.2.2.4 Piyasa Temelli Disiplini Teşvik Etmek

İhtiyatlı bir denetim sisteminde denetçilerin çalışmasını sekteye uğratabilecek iki önemli nokta vardır. Birincisi bankaların daha rahat hareket edebilmek için denetçilerden bilgi saklaması ve ikincisi denetçilerin bankalara denetimde müsamaha göstermeleridir. Bankalar bilgi sakladığında denetçiler isteseler bile hakkıyla görevlerini yerine getiremezler. Denetim müsamahası daha önce açıklanan asil-vekil sorunu yüzünden ortaya çıkmaktadır.

Bu problemlerin üstesinden gelmek için piyasa temelli disiplin vurgulanabilir. Daha önce şeffaflık gereksinimlerinin piyasa temelli disiplini ortaya çıkarmakta etkili olduğundan bahsedildi. Piyasa temelli disiplini güçlendirmek için buna ek olarak iki adım daha atılabilir.

Birincisi bankaların kredi derecelendirmesi raporu düzenletmeleridir. İkinci yol bankalara kredi limiti getirilmesidir. Kredi limiti uygulandığında, bankanın, sigortalı mevduatından daha az fakat varlıklarından daha fazla miktarda sigortasız kredi vermesine izin verilir.<sup>133</sup>

### 3.2.2.5 Yabancı Bankaların Girişi

Finansal globalleşme uluslararası sermaye hareketlerini artırarak oynaklığı artırsa da globalleşme sayesinde küçük ve kapalı bir ekonomide dağıtılamayacak olan riskleri dağıtmak mümkün hale gelmiştir. Risklerin etkili dağıtımını sayesinde global finansal sistemin krizlere karşı dayanıklılığı artmıştır. Ülkeler tek başlarına finansal sistemlerini yeterince güçlendirmeyi beklememelidirler. Bunun yerine uluslararası sisteme entegre olarak risk dağıtımını daha etkili gerçekleştirebilirler. Uluslararası bir banka bir ülkede zarar etse bile, borçlarını ödeyemez hale gelmeyecektir.

Ülkelerin çoğunda bankacılık sistemine yabancıların dahil edilmesi ulusal bağımsızlığı tehlikeye atmak olarak algılanır. Yabancı bankaları

---

<sup>133</sup> Mishkin, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", ss. 23-25

tehditten çok bankacılık sistemini daha iyi bir konuma getirmek için fırsat olarak görmek daha yerinde olacaktır. Yabancı bankalar, başka ülkelere açılmak için çok da istekli değildirler. Çünkü yabancı bankaların çoğunun yabancı ülkelere girme deneyimleri, başarısızlıkla veya hedeflenenden kötü sonuçlanmaktadır.

Yabancı bankalar ulusal hükümetlerin baskılarına boyun eğmeyerek bankacılık sisteminin sağlığına katkıda bulunmaktadır. Ulusal şoklara karşı daha dayanıklıdırlar. Çünkü ülkedeki bir çalkantı sorun yaratsa da ana merkezin desteği sayesinde ayakta kalma şansları yüksektir. Kendi deneyimlerini ve gelişmiş finansal yönetim becerilerini yeni gittikleri ülkeye de aktararak finansal sistemin daha sağlıklı işlemesine katkıda bulunmaktadır. Uluslararası bir bankanın kendi gerçekleştirdiği iç denetimler dışarıdan bir denetleyicinin yaptığı denetimden daha etkili ve sağlıklıdır. Sonuç olarak yabancı bankaların girişi finans sistemini sağlamlaştırdığından bir kriz riskini düşürür.<sup>134</sup>

### 3.2.2.6 Kamuya Ait Finansal Kurumların Etkisinin Azaltılması

Bankacılık sektörünün kamu kontrolünde olması denetim mekanizmasını zayıflatan bir faktördür. Devlet doğrudan banka kurarak veya özel sektörün mevcut kredi olanaklarını nasıl kullanacağını yönlendirerek öncelik verdiği sektör ve kişilere kredi açılmasını sağlar. Bu durum kredilerin sağlıklı ve riskli bir biçimde değerlendirilmesine sebep olur. Ayrıca denetleyicilerin devlet bankalarına standart değerlendirme kriterlerini uygulamaları engellenebilir. Etkisiz denetim yapıldığında, yetersiz sermaye ve diğer sebeplerden dolayı devlet bankaları, bir banka hücumu sırasında likidite sorunu yaşayabilir. Ayrıca devlet bankalarının yönlendirilmiş kredileri sebebiyle sağlam finansal göstergeleri olan diğer kredi kullanmak isteyen firmalar kredi kullanamayacak ve dışlama etkisine maruz kalacaklardır.<sup>135</sup>

<sup>134</sup> Patrick Honohan, "Banking System Failures in Developing and Transition Countries: Diagnosis and Prediction", **BIS Economic Papers**, No: 39, January 1997, ss. 24-25

<sup>135</sup> Barth ve diğerleri, a.g.m., ss. 19-20

### 3.2.2.7 Dövizle Borçlanmanın Sınırlandırılması

Birçok gelişmekte olan ülkenin finansal piyasalarında dövizle borçlanmanın oldukça yaygın olması finansal sistemin kırılganlığını artıran bir etkiye sahiptir. Bu ülkelerde döviz krizleri ve devalüasyonlar borçları artırarak bilançoları kötüleştirdiğinden krizleri tetikleyen faktörlerdir. Ulusal para birimi üzerinden borçların ağırlıkta olduğu ülkelerde devalüasyonlar krizleri tetiklemez.

Dövizle borçlanmanın yoğun olduğu bir ülkede krizden çıkış da zordur. Ulusal para birimiyle borçlanılan ülkelerde krizden çıkış yolu likidite artırımıdır. Gelişmiş ülkelerde borçlanma daha çok ulusal para cinsinden olduğundan genişletici bir para politikası krizden çıkışı hızlandırır. Çünkü borç kontratları daha çok uzun vadeli bir yapıya sahiptir ve emisyon artışı fiyat artışlarına sebep olacağından borçların bugünkü değerini aşındırarak borç yükünü hafifletir ve firmaların ve bireylerin ödeme güçlerini artırır. Dolayısıyla firmaların net değerleri artacağından ahlaki çöküntü ve ters seçim sorunlarının boyutu azalır. Gelişmiş ülkelerdeki krizden çıkış mekanizmalarından biri merkez bankasının son kredi mercii rolünü oynayarak sıkışan piyasaya likidite enjekte etmesidir.

Gelişmekte olan ülkelerde borçlanma daha çok döviz cinsinden yapıldığından merkez bankasının genişletici para politikası uygulayarak krizden çıkışı hızlandırması mümkün değildir. Çünkü merkez bankası likiditeyi artırdığında ulusal para değer kaybına uğrayacaktır. Döviz değer kazanacağından firmaların ve bireylerin borç yükü artacak ve bilançolar daha fazla kötüleşerek firmaların net değerini düşürecektir. Bu durum ahlaki çöküntü ve ters seçim sorunlarını büyüterek krizi derinleştirecektir. Aynı nedenlerden dolayı gelişmekte olan ülkelerde merkez bankasının son kredi mercii rolünü oynayarak sıkışan piyasaya likidite enjekte etmesi krizi derinleştirecektir.

Yukarıda belirtilenlerden dolayı dövizle borçlanma, ekonominin kırılganlığını artırarak krize daha eğilimli hale gelmesine sebep olur.

Bankacılık sisteminde dövizle borç verme veya alma sınırlandırılırsa ekonomi daha istikrarlı hale gelecektir. Aynı şekilde firmaların dövizle borçlanmaları sınırlandırılırsa veya vergilendirme yoluyla caydırılırsa ekonominin bir devalüasyonu krize girmeden atlatması sağlanabilir.<sup>136</sup>

Borçların yabancı para cinsinden olması yabancı para gelirlerindeki sınırlar sebebiyle borçların çevrilebilmesinde problem oluşturur. Dış borçların GSMH'ye oranlanması ise isabetli sonuçlar vermeyecektir. Çünkü ihracatın GSMH'ye oranının düşük olduğu ülkelerde dış borç ödeme kabiliyetini belirleyen ihracat miktarı göstergelere doğru yansıtılmamış olur. Hükümetin dış borçlarını ödemesi de ihracata bağlıdır. Çünkü hükümetin gelirleri genellikle ulusal para cinsindedir. Bu durum para cinsi uyumsuzluğu yaratmaktadır. Dövizle borçlanma özel sektörde yaygın olsa bile hükümet bu duruma kayıtsız kalamaz. Çünkü ulusal paranın değerindeki bir düşüş sonucu firmalar, borçlarını ödeyemez hale gelecektir. Firmaların borçlarını ödeyememesi bankacılık sektörüne yansiyacak ve sistemi tümünden etkileyecek bir krizin engellenebilmesi için hükümetin müdahale etmesi gerekecektir. Döviz borcu sebebiyle ortaya çıkan sorunun yayılarak tüm ekonomiyi krize sokmaması için hükümetin bankaları yeniden sermayelendirmesi veya firmaları kurtarma yoluna gitmesi gerekecektir. Bu sebeplerden dolayı dövizle borçlanmaya sınırlar getirilmelidir.<sup>137</sup>

Ülkelerin kendi para birimleriyle yurtdışından borçlanamamaları ilk günah (original sin) olarak nitelendirilir. Ülkelerin kendi para birimleri üzerinden borçlanamamalarının sebepleri uluslararası piyasa oyuncularının Dolar, Euro, Yen, Sterlin ve İsviçre Frangı dışında para birimlerini ellerinde tutmak istememeleri ve ülkelerin sağlıklı kurumlara, politikalara ve makroekonomik temellere sahip olmalarıdır. Her ne sebeple olursa olsun yabancı para cinsinden borçlanmak bilanço yaklaşımı açısından risk

---

<sup>136</sup> Mishkin, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", ss. 29-30

<sup>137</sup> Morris Goldstein, "Debt Sustainability, Brazil and the IMF", Washington: **Institute for International Economics Publications**, No: WP 03-1, February 2003, ss. 9-10

yaratmaktadır. Çünkü yabancı para cinsinden borçlanma sonucunda, para cinsi uyumsuzluğu sorunu ortaya çıkar.<sup>138</sup>

### 3.2.2.8 Şirketler İçin İflas Edemeyecek Kadar Büyük Politikasının Önlenmesi

Bankacılık sektöründeki iflas edemeyecek kadar büyük bankaların yarattığı sorunları azaltmak için atılabilecek adımlar tartışıldı. Fakat aynı sorun reel sektördeki firmalar için de geçerlidir. Eğer bankalar, reel sektörde çok büyük oranda bir pay sahibi firmanın, devlet tarafından kollandığını hissederlerse verdikleri kredilerde cömert davranacak ve firmanın aşırı risk alıp almadığını kontrol etmeyeceklerdir. Gelişmekte olan birçok ülkede politik bağlantıları olan büyük firmalar finansal sıkıntıya girdiğinde devlet tarafından desteklenmiştir. Reel sektördeki büyük kuruluşların aşırı risk alarak sorun yaşamamaları için iflas edemeyecek kadar büyük uygulamasının ortadan kaldırılması gerekir.<sup>139</sup>

### 3.2.2.9 Finansal Serbestleşmenin Sıralaması ve Dereceli Geçiş

Sermaye hareketleri hesabının serbestleşmesiyle birlikte ülkeler yüksek büyüme gösterebilir de finansal serbestleşme, piyasalar ve kanuni alt yapı hazır olmadan aniden gerçekleştirildiğinde krizlere yol açmaktadır. Sermaye hareketleri tam olarak serbest bırakılmadan önce bankacılık sektörünün ve ulusal finans sektörünün düzenlenmesi gerekmektedir.<sup>140</sup> Finans sektöründe ihtiyatlı denetim sistemi kurulmadan önce deregülasyon ve finansal serbestleşmenin gerçekleştirilmesi bankacılık sektöründe problem yaratır. Çünkü bankalar, yabancı kaynaklı finansman olanakları bir anda bankacılık sektörüne girdiğinde fazla finansman imkanlarını yeterli tecrübeye sahip olmadıklarından verimli ve risksiz bir şekilde dağıtamazlar. Böylece bankaların maruz kaldığı risk artar ve ihtiyatlı denetimin olmadığı bir durumda ahlaki çöküntü sorunu ortaya çıkar. Bankacılık sisteminde fonların artışı

<sup>138</sup> Eichengreen, Hausman and Panizza, a.g.m., ss. 40-41

<sup>139</sup> Mishkin, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", ss. 30-31

<sup>140</sup> Karunaratne, a.g.m., s. 7

istenen bir durum olmasına rağmen yaşanan bir kredi patlaması riskleri artırarak krizlere yol açar.

Finansal serbestleşme ve deregülasyon öncesinde gerekli kanuni düzenleme yapılmalı ve denetim kurumları kurulmalıdır. Kurumsal yapının tam hazır olmadığı durumlarda başka sınırlamalar getirilebilir. Örneğin finansal serbestleşme ilk uygulanmaya başlandığında aşırı kredi büyümesini engelleyecek bir düzenleme yapılabilir. Böyle bir düzenleme bankaların borç/değer oranına bir üst limit koyarak gerçekleştirilebilir. Tüketici kredilerinde bir minimum peşinat oranı ve maksimum vade belirlenebilir. Bankaların kredi portföylerinin ne kadar hızlı büyüdüğü de sınırlandırılabilir. Finansal serbestleşmenin başlarında dövizle borçlanma ve sermaye girişlerine sınırlamalar getirilebilir. Kurumsal yapı hazırlandıkça sınırlamalar zamanla gevşetilerek kaldırılabilir. Tam finansal serbestlik, ekonomik açıdan iyi sonuçlar yaratmaya adaysa da krizlere yol açmaması için, finansal serbestleşmenin, belli bir hızda ve tam serbestleşmeye giden yolda bazı sınırlamalarla birlikte ilerlemesi gerekir.<sup>141</sup>

Arteta, Eichengreen ve Wyplosz'un yaptığı bir çalışmada ise sermaye hareketleri hesabı serbestisi gerçekleştirilmeden önce ülkedeki makroekonomik dengesizliklerin giderilmesi gerektiği anlaşılmıştır. Ülkede makroekonomik dengesizlikler ve karaborsalar mevcutken sermaye hareketleri hesabının serbestleştirilmesi, yarardan çok zarar getirmektedir.<sup>142</sup>

Türkiye'ye bakıldığında dereceli geçiş serbestleşmenin başlarında iyi uygulanmıştır. 1980'de ticaret serbestisi getirilmiş ve deregülasyonla piyasa ekonomisine geçiş başlamıştır. Fakat 1989'da sermaye hareketlerinin serbest bırakılması erken atılmış bir adımdır. Çünkü gerekli denetim kurumları ve vadeli işlemler borsası kurulmamıştı. BDDK'nın kurulması 2000'de, vadeli

---

<sup>141</sup> Mishkin, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", ss. 31-32

<sup>142</sup> Carlos Arteta, Barry Eichengreen and Charles Wyplosz, "When does Capital Account Liberalization Help More Than It Hurts?", **NBER Working Paper Series**, No: w8414, August 2001, ss. 26-27

işlemler borsasının kuruluşu 2005'te olmuştur. Yani bankaları denetleyecek bir kurumun ve risk dağıtım kanalının bulunmaması piyasayı zora sokarak 1994 ve 2001 krizlerine sebep olmuştur.<sup>143</sup> Piyasa sisteminin eksik organlarla çalışmasını beklemek iyimserlikten de öte bir davranıştır. Dolayısıyla sermaye hareketlerini serbestleştirmeden önce bütün kurumlar kurulmuş olmalıdır. Veya sermaye kontrolleri dereceli biçimde azaltılırken bu kurumların aksayan yanları düzeltilmeli ve tam sermaye hareketliliği altında verimli çalışacakları garantilendikten sonra tam sermaye serbestisi uygulanmalıdır.

### **3.2.2.10 Para Politikası ve Fiyat İstikrarının Sağlanması**

Fiyat istikrarının sağlanması krizlerin çıkmasını önleyecek bir fonksiyona sahiptir. Fiyat istikrarı arttığında ulusal paraya olan güven artacaktır. Dolayısıyla kredi sözleşmeleri ve ücret anlaşmaları döviz üzerinden değil ulusal para cinsinden yapılacaktır. Dövizle borçlanmanın yoğun olduğu ekonomilerde bir devalüasyonun bilançoları kötüleştirerek krize yol açtığı bilinmektedir. Ayrıca fiyat istikrarı sağlandığında hükümetler döviz üzerinden değil ulusal para cinsinden borçlanma imkanına kavuşacaktır.<sup>144</sup>

### **3.2.3 Gelişmiş Ülkelerin Atabileceği Adımlar**

#### **3.2.3.1 Dünyada Gelişmekte Olan Ülkeleri Destekleyici Politikalar İzlenmesi**

Gelişmiş ülkeler dünya ekonomilerinin gelişmesini sağlayan sistemin kurucusudur ve bu sistemi koruyup kollamak da en çok bu ülkelere düşer. 1997 Asya krizinde Amerika Birleşik Devletleri'nin ve diğer gelişmiş ülkelerin IMF'in kaynaklarına ek yapma konusunda olumlu yönde bir davranış sergilediğini görüldü. Dolayısıyla gelişmiş ülkelerin sistemi korumak için bir çaba içinde olduğu ileri sürülebilir.

---

<sup>143</sup> Cevat Gemi, Ö. Selçuk Emsen ve M. Kemal Değer, "Erken Uyarı Sistemleri Yoluyla Türkiye'deki Ekonomik Krizlerin Analizi", **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, Sayı 2, 29 Kasım 2005, s. 52

<sup>144</sup> Mishkin, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", ss. 32-33

### 3.2.3.2 Sağlıklı Bir Bankacılık Sistemine Sahip Olmak

Gelişmiş ülkelerin de geliştirmekte olan ülkeler gibi sağlıklı bir finansal sisteme özellikle de bankacılık sistemine sahip olması gerekir. Basle standartlarının getirdiği sermaye yeterlilik oranları genel olarak bankacılık sektöründe kabul görmüştür. Esas sorun bu yeterlilik şartlarının kontrolündedir. 1997 Asya krizi sonrasında Amerika ve Avrupa'daki bankaların zor durumda kalmamaları buradaki sistemin sağlıklı olduğunu göstermeyebilir. Çünkü Asya krizi bankacılık sisteminin sağlığını test edecek büyüklükte bir etken değildi. Fakat 1998 Rusya krizinde iflas eden LTCM'nin yarattığı etki çok daha büyük olmuştur. Endişelenilmesi gereken nokta saygın Avrupa ve Amerikan bankalarının LTCM'nin iflası yüzünden uğradığı zararların büyüklüğüdür.

### 3.3 Sermaye Hareketlerinin Kontrolü

IMF eski 1. başkan yardımcısı Fisher sermaye hareketleri kontrolleri konusunda IMF'in ne düşündüğünü açık bir dille ifade etmiştir. IMF, Şili veya Malezya tarzındaki sermaye kontrollerinin kriz zamanlarında uygulanabileceğini ve makroekonomik dengeler düzeldikçe hafifletilerek kaldırılması gerektiğini ileri sürmektedir.<sup>145</sup>

Ülkelerin borçları sermaye çıkışlarından değil sermaye girişlerinden kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla IMF Şili'nin uyguladığı kısa vadeli sermayeyi vergilendiren şekilde, sermaye kontrolleri uygulanmasını desteklemiştir. Çünkü Şili sermaye kontrolleri sayesinde, sermaye girişlerini kısa vadeden uzun vadeye yaymayı başarmıştır. Sermaye hareketlerinin kontrolü parasal otoritelerin bağımsızlığını artırmıştır ve De Gregorio, Edwards ve Valdes'in<sup>146</sup> yaptığı çalışmada ortaya koyduğu üzere sermaye kontrolleri 1998'de etkilerini kaybedince Şili 2002'de kontrolleri kaldırmıştır. Dolayısıyla sermaye hareketlerinin kontrolü sabit kuru korumaya ve bağımsız para politikası

<sup>145</sup> Fischer, "Reforming of the International Monetary System", ss. 5-6

<sup>146</sup> De Gregorio, Edwards and Valdes, a.g.m., s. 19

uygulamaya yardımcı olur fakat kontrollerin etkileri zamanla azalacağından ülkeler kontrolleri bir süre sonra kaldırmak zorunda kalacaklarını da hesaba katmak zorundadırlar.<sup>147</sup>

Mishkin'in de belirttiği üzere tam serbestleşmeye giden yolun başında belli sınırlamalar konulabilir. Buna sermaye hareketleri kontrolleri de dahildir. Piyasadaki yasal düzenleme ve denetleme işlevleri daha etkili biçimde yerine getirilmeye başlandıkça sınırlamalar dereceli bir biçimde kaldırılmalıdır.<sup>148</sup>

Kısaca teoride sermaye hareketleri büyüme açısından pozitif etkilere sahip olsa da küçük hacimli piyasalara girip çıkarken krizlere yol açabilmektedirler. Dolayısıyla sermaye hareketlerinin, serbestleşme başlangıcında belli sınırlar dahilinde tutularak piyasadaki denetim ve düzenleme işlevleri arttıkça ve bankalar ve kamu bu yeni finans kaynağını krize girmeden nasıl yönetebileceğini öğrendikçe sınırlamalar kaldırılmalıdır.

Rodrik ve Velasco'nun yapmış olduğu bir çalışmada, kısa vadeli sermaye hareketlerinin, ülkenin kısa vadeli borçlarını arttırması sebebiyle likidite sorununa yol açtığı ortaya konulmuştur. Kısa vadeli borçların rezervlere oranının, krizleri önceden haber veren iyi bir gösterge olduğu anlaşılmıştır.<sup>149</sup>

Edwards ve Rigobon'un yaptığı çalışmada sermaye hareketleri kontrolünün kurların dış şoklara karşı zayıflığını azalttığı görülmüştür. Şili'deki sermaye hareketleri kontrolleri sayesinde kurların ortalama ve varyans açlarından daha istikrarlı olduğu belirlenmiştir.<sup>150</sup>

Türkiye'nin mevcut durumunda cari açık sermaye hareketleri yoluyla kapatılmaktadır. Dolayısıyla ülkenin dış dengesi sermayenin girişiyle

---

<sup>147</sup> Fischer, a.g.m., ss. 12-13

<sup>148</sup> Mishkin, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", s. 32

<sup>149</sup> Dani Rodrik and Andres Velasco, "Short-Term Capital Flows", **NBER Working Paper Series**, No: w7364, September 1999, s. 22

<sup>150</sup> Sebastian Edwards and Roberto Rigobon, "Capital Controls, Exchange Rate Volatility and External Vulnerability", **NBER Working Paper Series**, No: w11434, June 2005, s. 23

yakından ilgilidir. Bu yüzden pratikte sermaye hareketlerinin sınırlanması mevcut şartlar altında mümkün değildir.

Türkiye serbestleşmeye sermaye hareketleri sınırlarıyla başlamıştır. 1980’de ihracata yönelik büyüme modeliyle başlatılan serbestleşme ve deregülasyon ile mal piyasaları serbestleşmiştir. 1989’da 32 sayılı kararla sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle serbestleşme tepe noktasına varmıştır. Türkiye sermaye hareketlerinin kontrol edildiği 1980-1989 döneminde krize girmemiş fakat 1989’da sermaye hareketleri kontrolleri kaldırıldıktan 5 yıl sonra 1994’te krize girmiş ve borç artışı, kriz sarmalı 1999 ve 2001’de devam etmiştir.<sup>151</sup> Dolayısıyla Türkiye’nin, serbestleşme çabalarına doğru bir politikayla başlamış olduğu ileri sürülebilir. Fakat 1989’da denetim ve düzenleme kurumları ve vadeli işlemler borsası gibi serbest piyasasının gerekli unsurları oluşturulmadan sermaye hareketleri hesabının serbestleştirilmesi krizlere yol açmıştır.

### 3.4 Ekonomik Konjoktüre Uygun Politikalar İzlenmesi

Hükümetlerin ekonomiyi dengede tutmak için genellikle konjoktürün tersine politikalar izlemeyi tercih ettikleri varsayılır. Ekonomide durgunluk olduğunda harcamaları artırıcı maliye politikasına veya genişletici para politikasına başvurmaları beklenir. Fakat Kaminsky, Reinhart ve Vegh’in yaptığı çalışmada OECD ülkeleri haricindeki gelişmekte olan ülkelerde bu durumun teoriye ters işlediği anlaşılmıştır. Gelişmiş ülkelerde ekonomik durum kötüleşirse faizler düşmekte gelişmekte olan ülkelerde ise artmaktadır. Ekonomik durum iyiyken gelişmiş ülkelerde faizler artarken gelişmekte olan ülkelerde düşmektedir. Aynı çalışmada, sermaye hareketleri ile iş çevrimlerinin paralel seyir izledikleri anlaşılmıştır.<sup>152</sup>

Bu bulgulardan anlaşıldığı üzere gelişmekte olan ülkelerde politikalar iş çevrimlerini körükleyici niteliktedir. Gelişmekte olan ülkelerin de iş

<sup>151</sup> Gerni, Emsen ve Değer, a.g.m., s. 52

<sup>152</sup> Kaminsky, Reinhart and Vegh, “When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies”, ss. 31-32

çevrimlerinin oynaklığını azaltıcı politikalar izlemesi gerekir. Örneğin Şili ekonomik koşullar iyiyken tasarrufların artırılmasını teşvik etmiştir. Böylece konjonktürün tersine bir politika izlenerek ekonomik istikrar artırılmaya çalışılmıştır. Benzer uygulamaları geliştirmekte olan diğer ülkelerin de yapmaları gerekir. Ayrıca aynı çalışmaya göre sermaye girişi sürerken ekonomik durum iyiye gitmektedir. Sermaye çıkışıyla birlikte daralma görülmektedir. Bu bulguya dayanarak sermaye hareketlerinin miktarını azaltıcı önlemler alınması düşünülebilir. Çünkü bu sayede iş çevrimlerinin oynaklığı azalacak ve ekonomik istikrar artacaktır.

Fakat sermaye hareketlerinin iş çevrimleriyle birlikte hareket etme özelliğinden dolayı konjonktürün tersine politikalar izlemek mümkün olmayabilir. Özellikle ülke kendi para birimi üzerinden borç alamıyorsa yani ilk günah durumu mevcutsa para otoritelerinin konjonktürel etkileri azaltıcı politikalar izlemesi zorlaşır.<sup>153</sup>

### 3.5 Döviz Kuru Sistemi Seçimi

Obstfeld ve Rogoff'un makalesinde sabit kur sistemlerinin aslında tam olarak uygulanmadığı ve merkez bankalarının sabit kuru korumak için ellerinde bulunan tüm imkanları kullanmadıkları ileri sürülmektedir. Obstfeld ve Rogoff'a göre hemen hemen tüm krizlerde merkez bankaları yüksek kuvvetli para tabanlarının tamamını satın alacak mali kaynağa sahipti.<sup>154</sup> Fakat merkez bankaları yeterince kararlı olmadığından ve ekonominin diğer alanlarında meydana gelen gelişmelerle de ilgilenen politikacıların baskılarına maruz kaldıklarından İsveç 1992 örneğinde olduğu gibi tam olarak kuru savunma yoluna gitmemişlerdir.<sup>155</sup>

Rogoff, merkez bankasının tüm yüksek kuvvetli parayı satın alabileceğini ileri sürmektedir. Fakat piyasadan yüksek kuvvetli paranın

<sup>153</sup> Eichengreen, Hausman and Panizza, a.g.m., s. 19

<sup>154</sup> Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff, "The Mirage of Fixed Exchange Rates", **NBER Working Paper Series**, No: w5191, July 1995, s. 8

<sup>155</sup> Obstfeld and Rogoff, a.g.m., s. 11

tamamı çekildiğinde likidite sıfırlanacaktır. Sıfır likiditesi olan bir ekonominin işlemeyeceği ortadadır. Böyle bir harekete hiçbir merkez bankası girişmez ve girişemez.

Rogoff ve Obstfeld sabit döviz kuru sisteminin düzgün uygulanmadığından başarısız olduğunu ileri sürmektedir. Buna karşılık Reinhart serbest kur izlediğini ilan eden ülkelerin bile aslında kurlara müdahale ederek serbest kur sistemini tam olarak uygulamadıklarını ileri sürmüştür. Dolayısıyla Reinhart'a göre dalgalanma korkusu yaşayan ülkeler serbest kur sisteminden uzaklaşmaktadırlar.<sup>156</sup>

Bunlara karşılık olarak Mishkin ve Calvo kur sistemlerinin krizler üzerinde çok fazla bir etkisi olmadığını ve ikinci derecede bir öneme sahip olduğunu ileri sürmektedir. Tam sabit ve ara kur sistemlerinde krizlerin yaşanması sıklıkla karşılaşılan bir durumdur. Tamamen serbest kur sisteminde dalgalanma korkusu sebebiyle serbest kur tam olarak uygulanamamaktadır. Krizleri yaratan etken döviz kuru sisteminden çok temel ekonomik kurumların iyi çalışmamasıdır.<sup>157</sup>

Mishkin ve Calvo'nun ileri sürdüğü şekilde serbest kur sistemleri özellikle gelişmekte olan ülkelerde tam olarak uygulanamasa da tam uygulandığı gelişmiş ülkelerde iyi sonuçlar vermektedir. Birinci bölümde Meksika ve Şili'nin kur ayarlamaları yoluyla Asya ve Rusya krizlerinden korunduğu anlaşıldı. Dolayısıyla serbest kur sistemleri, ekonomileri dış şoklardan koruyarak ve ülkelerin iç makroekonomik dengelerini bozmadan yani krize sebep olmadan ekonominin işlemlerini sağlamıştır.

Edwards ve Yeyati'nin yapmış olduğu bir çalışmada, serbest kur sistemlerinin, ülkeyi dış şoklara karşı daha iyi koruduğu bulunmuştur. Aynı çalışmada kur sabitliği arttıkça dış şokların çıktığı daha büyük oranlarda

---

<sup>156</sup> Carmen M. Reinhart, "The Mirage of Floating Exchange Rates", **American Economic Review**, May 2000, s. 2

<sup>157</sup> Guillermo A. Calvo and Frederic S. Mishkin, "The Mirage of Exchange Rate Regimes in Emerging Market Countries", **NBER Working Paper Series**, No: w9808, June 2003, ss. 4-5

etkilediğini ve serbest kur sistemi altında ülkelerin, sabit kur sistemlerini uygulayan ülkelere oranla daha iyi bir büyüme performansı gösterdiğini bulmuşlardır.<sup>158</sup> Tüm incelemelere bakarak serbest kur sisteminin ekonomileri daha olumlu etkiledikleri sonucuna varılabilir.

### 3.6 Erken Uyarı Sistemleri

Literatürdeki birçok çalışmada, döviz ve bankacılık krizlerinin çıkışını önceden haber verebilecek bir uyarı sistemi geliştirmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda krizlerin çıkışının öncül göstergeleri belirlenmeye çalışılacaktır.

#### 3.6.1 Döviz Krizleri Uyarı Sistemi

Döviz krizlerini önceden haber veren göstergeler ihracat, reel döviz kurundaki genel trendden sapmalar, geniş para tabanının uluslararası rezervlere oranı, çıktı, ve net varlık fiyatlarıdır.<sup>159</sup> Kaminsky, Lizondo ve Reinhart'ın çalışmasında bu göstergeler belli eşik değerlerini geçtiklerinde sinyal vermektedirler.

Tablo 17: Göstergelerin Krizleri Ortalama Önceden Haber Verme Zamanı

Gösterge	İlk sinyalin verilmesi ile kriz arasında geçen ay sayısı
Bankacılık krizi	19
Reel döviz kuru	17
Reel faiz oranı	17
İthalat	16
M2 çarpanı	16
Çıktı	16
Banka mevduatları	15
Fazla M1 bakiyesi	15
İhracat	15
Ticaret Haddi	15
Uluslararası rezervler	15
Hisse senedi fiyatları	14
Reel faiz farkı	14
M2/Uluslararası rezervler	13
Ödünç verme oranı/ Mevduat faizi	13
Yurtiçi krediler/GSMH	12

Kaynak: Graciela Kaminsky, Saul Lizondo and Carmen M. Reinhart, "Leading Indicators of Currency Crises", **IMF Staff Papers**, Vol. 45, No: 1, March 1998, s. 22

<sup>158</sup> Sebastian Edwards and Eduardo Levy Yeyati, "Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers", **NBER Working Paper Series**, No: w9867, July 2003, s. 3

<sup>159</sup> Graciela Kaminsky, Saul Lizondo and Carmen M. Reinhart, "Leading Indicators of Currency Crises", **IMF Staff Papers**, Vol. 45, No: 1, March 1998, ss. 2-3

Bu göstergeler sinyal verdikten sonra döviz krizlerinin 24 ay içinde çıkma olasılığı ortalama olarak % 70'tir.<sup>160</sup> Göstergelerin krizleri belli bir süre öncesinden saptamaları politika yapıcılar için gerekli bir özelliktir. Ekonomiyi yöneten birimlerin krizlere yol açabilecek durumları ortadan kaldırmak için belli bir süre öncesinden krizin çıkacağını bilmeleri gerekir. Tablo 17'deki göstergelerin en az 12 ay öncesinden sinyal vermeye başladıkları görülmektedir.

### 3.6.2 İkiz Krizler İçin Uyarı Sistemi

Yine Kaminsky ve Reinhart'ın ikiz krizleri haber veren öncü göstergeler üzerine yapmış olduğu bir çalışmadan Tablo 18'deki değerler çıkmıştır. Tablo 18 incelendiğinde öncü göstergelerin % 60 ile % 80'inin ortalama olarak krizlerin % 45,3'ünü önceden haber verdiği görülmektedir. İkiz krizlerde tahmin başarı oranının % 57,9'a çıkması, ikiz krizlerin oluşması için daha kötü makroekonomik şartların oluşmasının gerektiği şeklinde yorumlanabilir.<sup>161</sup>

Tablo 18: Kriz Öncesi Ekonomik Kırılganlık

Krizi Öngören Göstergelerin Sayısı (Yüzde Olarak)	Kriz Sayısı (Yüzde Olarak)					
	Döviz Krizleri					Bankacılık Krizleri
	Toplam	Tek	İkiz	Finansal Serbestleşme Öncesi	Finansal Serbestleşme Sonrası	
80-100	26.7	28.6	21.1	40.0	17.8	30.8
60-79	45.3	41.1	57.9	23.3	60.0	53.8
40-59	20.0	21.4	15.8	20.0	20.0	11.5
20-39	6.7	8.9	0.0	13.3	2.2	3.9
20den az	1.3	0.0	5.3	3.3	0.0	0.0

Kaynak: Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payment Problems", *American Economic Review*, November 1998, s. 38

### 3.6.3 Krizlere Bilanço Yaklaşımı

Son zamanlarda yaşanan sermaye hareketleri hesabı krizleri kazara ortaya çıkmamışlardır. Krizlerin temel nedeni bilanço uyumsuzluklarıdır.

<sup>160</sup> Kaminsky, Lizondo and Reinhart, a.g.m., s. 19

<sup>161</sup> Kaminsky and Reinhart, a.g.m., s. 23

Güçlü bilançosu olan bir ülke, gelirlerinde bir düşüş yaşansa bile ithalat, yatırım ve tüketimini sürdürmek için borçlanabilir. Fakat sürekli akım açıkları yani cari açıklar zaman içinde stok problemleri yaratır. Örneğin cari açıklarını sürekli dış borç alarak finanse eden bir ülkenin toplam bilançosu zayıflar. Benzer biçimde bütçe açıkları, hükümetin bilançosunu zayıflatır. Bu tip akım dengesizliklerini finanse etmek zorlaştıkça hükümet ve diğer borçlular giderek daha fazla vade ve para cinsi uyumsuzluğu riski yüklendiklerinden bilançoları daha da bozulur.<sup>162</sup>

Bilanço zayıflıklarının temelinde yatan sorunlar üzerinde giderek artan bir fikir birliği oluşmaktadır. Bilançoların zayıflamasını önlemek içinse aşağıdaki önlemler alınmalıdır.

- Serbest kur sistemi uygulanması para cinsi uyumsuzluğu riskine maruziyetin artmasını önleyebilir ve ülkeyi dış şoklardan korur.
- Ülkeler kamu bilançosunu bütçe dengesini sağlayarak sağlam tutmalı ve finansal ihtiyat tamponları (rezerv artışı) yapmalıdırlar.
- Ulusal piyasaların geliştirilmesi sonucunda, hisse senedi ihracı yoluyla finansman ve uzun vadeli ulusal para cinsinden finansman sayesinde bilanço uyumsuzlukları azaltılabilir. Bu aynı zamanda riskten korunma sağlayabilecek piyasaların da gelişimini gerektirir. Ayrıca riskten korunma araçlarını kimin sağladığına da dikkat etmek gerekir. Çünkü riskten korunma yerleşiklerce sağlanıyorsa ülkenin toplam bilanço uyumsuzluğunda bir azalma olmaz.
- Sağlıklı bir kamu borcu yönetimi ekonominin zayıflığını azaltır. Kısa vadeli borçlara, kur oynaklığına ve dolaylı yükümlülüklerle dikkat etmek gerekir.

---

<sup>162</sup> Roubini ve diğerleri, a.g.m., s. 24

- IMF ve ulusal otoriteler, ülkenin bilanço uyumsuzluğunu artırabilecek olan özel sektörün borçlanmasına da dikkat etmelidirler.
- Ülkeler kamu bütçesindeki dolaylı yükümlülüklerden kurtulmalıdır. (Örneğin açık veya zımni garantiler)
- Şeffaflık mikro ve makro düzeyde kritik bir konudur. Piyasa disiplinini artıracığından sürü davranışını engeller. Ayrıca alınan risklerin açıklanması gerekliliği aşırı risk alınmasını engelleyebilir. Özellikle kamu, bankacılık ve özel sektörün para cinsi ve vade uyumsuzluğu maruziyeti açıklanmalıdır.
- Bir ülkenin toplam dış bilançosuna özellikle dikkat edilmelidir. Uluslararası yatırım pozisyonu bilgileri hazırlanmalıdır.
- Piyasalardaki değişiklikler sürekli gözlenmeli ve denetim altında tutulmalıdır. Özellikle finans sektörünün bilançosunun maruz kaldığı bilanço riskleri önlenmelidir.
- İhtiyati denetim kuruluşları bankaların doğrudan ve dolaylı kur riski maruziyetlerine dikkat etmelidir. Sadece varlık ve yükümlülükleri karşılaştırmak yetmez. Örneğin ulusal firmalara açılan risk koruması yapılmamış döviz kredileri bankacılık sektörünü zayıflatabilir.
- Hisse senedi ihracıyla finansman yerine borçlanmaya özellikle de dövizle borçlanmaya özendiren vergi uygulamalarından kaçınılmalıdır.
- Yükümlülük karşılayamama sorunlarını çözen güçlü bir ulusal idare ileride daha büyük sorunlar yaratacak olan borçları yeniden yapılandırarak sorunları hafifletebilir.
- Bilançoların detaylı incelemesiyle kur ve faizlerdeki oynamalar gibi piyasa dalgalanmalarına karşı kırılmalıklarının belirlenmesi

potansiyel zayıflıkların ortaya çıkarılmasına yardımcı olacaktır.<sup>163</sup>

Tüm bu önlemler cari açık sebebiyle artan borcun çevrilebilmesini kolaylaştırabilmek içindir. Kökten çözüm cari açığın önlenmesindedir. Çünkü cari açık olduğu sürece, borç birikimi, vade ve para cinsi uyumsuzluklarına er geç yol açacaktır. Cari açığın finansmanı için ülkeye giren sermaye dışarı çıkmak istediğinde ülkede yeterli döviz olmadığından bir krizi tetiklemektedir. Bu sebeple cari açıkların er geç cari fazla verilerek kapatılması gerekir. Dolayısıyla ideal olan cari açık vermeden ekonomiyi dengede tutmaktır.

---

<sup>163</sup> Roubini ve diğerleri, a.g.m., ss. 26-27

## SONUÇ

Krizler her zaman politik ve akademik çevrelerde belli bir yer tutmalarına ek olarak son yıllarda ilgi odağı olmuşlardır. Çünkü özellikle Bretton Woods Sistemi'nin çökmesinden ve finansal sistemin deregülasyonu ile sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin ardından, krizlerin süre, derinlik ve sıklıkları artmıştır. Çalışmanın amacı krizlerle, sermaye hareketleri ve kur sistemleri arasındaki bağlantıyı incelemek ve krizleri önlemek için politika önerilerinde bulunmaktır.

Konunun literatürdeki temel tartışma noktalarından biri kur sistemi seçimidir. Jeffrey Frankel, tek bir kur sisteminin tüm ülkeler için doğru seçim olmayacağını ileri sürer. Birinci bölümde incelendiği gibi sabit kur sistemi altında krizler çok sık yaşanır. Fakat esnek kur sisteminin, dış şokları kur ayarlamaları yoluyla emerek ekonomiyi krize girmekten koruduğu Arjantin, Brezilya, Şili ve Meksika örneklerinin karşılaştırmasına dayanarak ileri sürülebilir. Dolayısıyla esnek kur sisteminin ülkeyi krizlerden koruyacak bir emniyet supabı olduğu söylenebilir.

Son yıllarda krizlerin meydana gelme sıklıkları artmıştır. Bunun sebebi sabit kur sistemi altında kontrolsüz bir serbestleşme politikası uygulanmasıdır. Kaminsky ve Reinhart'ın ortaya koyduğu üzere serbestleşme ve deregülasyon krizleri tetiklemektedir. Teorinin gerektirdiği üzere sabit kur sistemi, sermaye hareketleri serbestisi ve bağımsız para politikası bir arada uygulanamamaktadır. Kriz yaşayan ülkeler sabit kur sistemi uygularken sermaye hareketlerine serbesti getirdiklerinden bağımsız para politikasından vazgeçmiş olmaktadır. Bu durum ülkeleri dış şoklara karşı savunmasız bırakarak krize girmelerine yol açmıştır.

Literatürdeki diğer önemli tartışma sermaye hareketlerinin sınırlandırılmasıdır. Çünkü 1980'li yıllarda hızlanan serbestleşme ve globalleşme sonucunda ülkeler arası mal ve hizmet ticaretinde büyük artışlar meydana gelmiştir. Bu artışa paralel olarak sermaye hareketlerinde de artış gözlemlenmiştir. Fakat sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle birlikte

dünyada yer değiştiren günlük sermaye miktarı dünyadaki yıllık mal ticaretinin 190 katına çıkmıştır. Sermaye bir ülkeye girip çıkarken ülkenin ekonomik dengesini bozarak krize girmesine sebep olmaktadır. Dolayısıyla krizler artık cari hesap açıklarından çok sermaye hareketleri hesabının etkileri altında meydana gelir olmuştur.

Sermaye hareketlerinin krizle ilişkisi örneklerle sabittir. Son yıllarda yaşanan krizlerin tümünde önce bir sermaye çıkışı gözlenmiş ve sonrasında bankacılık ve döviz krizleri yaşanmıştır. Kaminsky ve Reinhart'ın ortaya koyduğu üzere bankacılık krizleri, döviz krizlerini tetikleyen etkidir. Türkiye'de meydana gelen durum da bu görüşü destekler niteliktedir. 2000 Kasım ayında Demirbank'ın zor duruma düşmesiyle meydana gelen bankacılık krizi 2001 yılında meydana gelecek olan döviz krizinin habercisi olmuştur.

Sermaye hareketlerinin ülkelerin büyüme performansları üzerindeki pozitif etkisi göz önüne alındığında sermaye hareketlerinin sınırlandırılmasının büyüme üzerinde negatif etkileri olacaktır. Fakat kısa vadeli sermaye aniden yurtdışına çıktığında krizleri tetiklemektedir.

Dolayısıyla tezin sermaye hareketleriyle ilgili olarak ulaştığı nokta Mishkin'in de önerdiği gibi dereceli bir kontrol uygulamaktır. Ülke içindeki ihtiyati denetim ve kanuni altyapı oluşturulduğa sınırlamalar kaldırılmalıdır. Çünkü sermaye hareketlerinin kısıtlanması ülkelerin uzun süreli büyüme performanslarına negatif etkiler yapacaktır. Fakat sabit kur sistemi altında, para piyasaları ve bankacılık düzenlemeleri hazır olmadan uygulanacak sermaye hareketi serbestisi krizlere davetiye çıkarmak anlamına gelir.

Görünürde krizlerin sebepleri sermaye hareketleri serbestisi ve sabit kur sisteminin birlikte uygulanmasıdır. Fakat bunların altında yatan başka nedenler mevcuttur. Sabit kur ve sermaye hareketleri için görünen yüzüdür. Sermaye hareketlerinin ve sabit kurların birlikte yarattıkları etki borçlanma güdüsünü harekete geçirir. Kurların sabit kalacağına inanan yerleşikler (buna hükümetler de dahildir) dövizle borçlanarak daha az maliyetli finansman

bulacaklarına inandıklarından, sabit kur sistemi, dövizle borçlanmayı artırır. Olayın doğası gereği sabit kurlar altında dövizle borçlanmak isteyenlere dövizle borç verecek yatırımcıların olması gerekir. Borcu verecek yatırımcılar ülkeye sermaye getiren yabancılardır. Yabancı sermaye sabit kur altında yüksek reel faiz getirisi elde etmek amacıyla bir ülkeye gider. Yüksek reel faizler genellikle kamu kağıtlarından elde edilir.

Borçlanma güdüsünün ekonomide yarattığı etkileri bilanço yaklaşımı çok net bir biçimde ortaya koyar. Bir ülkeye gelen sermaye o ülkeye sebepsiz gelmez. Amaç sermayeyi kullanarak para kazanmaktır. Bilanço yaklaşımında, ekonomiye akım değil stok değişkenler açısından bakıldığından krizlerin bir borç birikimi yüzünden ortaya çıktığı ileri sürülmektedir. Bir başka ifadeyle, krizlerin sebebi, borç birikimi ve bu borçların zamanla çevrilemez hale gelmesidir. Çünkü sabit kur piyasadaki oyuncularını dövizle borçlanmaya teşvik eder. Ayrıca sabit kur, ülke parasının reel anlamda değerlendirilmesine sebep olduğundan cari açık artar.

Cari açık ülkelerin tasarruf eksiğinden kaynaklanmaktadır. Ülke içerisinde yapılamayan tasarruf yurtdışı kaynaklardan borçlanarak finanse edilmektedir. Uzun yıllar cari açıkların borçla finanse edilmesi sonucu ortaya büyük bir dış borç tablosu çıkar. Nitekim 2004'te Türkiye'nin net uluslararası yatırım pozisyonu -122 milyar Dolar'dır. Yani borçlar, mevcut varlıklardan 122 milyar Dolar fazladır. Bir ülkenin harcadığından daha az döviz kazanması sürekli bir borçlanma ihtiyacı yaratmaktadır. Bir ülkenin dış borcu kümülatif cari açıklarından az olamaz. Fakat cari açıklar uzun süre devam ettiğinde, gelirler yani ihracat, dış borçlardaki birikimi karşılayamaz hale gelir. Kısa vadeli borçlar ülkenin rezervlerini aştığında döviz arzı, talebini karşılayamaz hale gelir ve kurda yukarı bir baskı oluşur. Bu durum, uluslararası yatırımcıların sürü güdüsü sebebiyle bir atağa dönüşür. Sabit kur sistemi altında bu baskı, kurlardaki aşırı yükselmeden dolayı krize sebep olur.

Fakat serbest kurlar altında Mayıs ayında Türkiye'de de yaşandığı gibi kurlar yukarı hareket eder. Dövizdeki bu düzeltme piyasalarda bir kriz olarak algılanmayıp ekonomi küçülmezse, yüksek kurlarla birlikte cari açığa bir

azalma meydana gelir. Hatta kriz sonrası yıllarda olduğu gibi cari fazla verilebilir. Böylece ülkenin döviz cinsinden borç ödeme kabiliyeti artar ve krize girmeden yola devam edilebilir.

Krizleri önlemek için literatürde önerilenler arasında uluslararası finansal mimarinin yeniden kurulması vardır. Fakat bu tip geniş çaplı öneriler uygulanma şansları düşük olduğundan tezin içinde ağırlıklı incelenmemiştir. Bunun yerine mevcut mimari içerisinde neler yapılabileceği tartışılmıştır.

Mevcut mimari içerisinde kalarak krizleri önlemek için alınabilecek birçok önlem vardır. Bankacılık sisteminin denetlenerek aşırı riskli hareketlerden kaçınmasını sağlamak bankacılık krizlerinin önlenmesi için önemli bir adımdır. Ayrıca finansal serbestleşmenin dereceli bir geçişle sağlanması krizleri önleyebilir. Türkiye’de 1989’a kadar sermaye hareketlerinin sınırlandırılması sayesinde 1980-1989 arası ciddi bir dengesizlik yaşanmamış olması buna örnektir. 1989’da sermaye hareketleri serbestisi, 1994’e kadar artarak sürecekte olan kısa vadeli borç birikiminin başlangıcı olmuştur. Dövizle borçlanmanın sınırlandırılması yoluyla para cinsi uyumsuzluğu sorunu çözülerek kurlardaki bir artışın krizi tetikleme önlenabilir. Riskten korunma tekniklerinin kullanılmasıyla kurlardaki risk daha iyi pozisyonda olan ve riski taşımak isteyenlerin üzerine yüklenebilir. Bunun içinse vadeli işlemler borsasının daha da işlerlik ve derinlik kazanması gerekir. Döviz kuru seçiminin serbest kurdan yana kullanılması ülkeyi dış şoklardan koruyarak krize girmesini engelleyebilir. Bilanço yaklaşımıyla ele alındığında cari açıkların önlenmesi borç stoğunun artışını engelleyebilir.

Türkiye’nin 2006 rakamlarına göre yükümlülük karşılama yeterliliğinde sorun vardır. Dış yükümlülükler 2004 rakamıyla aynı kalsa bile varlıklar bunun yarısını ancak karşılamaktadır.

Ayrıca kısa vadeli borçlar 38 milyar Dolar olarak görünmesine karşın sıcak para miktarı 64 milyar Dolar seviyesindedir. Rezervler 75 milyar Dolar olmasına rağmen sıcak para miktarı buna yakındır. Kısa vadeli borçların düşük görünmesinin sebebi hükümetin iyileşen dış ve iç piyasa şartlarıyla bir

yıldan uzun vadeli bonolarla borçlanabilmesidir. Fakat bu durum bonoların vadesi sonuna kadar beklenilmesini gerektirmez. Yabancılar bonoları ikinci el piyasada satarak dövize yönelebilirler. Dolayısıyla sermaye kaçışları hızla yaşanarak bir krizi tetikleyebilir.

1993'te kısa vadeli borçların rezervlerin üzerine çıkmasıyla ve 2000'de neredeyse rezervler seviyesine yükselmesiyle krizler tetiklenmiştir. 2006 yılındaki durum da 2000'deki seviyelere yakındır. Cari açık kısa vadeli borçları daha da arttırarak yakın bir gelecekte borçların rezervleri aşmasına sebep olacaktır. Dolayısıyla acilen cari açığı önleyici önlemler alınarak kriz önlenmelidir.

## YARARLANILAN YAYINLAR

### Kitaplar

Bruno, Michael, **Crises, Stabilization and Economic Reform, Therapy by Consensus**, Oxford: Clarendon Press, 1993

Dornbusch, Rudiger ve Stanley Fisher, Çevirenler: Salih Ak ve diğerleri, **Makroekonomi**, İstanbul: McGraw-Hill-Akademi, Mart 1998

Freiden, Jeffry, Piero Ghezzi and Ernesto Stein, "Politics and Exchange Rates: A Cross-Country Approach", In: **The Currency Game: Exchange Rate Politics in Latin America**, eds: Jeffry Freiden, Ernesto Stein, Baltimore: John Hopkins University Press, 2001

McKinnon, Ronald I., **Money and Capital in Economic Development**, Washington, USA: The Brookings Institution, 1973

Özel, Saruhan, **Türkiye’de Enflasyon,Devalüasyon ve Faiz**, İstanbul: Alkım Yayıncılık, Aralık 2000

Roubini, Nouriel and Brad Setser, **Bailouts or Bail-Ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies**, Washington: Institute for International Economics Publications, August 2004

### Web Sayfaları

<http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=189135&tarikh=02/06/2006> , 2 Haziran 2006

IMF, "Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks", <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2004/eng/1204.htm> , Mart 2006

TCMB Basın Duyuruları, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2006/DUY2006-38.pdf> , 7 Haziran 2006

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, "Yatırımcı Rehberi", İzmir, 16 Eylül 2005, [http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/docs/yatirimci\\_rehberi091605.pdf](http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/docs/yatirimci_rehberi091605.pdf) , Nisan 2006

[www.econstats.com](http://www.econstats.com) , 20 Mayıs 2006

### Makaleler

Aizenman, Joshua, "Financial Opening: Evidence and Policy Options", **NBER Working Paper Series**, No: w8900, April 2002

- Arteta, Carlos, Barry Eichengreen and Charles Wyplosz, "When does Capital Account Liberalization Help More Than It Hurts?", **NBER Working Paper Series**, No: w8414, August 2001
- Baldi, Anne Laure and Nanno Mulder, "The Impact of Exchange Rate Regimes on Real Exchange Rates in South America, 1990-2002", **OECD Economics Department Working Paper**, No: 396, 30 June 2004
- Barth, James R. ve diğerleri, "A Cross Country Analysis of the Bank Supervisory Framework and Bank Performance", United States Treasury, Office of the Comptroller of the Currency, **Economic and Policy Analysis Working Paper**, No: 2002-2, September 2002
- Barth, James, Gerard Caprio and Ross Levine, "Bank Regulation and Supervision: What Works Best?", **NBER Working Paper Series**, No: w9323, November 2002
- Beck, Thorsten, Ross Levine and Norman Loayza, "Finance and the Sources of Growth", **The World Bank Policy Research Working Paper Series**, No: 2057, February 1999
- Bustelo, Pablo, Clara Garcia and Iliana Olivie, "Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: Lessons from the East Asian Episodes (1997-1999)", **ICEI Working Paper**, No: 16, November 1999
- Calvo, Guillermo A. and Ernesto Talvi, "Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile" **NBER Working Paper Series**, No: w11153, February 2005
- Calvo, Guillermo A. and Frederic S. Mishkin, "The Mirage of Exchange Rate Regimes in Emerging Market Countries", **NBER Working Paper Series**, No: w9808, June 2003
- Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti and Nouriel Roubini, "Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis", **NBER Working Paper Series**, No: w6783, November 1998
- Covan, Kevin and Jose De Gregorio, "International Borrowing, Capital Controls and the Exchange Rate: Lessons from Chile", **NBER Working Paper Series**, No: w11382, May 2005
- De Gregorio, Jose, Sebastian Edwards and Rodrigo O. Valdes, "Controls on Capital Inflows: Do They Work?", **NBER Working Paper Series**, No: w7645, April 2000
- Demir, Firat, "A Failure Story: Politics and Financial Liberalization in Turkey, Revisiting the Revolving Door Hypothesis", Great Britain: **World Development**, Vol. 32, No: 5, 2004
- Dornbusch, Rudiger and Stanley Fischer, "Stopping Hyperinflations Past and Present", **NBER Working Paper Series**, Working Paper No: w1810, January 1986

- Dornbusch, Rudiger, "A Primer on Emerging Market Crises", **NBER Working Paper Series**, No: w8326, June 2001
- Edwards, Sebastian and Eduaordo Levy Yeyati, "Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers", **NBER Working Paper Series**, No: w9867, July 2003
- Edwards, Sebastian and Roberto Rigobon, "Capital Controls, Exchange Rate Volatility and External Vulnerability", **NBER Working Paper Series**, No: w11434, June 2005
- Edwards, Sebastian, "Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?", **NBER Working Paper Series**, No: w8076, January 2001
- Edwards, Sebastian, "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention", **NBER Working Paper Series**, No: w8529, November 2001
- Eichengreen, Barry, "The Political Economy of European Integration", May 2004  
<http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/whittmanweingastmay3-04.pdf>
- Eichengreen, Barry, Ricardo Hausman and Ugo Panizza, "Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They are not the Same and Why It Matters?", **NBER Working Paper Series**, No: w10036, October 2003
- Fischer, Stanley, "Financial Crises and Reform of the International Financial System", **NBER Working Paper Series**, No: w9297, October 2002
- Fitzgerald, Valpy, "The Winner's Curse: Premature Monetary Integration in the NAFTA", **QEH Working Paper Series**, No: 63, Oxford, December 2000
- Frankel, A. Jeffrey, "No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times", **NBER Working Paper Series**, No: w7338, September 1999
- Frankel, Jeffrey and Nouriel Roubini, "The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises", **NBER Working Paper Series**, No: w8634, December 2001
- Frenkel, Roberto, "Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico", **G-24 Working Papers**, August 2004, <http://www.g24.org/fren0904.pdf>
- Gallego, Francisco, Leonardo Hernandez and Klaus Schmidt-Hebbel, "Capital Controls in Chile? Effective? Efficient?", **Central Bank of Chile Working Paper Series**, No: 59, December 1999
- Garten, Jeffrey, "Needed: A FED for the World", **New York Times**, 23 September 1998

- Gerni, Cevat, Ö. Selçuk Emsen ve M. Kemal Değer, “Erken Uyarı Sistemleri Yoluyla Türkiye’deki Ekonomik Krizlerin Analizi”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, Sayı 2, 29 Kasım 2005
- Goldstein, Morris and Philip Turner, “Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options”, **BIS Economic Papers**, No: 46, October 1996
- Goldstein, Morris, “Debt Sustainability, Brazil and the IMF”, Washington: **Institute for International Economics Publications**, No: WP 03-1, February 2003
- Hofer, Andrea, “The International Monetary Fund’s Balance Sheet Approach to Financial Crisis Prevention and Resolution”, Austrian Central Bank, **Monetary Policy and Economy**, Issue: 1, April 2005
- Honohan, Patrick, “Banking System Failures in Developing and Transition Countries: Diagnosis and Prediction”, **BIS Economic Papers**, No: 39, January 1997
- Kaminsky, Graciela L. and Carmen M. Reinhart, “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payment Problems”, **American Economic Review**, November 1998
- Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart and Carlos A. Vegh, “The Unholy Trinity of Financial Contagion”, **NBER Working Paper Series**, No: w10061, October 2003
- Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart and Carlos A. Vegh, “When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies”, **NBER Working Paper Series**, No: w10780, September 2004
- Kaminsky, Graciela, Saul Lizondo and Carmen M. Reinhart, “Leading Indicators of Currency Crises”, **IMF Staff Papers**, Vol. 45, No: 1, March 1998
- Karunaratne, Neil, “Globalization, Crisis Contagion and the Reform of the International Financial Architecture”, **University of Queensland**, Discussion Paper 300, Brisbane, Australia, January 2002
- Levine, Ross, “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, **The World Bank Policy Research Working Paper Series**, No: 1678, October 1996
- Mendoza, Enrique G., “Why Should Emerging Economies Give up National Currencies: A Case for Institutions Substitution”, **NBER Working Paper Series**, No: w8950, May 2002
- Mishkin, Frederic, “Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries”, **NBER Working Paper Series**, No: w8087, January 2001

- Mishkin, Frederic, "International Experiences with Different Policy Regimes", **NBER Working Paper Series**, No: w7044, March 1999
- Mishkin, Frederic, "Preventing Financial Crises: An International Perspective", **NBER Working Paper Series**, No: w4636, February 1994
- Mussa, Michael, "Factors Driving Global Economic Integration", **Federal Reserve Bank of Kansas City Publications**, 2000, <http://www.kc.frb.org/PUBLICAT/SYMPOS/2000/mussa.pdf>
- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff, "The Mirage of Fixed Exchange Rates", **NBER Working Paper Series**, No: w5191, July 1995
- Rajan, Raghuram G., "Dollar Shortages and Crises", **NBER Working Paper Series**, No: w10845, October 2004
- Reinhart, Carmen M., "The Mirage of Floating Exchange Rates", **American Economic Review**, May 2000
- Rodrik, Dani and Andres Velasco, "Short-Term Capital Flows", **NBER Working Paper Series**, No: w7364, September 1999
- Rogoff, Kenneth, "International Institutions for Reducing Global Instability", **NBER Working Paper Series**, No: w7265, July 1999
- Roubini, Nouriel ve diğerleri, "A Balance Sheet Approach to Financial Crisis", **IMF Working Paper Series**, No: WP02210, December 2002
- Sachs, Jeffrey, Andres Velasco and Aaron Tornell, "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995", **NBER Working Paper Series**, No: w5576, May 1996
- Setzer, Ralph, "The Political Economy of Exchange Rate Regime Duration: A Survival Analysis", **University of Hohenheim Discussion Papers**, No: 265, April 2004
- Summers, Lawrence, "International Financial Crises: Causes, Prevention and Cures", **American Economic Review**, May 2000
- Vegh, Carlos A. and Sergio Rebelo, "Real Effects of Exchange Rate Based Stabilization: An Analysis of Competing Theories", **NBER Working Paper Series**, No: w5197, July 1995
- Veiga, Francisco José, "What Causes the Failure of Inflation Stabilization Plans?", **Journal of International Money and Finance**, Vol. 18, 1999

Velasco, Andres and Aaron Tornell, “Money Based versus Exchange Rate Based Stabilization with Endogenous Fiscal Policy”, **NBER Working Paper Series**, No: w5300, October 1995

Wagner, Helmut, “Globalization and Financial Instability: Challenges for Exchange Rate and Monetary Policy”, **International Journal of Social Economics**, Vol.31(1), 2004

#### Konuşmalar

Cansızlar, Doğan, Yıldız Teknik Üniversitesi’ndeki konuşması, 23 Mayıs 2006,  
<http://www.haber1.com/haber.asp?id=111694> , 23 Mayıs 2006

Dungey, Mardi, Renée Fry, Brenda González-Hermosillo and Vance Martin, “The Transmission of Contagion in Developed and Developing International Bond Markets”, Risk Measurement and Systemic Risk isimli konferanstaki konuşma, 7-8 March 2002,  
<http://www.bis.org/cgfs/conf/mar02d.pdf>

Fischer, Stanley, “On the Need for an International Lender of Last Resort”, American Economic Association and the American Finance Association’daki konuşması, 3 January 1999,  
<http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/010399.htm>

Fischer, Stanley, “Reforming the International Monetary System”, Melbourne Üniversitesi’ndeki konuşma, 9 October 1998, <http://www.iie.com/fischer/pdf/Fischer124.pdf>

Hanke, Steve H. and Kurt Schuler, A Dollarization Blueprint for Argentina, **CATO Institute Foreign Policy Briefing**, No: 52, 11 March 1999

Hanke, Steve H., “Argentina’s Current Political-Economic Crisis”, Statement before the Subcommittee on International Monetary Policy and Trade Committee on Financial Services United States House of Representatives, 5 March 2002, <http://www.cato.org/testimony/ct-hanke030502.html>

Krueger, Anne O., “Detecting and Preventing Financial Crises”, US State Department: Bretton Woods Committee Annual Meeting konuşması, 12 June 2003  
<http://www.internationalmonetaryfund.org/external/np/speeches/2003/061203.htm>

Meltzer, Allan, “Asian Problems and the IMF”, Joint Economic Committee konuşması, 24 February 1998, <http://www.cato.org/pubs/journal/cj17n3-10.html>

Sachs, Jeffrey, “Do We Need an International Lender of Last Resort?”, Princeton University, Frank Graham Memorial Lecture, April 1995,  
<http://www.earthinstitute.columbia.edu/about/director/pubs/intllr.pdf>

Raporlar

Bank For International Settlements, Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange and Derivatives Activity in 2004, March 2005

IMF International Capital Markets 2000

IMF World Economic Outlook, April 2005

IMF World Economic Outlook, April 2006

IMF World Economic Outlook, September 2000

## ÖZGEÇMİŞ

1976 İstanbul doğumluyum. İlköğretimimi İstanbul Sedat Simavi İlkokulu'nda tamamladım. Orta ve lise eğitimimi Özel Doğuş Lisesi'nde bitirdim. 2002 yılında İstanbul Üniversitesi İngilizce İktisat Bölümü'nden mezun oldum. 2003 yılında Kocaeli Üniversitesi'nde İktisat Politikası Bölümü'nde yüksek lisans eğitimime başladım. Eğitimim sırasında birçok özel şirketin dış ticaret departmanında çalıştım. Serbest çalıştığımda İngilizce ve Matematik özel dersleri veriyorum.