

Süleyman Demirel Üniversitesi  
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi  
Y.2008, C.13, S.1 s.183-208.

## KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE FİNANSAL KRİZLER VE MALİYE POLİTİKALARI: TEORİK BİR DEĞERLENDİRME

### FINANCIAL CRISIS AND FISCAL POLICIES DURING GLOBALIZATION PROCESS: A THEORETICAL EVALUATION

Yrd.Doç.Dr.Hayal Ayça ŞİMŞEK<sup>1</sup>

#### ÖZET

*Bu çalışmada, küreselleşme sürecinin hız kazanmasıyla birlikte derinleşerek artan finansal krizlerin nedenlerini, ekonomi üzerindeki etkilerini, krizleri açıklayan modelleri ve finansal kriz dönemlerinde uygulanması önerilen maliye politikası düzenlemeleri ele alınmaktadır. Çalışmanın sonucunda- derinleşen krizler ile mücadelede hangi mali araçların nasıl kullanılabilirdiğine ilişkin çözüm önerileri yer almaktadır. Nitekim kısa vadeli sermaye girişleri üzerine uygulanacak vergiler, bir yandan mali oynaklığı azaltırken diğer yandan kamu bütçesine katkı sağlayabilir. Dolayısıyla bu tür vergiler finansal kriz riskini azaltabilir. Diğer yandan borçlanma politikası da finansal krizler ile mücadelede etkin bir mali araç olarak kullanılabilir. Kriz dönemlerinde faiz oranları değiştirilerek likiditenin azaltılması krizden çıkmaya yardımcı olabilir.*

#### ABSTRACT

*In this paper, the reasons, effects and models of financial crisis deepening with regard to the acceleration of globalization process and fiscal policy recommended to be used during financial crisis are examined. In the comments, recommended policies (which fiscal policy and how it can be used) so as to struggle with financial crisis are examined. Taxes implied on short term capital flows can both reduce financial volatility and supply an additional revenue for public budget and such taxes can reduce financial crisis risk. On the other hand debt policy can also be used as an effective fiscal instrument so as to struggle with financial crisis. During crisis interest rates can be increased so as to reduce liquidity in markets, a policy that can help to reduce/remove financial crisis.*

Finansal kriz, kriz modelleri, maliye politikası, kısa vadeli sermaye girişleri, borçlanma, faiz oranları

<sup>1</sup> Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Maliye Bölümü, Buca, İzmir  
e-posta adresi: ayca.simsek@deu.edu.tr

Financial crises, models of crises, fiscal policy, short-term capital inflows, borrowing, interest rates

## 1. GİRİŞ

Dünya ekonomisinde 1970’li yıllarda özellikle gelişmekte olan ülke (GOÜ) ekonomilerinde küreselleşme sürecinin beraberinde getirdiği finansal liberalizasyon eğilimleri, ülkelerin makroekonomik yapılarında beklenen iyileşmeyi sağlayamamıştır. Bu ülkelerde finansal liberalizasyona erken (makro ekonomik şartlar olgunlaşmadan) geçilmesi ve sığ finansal piyasaların varlığı piyasaları daha da kırılgan hale getirmiş ve ekonomilerde kriz baş göstermiştir.

Finansal krizlerle mücadelede para ve maliye politikalarının eş anlı kullanımı önem taşımaktadır. Ancak bu politikaların istikrarlı bir finansal sistemin oluşumuna katkıda bulunabilmeleri için hem içsel ve dışsal şoklarla başa çıkabilme hem de reel ekonomik performansı artırıcı etkiler oluşturabilme yeteneğine sahip olmaları gerekir.

## 2. FİNANSAL KRİZ: KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Bir ülkede finansal sistemin istikrarı/istikrarsızlığı, makroekonomik istikrarın/istikrarsızlığın boyutları ile yakından ilişkilidir.

### Finansal İstikrar Nedir? Ne Değildir?

Finansal sistemin istikrarı, finansal kurumları temel fonksiyonlarını –yurt içi ve uluslar arası aracılık, servet ve risk yönetimi- rahatlıkla yerine getirebildikleri şartların gerçekleştiği ortam olarak tanımlanabilir. Ancak Kireyev (2002)’e göre istikrarlı bir finansal sistem, tamamen risklerden arınmış, bulaşıcı taşma (contagion spillovers) etkilerinden uzaklaşmış ve hızla büyüyen bir yapı olarak değil, içinde etkin risk yönetimine, bulaşıcı etkilere (contagion effects) açık olan piyasa birimleri arasında karşılıklı ve uyumlu bir çalışmaya imkan veren finansal araçların kullanıldığı bir yapı olarak düşünülmelidir. Buna göre finansal sistemin istikrarını etkileyen faktörler çeşitlidir. Ekonomik açıdan büyük önem taşıyan bu faktörler (makroekonomik yönetimin güçlülüğü, ekonominin yapısal sağlamlığı, finansal sektör üzerinde kamu müdahalesinin derecesi, v.b.) özellikle bütçe ve maliye politikaları yoluyla uygulanan kamu müdahalelerine büyük ölçüde bağlıdır. Böyle bir müdahalenin en sık kullanılan türleri ise bütçenin, maliye politikasının, ve para ve döviz kuru politikalarının uygulanması ve kamu düzenlemelerinin yapılmasıdır. Bu tür bir müdahale finansal piyasalar üzerinde sıkı bir disiplinin oluşmasını sağlar<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Alexei KIREYEV, “Liberalization of Trade in Financial Services and Financial Sector Stability (Analytical Approach)”, **IMF Working Paper**, No. 138, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02138.pdf>, Erişim: 08.07.05, 2002, s.3.

Schinasi (2003)'e göre ise finansal istikrar, finansal piyasalarda faaliyet gösteren temel finansal kurumların istikrarının ve bu piyasaların istikrarının birlikte sağlanması ile oluşur. Genellikle finansal kurumların istikrarı; bu kurumların güçlü olmaları, olağan/olağanüstü dönemlerde yeterli sermayeye sahip olmaları ve işlem yapabilmek ve oynaklığı sağlayabilmek için yeterli likiditeye sahip olmaları gibi özellikleri taşımaları anlamına gelmektedir. Finansal piyasaların istikrarı ise genellikle durağan varlık fiyatlarının bulunması durumu değil – çünkü istikrarlı piyasaların da varlık fiyatlarının dolanım hızı yüksek olabilir-, ciddi reel ekonomik sonuçlar doğurabilecek oynaklık türünün bu piyasalarda bulunmaması anlamına gelir. Ancak bu tanımda “çok fazla oynaklık” ile kastedilenin ne olduğu (hangi varlık fiyatları?, ne zaman oynak?, v.b.), diğer bir ifadeyle finansal piyasanın oynaklığını/istikrarsızlığını neyin tetiklediği (sadece gayrimenkul fiyatları gibi tek bir sektörde mi istikrarsızlığın yaşandığı yoksa bunun daha geniş bir fenomen mi olduğu) belirsizdir<sup>3</sup>. Bu nedenle finansal istikrarın genel bir tanımını yapmadan önce taşıdığı bazı temel özelliklerin açıklanması yerinde olacaktır<sup>4</sup>:

- Finansal istikrar, finans kavramının ve finansal sistemin farklı yönlerini (altyapı, kurumlar ve piyasalar) içine alacak şekilde geniş bir kavramdır. Bu kavram, kamu politikalarını da kapsar. Nitekim devlet, gerektiğinde piyasalardan borçlanır ve bir yandan parasal istikrarı sağlamak için para politikası araçlarını kullanarak diğer yandan da mali disiplini sağlamak için maliye politikası araçlarını kullanarak piyasalarda işlem yapar.

- Finansal istikrar; sadece finansal piyasaların kaynakların ve risklerin dağılımında, tasarrufların akışkanlığını sağlamada ve servet birikimini, gelişmeyi ve büyümeyi kolaylaştırmada oynadığı rolün yeterli ölçüde tanımlanması olarak değil, ayrıca ekonominin tamamında ödeme sistemlerinin etkin şekilde uygulanması (parasal istikrarın ve mali disiplinin sağlanması) olarak da ele alınmalıdır.

- Finansal istikrar, sadece gerçek finansal krizlerin yaşanmaması değil, ayrıca bu krizler, finansal sistem ve ekonomik süreç için bir tehdit haline gelmeden önce finansal sistemin, ortaya çıkan dengesizliklere karşı gerekli önlemleri alması ve bunları azaltma yeteneğine sahip olması anlamına da gelir.

- Finansal istikrar reel ekonomide ortaya çıkardığı sonuçlar açısından da ele alınmalıdır. Nitekim finansal piyasalarda ve bazı finansal kurumlarda ortaya çıkan sapmalar, reel ekonomideki faaliyetlere büyük ölçüde zarar vermedikleri sürece tehdit olarak algılanmazlar.

- Son olarak finansal istikrar, sürekli bir kavram olarak düşünülmelidir. Süreklilik kavramının taşıdığı anlam, finansal istikrar

<sup>3</sup> Garry J. SCHINASI, “Responsibility of Central Banks For Stability in Financial Markets”, **IMF Working Paper**, No.121. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03121.pdf>, Erişim: 11.07.05, 2003, s.4.

<sup>4</sup> Garry J. SCHINASI, “Defining Financial Stability”, **IMF Working Paper**, No.187. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04187.pdf>, erişim:11.07.05, 2004, ss.6-7.

açısından önemlidir çünkü finans kavramı büyük ölçüde belirsizlik içerir, dinamiktir ve birbiriyle bağlantılı pek çok kavramdan (altyapı, kurumlar ve piyasalar) oluşmuştur. Dolayısıyla finansal istikrar beklentilere dayalı, dinamik ve sistemin iyi çalışan pek çok bölümüne büyük ölçüde bağımlı bir özellik taşır.

Bu temel özelliklere bağlı olarak finansal istikrarın dar ve geniş anlamda iki farklı tanımı yapılabilir. Dar anlamda finansal istikrar; finansal sistemin, ekonominin performansını kolaylaştırma yeteneğine ve beklenmedik olaylar sonucu veya içsel olarak ortaya çıkan finansal dengesizliklerle başa çıkabilme yeteneğine sahip olmasıdır. Bu tanımda beklenmedik olaylar içsel ve dışsal şokları ifade etmektedir. İçsel olarak ortaya çıkan finansal dengesizliklerden ise kasıt, piyasa başarısızlıklarıdır. Geniş anlamda ise finansal istikrar, ekonominin finansal riskleri (kredi, likidite, piyasa, v.b.) fiyatlandırma, dağıtma ve yönetme mekanizmalarının ekonominin performansına yeterli ölçüde katkıda bulunacak kadar iyi bir şekilde işleyebilmesidir<sup>5</sup>. Bu tanımlar çerçevesinde Houben, Kakes ve Schinasi (2004); bir finansal sistemin yüklenmesi gereken üç temel rolün bulunduğunu savunmaktadırlar<sup>6</sup>:

- Finansal sistem, reel ekonominin kaynaklarının farklı faaliyetler arasında ve özellikle zaman içinde etkin dağılımını sağlar. Bu dağılım, tüketimini erteleyen tasarruf sahipleri ile sermaye tabanını genişletmek isteyen yatırımcılar arasında aracılık yapma yoluyla gerçekleşir.
- Borç alanların ve verenlerin likidite tercihleri genellikle birbirine ters olduğundan finansal sistem, vadelerin dönüşümünü kolaylaştırır.
- Finansal sistemin bir başka rolü de ekonomik ve finansal risklerin fiyatlandırılması ve yönetimidir.

Finansal sistemin bu rolleri başarıyla gerçekleştirebilmesi için ise finansal sistemi oluşturan başlıca üç unsurun oldukça iyi işlemesi gerekir. Bunlar; finansal altyapı (özellikle ödeme, hesap ve muhasebe sistemleri), finansal kurumlar (özellikle bankalar, sosyal güvenlik kurumları ve kurumsal yatırımcılar) ve finansal piyasalardır (özellikle stok, tahvil, para piyasaları ve türev piyasalar). Bu üç unsur başarılı işlediği sürece finansal sistem bireyler, şirketler ve kamu politikaları yoluyla servet birikimi sürecini hızlandırır<sup>7</sup>. Örneğin; Asya krizinin kökenlerinde her ne kadar yurt içi makroekonomik problemler ve oldukça zayıf ve iyi düzenlenmemiş bankacılık sistemi yatıyor ise de özellikle riskleri doğru hesaplamayan uluslararası yatırımcıların sermaye kaçışından büyük ölçüde sorumlu olması, finansal istikrarsızlığın ciddi bir krize dönüşmesinde baş rolü oynamıştır. Bu çerçevede finansal krizin analitik olarak beş farklı alanda oluşan istikrarsızlıklara bağlı şekilde

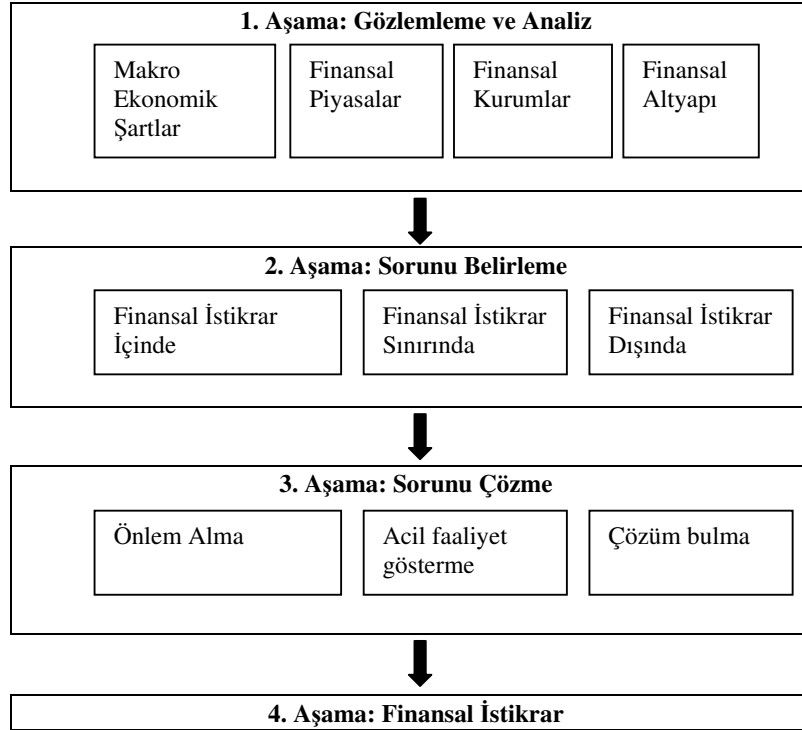
<sup>5</sup> SCHINASI, "Defining Financial Stability", s. 8, 10.

<sup>6</sup> Aerdts Houben, Jan Kakes ve Garry J. Schinasi, "Toward A Framework For Safeguarding Financial Stability", IMF Working Paper, No.101, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04101.pdf>, Erişim: 13.08.05. 2004, s.6.

<sup>7</sup> Houben, Kakes ve Schinasi, ss. 6.-7.

ortaya çıkabilir<sup>8</sup>: (i)tasarruf-yatırım dengesinde makroekonomik dengesizliklere yol açan cari hesap, (ii) finansal akımların anormal oynaklığını gösteren sermaye hesabı, (iii) zayıflıkları, tepkinin etkisini arttırdığı için yurt içi düzenlemeler (bankacılık denetleme düzenlemeleri dahil), (iv) en iyi uygulama kodlarının (kuralların) uygulanmasındaki başarısızlıklar ve (v) aşırı döviz kuru dalgalanmaları ve süreklilik gösteren bankacılık problemleri Bahsedilen alanlardaki dengelerde önemli sapmaların yaşanmaması, finansal istikrarın kısmen sağlanabildiği anlamına gelebilir. Nitekim Houben, Kakes ve Schinasi; bu açıdan finansal istikrarı; finansal sistemin, kaynakları faaliyetler arasında ve zaman içinde etkin şekilde dağıtabilme, finansal riskleri alabilme ve yönetebilme ve şokları giderebilme yeteneğine sahip olduğu durum olarak tanımlamaktadırlar. Dolayısıyla istikrarlı bir finansal sistem, bir yandan ekonomik performansı ve servet birikimini artırırken diğer yandan içsel ve dışsal şokların piyasa dengelerinde yol açtığı sapmalar ile mücadele edebilmelidir<sup>9</sup>. Bu açıdan finansal istikrarın sağlanabilmesi için üç aşamalı bir plan önerilmektedir (Bkz.şekil 1).

Şekil 1: Finansal İstikrarın Sağlanabilirliğine İlişkin Model



Kaynak: HOUBEN, KAKES ve SCHINASI, ss. 17.

<sup>8</sup> KIREYEV, s.7.

<sup>9</sup> HOUBEN, KAKES ve SCHINASI, s. 11.

Şekil 1'de birinci aşamada finansal istikrara temel oluşturan makroekonomik şartların ve finansal sistemin unsurlarının gözlemlenmesi ve analizi yapılmaktadır. İkinci aşamada bu analizin sonuçlarına göre sorun belirlenmekte ve ülkenin finansal sisteminin istikrarlı mı olduğu (istikrar sınırları içinde), istikrarın bozulmaya mı başladığı (istikrar sınırında) yoksa istikrarın tamamen mi bozulduğu (istikrar sınırları dışında) belirlenmektedir. Üçüncü aşamada bu üç farklı durum için üç farklı çözüm geliştirilmektedir. İstikrarlı bir finansal sistemin bulunduğu durumda veri durumu korumak için önlem alma, istikrar sınırında bulunulan durumda acil olarak gerekli faaliyetleri gösterme ve istikrarın bulunmadığı durumda ise çözüm önerilerini ortaya koyma şeklinde düzenlemeler yapılmaktadır ve bu yolla dördüncü ve son aşamada finansal istikrara ulaşılmaktadır.

## 2.2. Finansal İstikrardan Finansal Krizlere

Tüm bu analizlere rağmen finansal istikrarı sağlamak kolay değildir. Finansal istikrarın tanımı bile kendi içinde birbiriyle ilişkili ama bir o kadar da birlikte gerçekleştirilmesi güç olan amaçları (makroekonomik şartların istikrarı, içsel ve dışsal şoklarla mücadele, finansal altyapının yeterliliği, v.b.) barındırmaktadır. Bu nedenle finansal istikrarın sağlanmasında özellikle gelişmekte olan ülkelerde bir takım güçlükler yaşanmaktadır<sup>10</sup>:

- Finansal istikrara ilişkin gelişmeler, tek bir miktarsal (quantitative) gösterge ile belirlenemez. Fiyat istikrarını aksine finansal istikrarın tek ve kesin bir ölçüm birimi yoktur. Bu da finansal istikrarın çok yönlü yapısını yansıtmaktadır çünkü finansal istikrar hem finansal kurumların istikrarına hem de finansal piyasaların ve düzenlemelerin düzgün işlemesine bağlıdır. Daha da önemlisi finansal istikrarı oluşturan unsurlar, reel ekonomik faaliyet üzerindeki etkileri açısından ele alınmaktadır ki özellikle maliye politikaları ve finansal istikrar arasındaki ilişki bu noktada ortaya çıkmaktadır.

- Finansal istikrardaki gelişmelerin öngörülmesi oldukça güçtür. Finansal istikrarın gerçekleştirilmesi, sadece sapmaların ortaya çıktığı anda bunlara müdahale edilmesini değil aynı zamanda gelecekte bu tür sapmalara yol açabilecek risklerin ve zayıflıkların da ortadan kaldırılmasına ilişkin düzenlemelerin yapılmasını içermelidir. Ancak finansal sistemin yapısından kaynaklanan belirsizlikler nedeniyle bu tür öngörülerde bulunmak güçtür.

- Finansal istikrardaki gelişmeler sadece kısmen kontrol edilebilir ve bu nedenle dışsal şoklara karşı yüksek derecede duyarlıdır. Bu duyarlılık finansal piyasaların kontrol edilebilirliğini sınırlamaktadır.

- Finansal istikrar sağlayıcı politikalar genellikle esneklik ve etkinlik arasında bir değiş-tokuş (trade-off) içerir. Bu politikalar uygulanırken finansal kaynakların etkin dağılımına öncelik verilirken finansal sistemde yaşanan şoklarla mücadele ikinci planda kalır.

<sup>10</sup> SCHINASI, "Defining Financial Stability", s. 11-12.

- Finansal istikrar sağlayıcı politikalarda zaman tutarsızlığı yaşanabilir. Finansal istikrarı sağlamak için bazı kamu politikası araçlarının kullanımı, piyasa güçlerinin faaliyetlerini kısıtladığından uzun dönemli istikrarın bozulmasına karşın kısa dönemli istikrar sağlanabilir.

Finansal krizlerin reel ekonomiyi önemli ölçüde olumsuz etkilediği açıktır çünkü bu makro ekonomik etkiler bir yandan reel üretim kayıplarına yol açmakta bir yandan da krizlerin yaşandığı ülkelerden diğer ülkelere hızla yayılmaktadır<sup>11</sup>. Finansal krizlerin özellikle reel ekonomide yol açtığı kayıplar reel ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Gupta, Mishra ve Sahay, finansal kriz dönemlerinde reel üretim kayıplarını etkileyen başlıca makroekonomik faktörleri şöyle açıklamaktadırlar<sup>12</sup>:

- Dolarizasyona Bağımlılık ve Dış Borç Yükü: Yurt içi firmaların sorumlulukları yabancı para cinsinden belirlendiğinde (devalüasyon) firmaların borç yükü artar ve bu durum, genel ekonomiye yatırımlarda azalış olarak yansır.

- Yabancı Sermaye Girişlerinin Aniden Durması veya Tersine Dönmesi: Bir finansal kriz ile birlikte yabancı sermaye girişleri aniden duruyorsa veya tersine dönüyorsa verimli faaliyetler azalır. Bu nedenle yüksek yabancı sermaye girişi olan ülkeler, finansal krizleri takiben diğer ülkelere kıyasla daha ciddi makro ekonomik dengesizlikler yaşar.

- Dış Liberalizasyon: Açık sermaye hesabı, finansal kriz dönemlerinde hükümetlerin sermayeyi dışarı kaçırmaktan koruma veya konjonktür karşıtı politika önlemleri alma yeteneğini zayıflatır.

- Bankacılık Krizleri: Devalüasyonun bankacılık sektöründeki bilançoları olumsuz etkilemesi nedeniyle bankalar borç verme faaliyetlerini gerçekleştirirken piyasa faiz oranından daha düşük faiz oranları belirler ve kredi daralması yaşanır.

- Kısa Vadeli Borç ve Likidite Krizi: Kriz dönemlerinde kısa vadeli borçların çevrilmesinde yaşanan güçlükler, piyasalardaki likiditeyi daraltarak ekonomik faaliyetleri azaltır.

- Devalüasyon ve Dış Ticaret: Devalüasyon ekonomide rekabeti canlandırabilir ve ticarete konu olan malların üretimini artırabilir. Ancak bu durum, nominal devalüasyon reel döviz kuru devalüasyonuna dönüşürse gerçekleşebilir.

- Para ve Maliye Politikaları: Spekülatif atakları sınırlandırmak ve döviz rezervlerinin hızla düşmesini engellemek için genellikle sıkı para politikası uygulanır. Benzer şekilde krizi takiben artması kaçınılmaz olan mali yükü (bütçe açığını) azaltmak ve daha güçlü bir mali yapı oluşturmak

<sup>11</sup> Hali J. EDISON, "Do Indicators of Financial Crisis Work? An Evaluation of An Early Warning System", **Board of Governors of The Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers**, No.675, 2000, s.3.

<sup>12</sup> Poonam GUPTA, Deepak MISHRA ve Ratna SAHAY, "Output Response To Currency Crisis", **IMF Working Paper**, No.230, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03230.pdf>, Erişim: 07.09.05, 2003, ss.8-10.

için kriz dönemlerinde sıkı bir maliye politikası uygulanır. Ancak bu sıkı makro ekonomik politikalar, sermaye çıkışlarını engellemede kısmen başarılı olmalarına rağmen reel üretim üzerinde daraltıcı etkiler oluştururlar.

Finansal krizlerin reel ve finansal piyasalardaki olumsuz etkilerinin azaltılması için çeşitli mali ve parasal önlemler alınmaktadır. Ancak bu önlemlere geçmeden önce finansal krizleri açıklamaya yönelik bazı ampirik modellerin incelenmesi yerinde olacaktır.

### 3. FİNANSAL KRİZLERİ AÇIKLAYAN MODELLER (FİNANSAL KRİZ MODELLERİ)

Dünya ekonomisinde yaşanan finansal krizlerin 1990'lı yılların öncesinde ve sonrasında birbirinden farklı niteliklere sahip olmaları, finansal krizlerin açıklanması için farklı modellerin geliştirilmesini gerekli kılmıştır.

#### 3.1 Birinci Nesil Kriz Modelleri

Birinci Nesil Kriz Modeli Paul Krugman tarafından ortaya atılmıştır. Bu modelin açıkladığı finansal krizlerin temelinde ciddi bir mali genişleme yatmaktadır. Bu genişlemeyi; zayıf denetim, gizli ve açık mevduat garantileri ve bankacılık sektöründe yaşanan şeffaflık eksikliği izlemiştir. Buna bağlı olarak krizler, aşırı değerlenmiş kuru ve düşük ihracatı beraberinde getirmiştir<sup>13</sup>. Modelde sabit döviz kuru rejimi öngörülmekte ve krizin, para talebi artışının çok üzerinde seyreden yurt içi kredi artışına bağlı olarak ortaya çıktığı ifade edilmektedir. Aslında sabit döviz kuru, finansal krizlere karşı bir nominal çıpa görevi görebilir. Nitekim Feldstein'a göre sabit döviz kuru uygulaması, fiyat istikrarının sağlanmasına yardımcı olan, yabancı sermaye girişlerini teşvik eden ve döviz kuru oynaklığını ortadan kaldırma yoluyla faiz oranlarının düşük kalmasını sağlayan bir araçtır. Bu yönleriyle finansal istikrarı sağlayıcı olmasına rağmen bazı durumlarda finansal istikrarı bozucu etkilere yol açabilir. Örneğin; yurt içi fiyat seviyesinin diğer ülkelere kıyasla çok daha hızlı artması veya yurt dışı nakdin nominal değerinde, yurt içi nakdin sabitlenmediği değere doğru nispi bir azalış yaşanması nedeniyle reel döviz kuru aşırı değerlenebilir. Borç veren yabancı firmalar, yüksek faiz oranlarından etkilenip borç vermeyi sürdürebilirler ki bu yolla artan cari açığın finansmanı karşılanmaya devam eder. Ancak sonuçta devalüasyon korkusu, yüksek faiz getirisinin cazibesine galip gelir ve bu noktadan sonra yabancılar, borç verme kapasitelerini daha fazla arttırmazlar, sonuçta nakit önemli ölçüde azalır<sup>14</sup>.

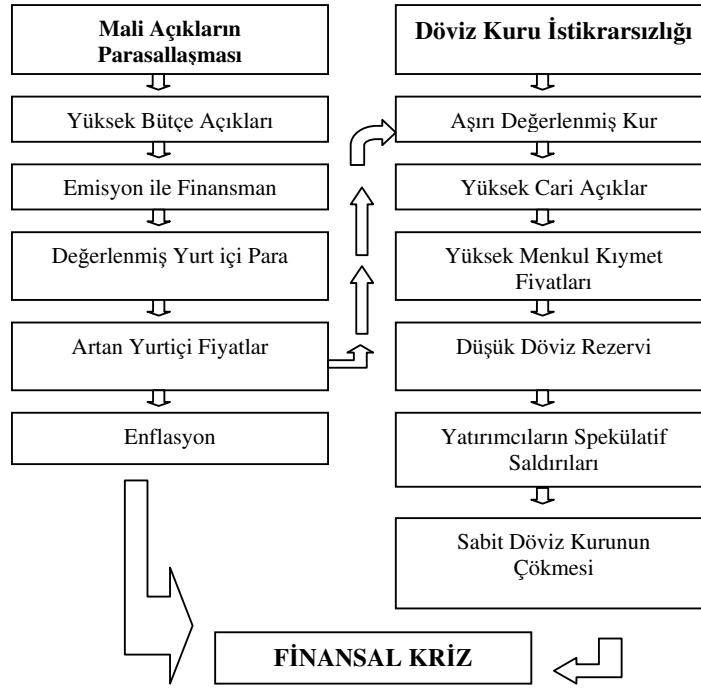
<sup>13</sup> Graciela KAMINSKY ve Carmen REINHART, "Financial Crisis in Asia and Latin America: Then and Now", *The American Economic Review*, Vol.88, No.2, 1998, s.444.

<sup>14</sup> Martin FELDSTEIN, "Economic and Financial Crisis in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management", *NBER Working Paper*, No.8837, <http://www.nber.org/papers/w887>, Erişim: 13.09.05, 2002, s. 6.



Krugman'ın mali açıkların artışına bağlı olarak ortaya çıktığını ileri sürdüğü Birinci Nesil Kriz modelinin gelişimi yabancı yatırımcıların korkusunu haklı çıkaracak şekilde devalüasyonla sonuçlanır. Mali açıkların parasallaşması ve döviz kuru istikrarsızlığı finansal krize yol açmaktadır. Yüksek bütçe açıklarının finansmanı için emisyonun kullanılması, yurt içi paranın değerlenmesine ve yurt içi fiyatların hızla artmasına yol açmaktadır. Artan fiyatlar döviz kurunun aşırı değerlenmesine neden olarak cari açıkları artırmaktadır. Menkul kıymet fiyatlarındaki artışın yol açtığı döviz rezervlerindeki hızlı azalma nedeniyle rezerv kaybını engellemek isteyen yatırımcılar spekülasyon saldırısına geçmekte ve sonuçta sabit döviz kuru rejimi çökmektedir (Bkz. Şekil 2) .

Şekil 2: Mali Açıklar ve Finansal Kriz İlişkisi



Kaynak: Şekil tarafından oluşturulmuştur.

Krugman (1979)'a göre genişletici maliye politikaları ve para politikaları, yurt içi paranın değer kazanması, cari açığın artması, uluslararası rezervlerin azalması sonucunda devalüasyon kaçınılmazdır<sup>15</sup>. Yüksek cari açıkların, yüksek özel borçların ve buna bağlı olarak yüksek kamu borçlarının bulunduğu bir ortamda yapılan devalüasyon ile ihraç ürünlerin dış

<sup>15</sup> Paul KRUGMAN, "A Model of Balance of Payment Crisis", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.11, No. 3, 1979, s.317.

talebi arttığı için ihracat artar ve cari açık azalır. Krugman modelinde gelişmekte olan (küçük) bir ülkenin, parasını gelişmiş (büyük) bir ülkenin parasına sabitlediği varsayılmaktadır. Analizde yurt içi para piyasası dengesi;

$$m - p = -\alpha(i) \quad \alpha > 0 \quad (1)$$

olarak belirlenir. (1) No'lu denklemde yurt içi para arzı  $m$  ile, yurt içi fiyatlar seviyesi  $p$  ile ve yurt içi faiz oranı  $i$  ile gösterilmektedir. Yurt içi para arzı ( $m$ ), yurt içi kredilerin ( $d$ ) ve uluslar arası rezervlerin ( $r$ ) toplamından oluşur;

$$m = d + r \quad (2)$$

2 No'lu eşitlikte yurt içi para arzının iç ve dış kaynakları görülmektedir. Yurt içi fiyat düzeyini oluşturan değişkenler de benzer şekilde gösterildiğinde;

$$p = p^* + s \quad (3)$$

olarak gerçekleşir. 3 No'lu denklemde yurt içi fiyat seviyesini (satın alma gücü paritesini) gösteren  $p$ , yurt dışı fiyat düzeyinin ( $p^*$ ) ve nominal döviz kurunun ( $s$ ) toplamından oluşur<sup>16</sup>. Yurt içi faiz oranı ( $i$ ) da yurt dışı faiz oranının ( $i^*$ ) ve döviz kurundaki değişim oranının ( $s$ ) toplamından oluşur;

$$i = i^* + s \quad (4)$$

Modelde sabit döviz kuru varsayımı ( $s = \acute{s}$ ) altında nominal döviz kuru sıfıra ve yurt içi faiz oranı yurt dışı faiz oranına eşittir ( $s = 0$  ve  $i = i^*$ ). Bu şartlar altında bütçe açıklarının finanse edilmesi için yurt içi borçlanmanın sabit bir oranda ( $\mu$ ) artırılması ve yurt dışı faiz oranı ( $i^*$ ) ile yurt dışı fiyat seviyesinin ( $p^*$ ) sabit belirlenmesi halinde;

$$\begin{aligned} m &= d + r & (5) \\ p &= p^* + s & s = \acute{s} \\ i &= i^* + s & s = \acute{s} \end{aligned}$$

5 No'lu denklemdeki değişkenleri 1 No'lu denklemde yerine koyduğumuzda yeni yurt içi para piyasası dengesi;

$$d + r - (p^* + \acute{s}) = -\alpha(i^*) \quad (6)$$

olarak gerçekleşir. Bu eşitlikte döviz kuru sabit ( $s = \acute{s}$ ), yurt dışı fiyat seviyesi sabit ( $p = p^*$ ) ve yurt dışı faiz oranı sabittir ( $i = i^*$ ). Bu şartlar altında iç borçlanma  $\mu$  oranında artırıldığında uluslar arası rezervler aynı oranda azalır ve sabit döviz kuru çöker<sup>17</sup>. Diğer bir deyişle bütçe açığının artması ve bu açığın Merkez Bankası tarafından yurt içi kredilerin artırılmasıyla karşılanmaya çalışılması, döviz rezervlerinde sürekli bir azalışa yol açar ve sonuçta rezervler kritik bir seviyeye iner. Kritik seviyenin sıfır olduğu ( $R=0$ ) varsayımı altında rezervler tükendiğinde ( $t=Z$ ) zamanında hükümet sabit kur uygulamasından vazgeçmek zorunda kalacak<sup>18</sup> ve dalgalı kur rejimine

<sup>16</sup> Ante BABIC ve Ante ZIGMAN, "Currency Crisis: Theoretical and Empirical Overview of The 1990's", **Croatian National Bank Surveys**, Croatian National Bank, <http://www.hnb.hr>, Erişim: 13.09.05, October 2001, s.2.

<sup>17</sup> BABIC ve ZIGMAN, s. 2.

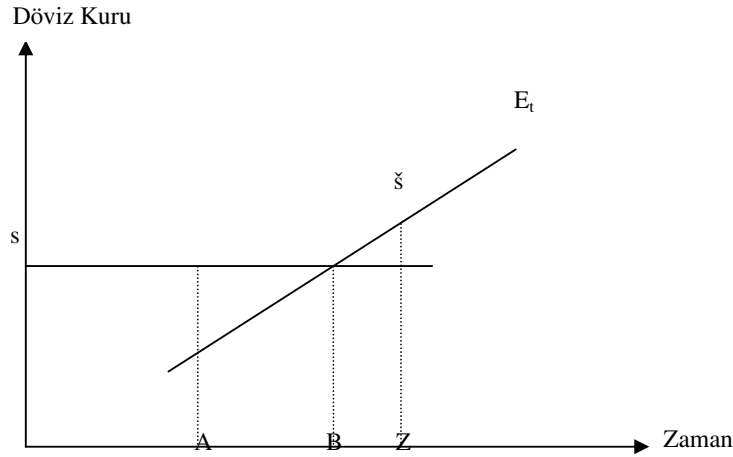
<sup>18</sup> Koray AKAY, "Para Krizi Teorileri: Kuşaklararası Bir Karşılaştırma", **Türkiye Ekonomisi Gültlen Kazgan'a Armağan**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2004, s. 84.

geçilecektir. Bu aşamada gölge döviz kuru ( $\xi$ ) devreye girmektedir. Gölge döviz kuru ( $\xi$ ), döviz rezervlerinin tükenmesine neden olan bir spekülasyon saldırısından sonra para piyasasında dengeyi sağlayan döviz kurudur<sup>19</sup>;

$$\xi = \alpha \mu + d \quad (7)$$

7 No'lu denklemde gölge döviz kuru ( $\xi$ ), yurt içi kredilerin artış oranını gösteren sabit bir oranın ( $\mu$ ) ve iç kredi hacminin ( $d$ ) toplamından oluşmaktadır. Sabit döviz kuru çöktükten sonra dalgalı kura geçildiği için dalgalı kur, gölge kur olarak kullanılır. Piyasalara spekülasyon saldırı başladığında spekülasyoncuların nasıl davranacağı Şekil 3 yardımıyla gösterilebilir (Bkz. Şekil 3):

Şekil 3: Spekülasyon Saldırıları ve Piyasa Dengesi



Kaynak: Babic ve Zigman, 2001:3

Şekilde  $s$ , sabit döviz kurunu,  $\xi$  ise gölge döviz kurunu göstermektedir. Buna göre zaman ( $t$ ) içinde yurt içi kredilerdeki artışa bağlı olarak gölge kur ( $\xi$ ), sabit kurun ( $s$ ) üzerine çıkmaktadır. İki kur birbirine ( $t=B$ ) noktasında eşitlenmektedir ( $s = \xi$ ). Eğer spekülasyoncular,  $t=B$  noktasından önce saldırıya geçerlerse (A noktası) zarar edebilirler çünkü bu noktada döviz kurunda revalüasyon yaşanabilir. Spekülasyoncular  $t=B$  noktasından sonra saldırıya geçerlerse yine zarar ederler çünkü rezervlerin tükendiği kritik nokta olan Z noktasına yaklaşılmaması, Merkez Bankası'nın elinde çok az rezerv kaldığı/hiç kalmadığı durumu ifade eder. Bu nedenle spekülasyoncuların saldırıya geçmesi için en uygun zaman  $t=B$  noktasına gelmeden önceki zamandır<sup>20</sup>. Spekülasyon saldırı başladığında para piyasasında dengenin sağlanması için

<sup>19</sup> Mert URAL, **Liberalizasyon Dönemlerinde Mali Piyasalardaki Kırılganlığın Oluşturduğu Krizler**, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir, 2003, s. 62.

<sup>20</sup> BABIC ve ZIGMAN, s. 3 ve AKAY, s. 85.

para talebi ne kadar düştü ise para arzı da aynı oranda düşürülmelidir. Böylece;

$$\Delta r = -\alpha \mu \quad (8)$$

olur. Rezerv stokundaki değişimin (azalışın) ( $\Delta r$ ), kredi artış oranına ( $\mu$ ) eşit olması ile para piyasasında yeni denge sağlanır. Sabit döviz kuru durumunda sıfır olan devalüasyon oranı, spekülasyon saldırı sırasında artar. Bu nedenle nominal döviz kuru da artar. Para talebinin azalmasının nedeni nominal faiz oranının artmasıdır. Sabit kur rejiminde para piyasasındaki dengeyi döviz rezervlerindeki değişim ( $\Delta r$ ) sağlarken dalgalı kur rejiminde bu dengeyi yurt içi faiz oranı ( $i$ ) sağlamaktadır. Bu durumda para talebindeki azalış, döviz rezervlerindeki kayba eşit olmalıdır<sup>21</sup>;

$$\Delta r = L(i^*) - L(i^* + \epsilon_t) \quad (9)$$

9 No'lu denklemde  $\Delta r$  döviz rezervlerindeki kaybı,  $i^*$  yurt dışı faiz oranını,  $\epsilon_t$  t zamanındaki devalüasyon oranını,  $L(i^*)$  yurt dışı faiz oranına ( $i^*$ ) bağlı para talebini ve  $L(i^* + \epsilon_t)$  yurt dışı faiz oranına ( $i^* + \epsilon_t$ ) ve t zamanındaki devalüasyon oranına ( $\epsilon_t$ ) bağlı para talebini göstermektedir. Para talebindeki azalışın nedeni para talebinin tamamen dövize yönelmesidir. Krugman'ın Birinci Nesil Kriz modelinin finansal kriz teorisine en önemli katkısı; sürekli olarak olumsuz bir seyir izleyen iktisadi bir olgunun (bu modelde bütçe açığının) bulunduğu bir ortamda spekülasyonlar tarafından yapılan saldırının, keyfi bir hareketmiş gibi görünse de aslında zorunlu bir denge koşulu olduğunu ve tüm parametrelerin bilinmesi halinde spekülasyon saldırısının zamanının hesaplanabildiğini – ki bu zaman iki kurun birbirine eşit olduğu andır (grafik 1'de t=T zamanı)- göstermesidir<sup>22</sup>.

### 3.2. Birinci Nesil Kriz Modellerine Yapılan Katkılar (Politika Etkileri)

Krugman'ın Birinci Nesil Kriz Modellerinde bazı politikaların (sterilizasyon politikası ve iç borçlanma politikası) etkileri ayrıntılı olarak ele alınabilir.

#### 3.2.1. Sterilizasyon Politikasının Etkileri

Sterilizasyon politikası, döviz rezervi kayıplarının para arzı üzerindeki olumsuz etkisini azaltmak (sterilize etmek) amacıyla spekülasyon saldırı sırasında uygun bir oranda para arzı artışını sağlamak için Merkez Bankası'nın uyguladığı bir para politikasıdır. Sabit döviz kuru ( $s = \dot{s}$ ) ve sabit para arzı ( $m = \dot{m}$ ) şartlarında ve spekülasyon saldırı boyunca para arzı artış oranı ( $\mu$ ) sabit iken spekülasyon saldırı öncesi para piyasası dengesi;

$$m - p^* - \dot{s} = \alpha (i^*) \quad (10)$$

<sup>21</sup> AKAY, s. 86.

<sup>22</sup> AKAY, s. 85.

olur. Spekülatif saldırıdan sonra döviz rezervleri tükendiği için dalgalı kura geçilir. Gölge döviz kuru ( $\$$ ) artık dalgalı kurdur ve buna bağlı olarak para arzı  $\mu > 0$  oranında artmaya başlar. Sonuçta dalgalı kur (gölge kur) para arzı ile aynı oranda ( $\mu$ ) artar<sup>23</sup>;

$$i = i^* + \mu \quad (11)$$

olur. Denklemden yurt içi faiz oranı, açık faiz paritesi koşuluna uyarak yurt dışı faiz oranı ( $i^*$ ) ve para arzı sabit artış oranı ( $\mu$ ) ile belirlenir. Böylece spekülatif saldırı sonrası para piyasası dengesi;

$$m - p^* - \dot{s} = \alpha (i^* + \mu) \quad (12)$$

olarak belirlenir. Denklemden dalgalı kur ve para arzı aynı sabit oranda ( $\mu$ ) arttığı ( $i = i^* + \mu$ ) için faiz oranı ( $i$ ), ( $i^* + \mu$ ) olarak belirlenmiştir. Saldırı öncesi denge [ $m - p^* - \dot{s} = \alpha (i^*)$ ] ile saldırı sonrası denge [ $m - p^* - \dot{s} = \alpha (i^* + \mu)$ ] şartları birlikte değerlendirildiğinde önemli bir sonuç ortaya çıkmaktadır: Beklenen döviz kuru ( $\$$ ) ne kadar yüksek belirlenirse belirlensin ve döviz rezervi ( $r$ ) ne kadar fazla olursa olsun gölge döviz kuru (örneğinimizde dalgalı döviz kurdur ( $\$$ )), beklenen döviz kurundan ( $\$$ ) daha büyük olacaktır ( $\$ > \dot{s}$ )<sup>24</sup>.

Döviz paritesinin eski seviyesinde kalabilmesi için sabit döviz kurunun benimseneceği bir sistemde yeterli miktarda uluslararası rezervin korunması gerekir. Krugman'ın Birinci Nesil Kriz modeline göre uluslararası rezervde ciddi azalışların yaşanması önemli bir kriz göstergesidir. Modelde yüksek kamu açıklarının emisyon ile karşılanması ve döviz kuru-para arzı uyumsuzlukları nedeniyle finansal krizlerin kaçınılmaz olduğu vurgulanmaktadır<sup>25</sup>.

### 3.2.2. İç Borçlanma Politikasının Etkileri

İç borçlanma politikası, bütçe açığının süreklilik taşıdığı dönemlerde bu açığın sadece emisyonla başvurularak karşılanması halinde uygulanan politikadır. Calvo tarafından modele dahil edilmesi önerilen bu politika, finansal krizin çıkmasına neden olan tek etken olarak görülmektedir. Calvo modelinde devlet, bütçe açığını iç borçlanma (kısa vadeli devlet tahvili) yoluyla karşılamakta, devlet tahvillerinin anlık vadeye sahip olduğu ve hazinenin istediği zaman tahvilleri geri satın alabileceği varsayılmaktadır. Bu varsayımlar altında devletin iç borç stoku ve bütçe açığı arasındaki ilişki<sup>26</sup>;

$$B_t = \mu + i^* B_t \quad (13)$$

olarak gerçekleşir. Denklemden devletin iç borç stoku  $B_t$  ile, sabit bütçe açığı  $\mu$  ile, iç borç faiz ödemeleri ise  $i^* B_t$  ile gösterilmektedir. Buna göre sabit döviz kuru ( $s = \dot{s}$ ) ve sabit faiz oranı ( $i = i^*$ ) varsayımı altında

<sup>23</sup> URAL, s. 64.

<sup>24</sup> URAL, s. 64 ve BABIC ve ZIGMAN, s. 4.

<sup>25</sup> UFUK BAŞOĞLU, "Krizlerin Öngörülmesinde Sinyal Yaklaşımı", **Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt.19, Sayı.1-2, Nisan 2001, s. 4.

<sup>26</sup> AKAY, s. 90.

devlet, sabit bütçe açığını ( $\mu$ ) ve iç borç faiz ödemelerini ( $i \cdot B_t$ ) karşılamak için sürekli borçlanmak zorundadır. İç borç stokunun  $t = 0$  zamanında sıfır olduğu ( $B_0=0$ ) varsayıldığında iç borçlanma politikası işlemez, çünkü zaman sonsuzaya yaklaşırken ( $-\alpha + \alpha$ ) borç stoku sonsuza yaklaşmakta ve devlet borç faizlerini yeniden borçlanarak (Ponzi finansman) ödemektedir<sup>27</sup>.

Sonuç olarak Krugman'ın Birinci Nesil Kriz modelinin finansal krizleri açıklama yeteneği ile ilgili bazı genel değerlendirmeler yapılabilir. Öncelikle modele göre finansal krizlerin, tutarsız para ve maliye politikalarının (yüksek bütçe açıklarına yol açmaları nedeniyle) bir sonucu olduğu söylenebilir. Nitekim artan bütçe açıklarının emisyonla karşılanması, mali açıkların parasallaşmasına yol açmakta, milli para aşırı değerlenmekte, yurt içi fiyatlar hızla artmaktadır. Bu durum döviz kurunu aşırı değerlenmesine ve cari açıkların hızla yükselmesine yol açarak döviz rezervlerine yönelik spekülasyon saldırıları arttırmakta ve sonuçta yetersiz döviz rezervleri bu talepleri karşılayamadığı için sabit döviz kuru çökmektedir.

Bir diğer sonuç ise modelde önerilen finansal krizle mücadele yöntemleri ile ilgilidir. Bu yöntemlerde ya faiz oranı ya da döviz kuru nominal çıpa olarak seçilmektedir. Yöntemlerden biri; dış borçlanma yoluyla rezervlerin artırılmasıdır. Ancak bu rezervler sabit döviz kuru rejiminin korunması için kullanılırsa rezerv miktarı azalır ve spekülasyon saldırıları karşılayacak yeterli rezerv kalmaz. Bu yöntemde döviz kuruna müdahale edilmektedir. Diğer yöntem ise dalgalı döviz kurunun kullanılmasıdır. Sabit döviz kuru rejimi çöktüğü için zorunlu olarak geçilen bu yöntemde döviz kuru serbest bırakılmakta ve spekülasyon saldırıları karşılamak için faiz oranları arttırılmaktadır. Ancak spekülasyon saldırılarının karşılanması için faiz oranları gereğinden fazla arttırılırsa ve buna bağlı olarak parasal taban önemli ölçüde daralursa yüksek faiz artışı bankacılık krizine yol açabilir. Her iki yönteminde uygulama sonuçları, eğer şartların olgunlaştığı bir ekonomik ortam sağlamamışsa finansal krizlerin derinleşmesine yol açar.

### 3.3. İkinci Nesil Kriz Modelleri

Birinci Nesil Kriz modellerine göre finansal krizlere neden olan başlıca etken; yurt içi para ve maliye politikalarının başarısızlığı ve buna bağlı olarak döviz rezervlerindeki ciddi azalışlardı. İkinci Nesil Kriz modellerinde ise Birinci Nesil Kriz modellerinden farklı olarak yurt içi para ve maliye politikaları tutarlı olsa bile ve devletin elinde sabit döviz kuru rejimini sürdürmek için yeterli döviz rezervi bulunsa bile bir ülkenin parasına yönelik kendiliğinden oluşan spekülasyon saldırılar krize neden olabilir ve saldırı sonucunda döviz kuru değişebilir. Modele göre devlet, döviz kuru paritesini korumanın sağlayacağı faydayı ve yol açacağı maliyeti karşılaştırarak karar verir. Nitekim yurt dışı faiz oranlarının yükselmesi, yurt içi faiz oranlarını da yükseltecek ve reel üretim azalacaktır. Bu şartlarda

<sup>27</sup> BABIC ve ZIGMAN, s. 3 ve AKAY, s. 90.

devlet, pariteyi korumanın maliyetli olduğuna karar verebilir. Bu durumda yurt içi faiz oranının ve üretimin birer kriz göstergesi olduğu anlaşılır<sup>28</sup>.

İkinci Nesil Modeller ile ilgili olarak Obstfeld bazı önemli katkılar yapmıştır. Obstfeld'e göre hükümetin, sabit döviz kurunun çökeceği beklentisine sahip olması üretimi azaltır çünkü bu beklenti, ücretlerin artmasına ve istihdamın azalmasına yol açar. Dolayısıyla üretim azalışlarını engellemek için devlet, sabit döviz kurundan vazgeçebilir<sup>29</sup>. Yine sabit döviz kurunun çökeceği beklentisi faiz oranlarının yükselmesine yol açarak kamu borcunun artmasına neden olabilir. Artan kamu borcu nedeniyle borç miktarının belli bir aralıkta bulunması, kendiliğinden gerçekleşen bir spekülasyon saldırısına yol açarak ekonominin krize girmesine neden olur. Bu nedenle Obstfeld, faiz oranlarındaki artışın, borçların artışına yol açarak finansal krizin oluşumunu tetiklediğini belirtmektedir. Bu şartlar altında eğer kamu borcunun kaynağı iç borçlanma ise banka sisteminin kısa dönem borç kompozisyonu, faiz oranı ve tahvil fiyatları artışları kriz göstergesi olarak kabul edilmektedir. Buna karşılık kamu borçlarının kaynağı dış borçlanma ise yabancı sermaye hareketlerinin vadelerindeki değişimler, dünya faiz oranı ve ülke faiz oranı arasındaki farklar kriz göstergesi olarak kabul edilmektedir<sup>30</sup>.

Kaminsky, Lizondo ve Reinhart (1997) bu kriz göstergelerini belli başlıklar altında toplamışlardır: (i) Sermaye Hesabı; uluslararası rezervler, sermaye akımları, kısa vadeli sermaye akımları, yabancı doğrudan yatırımlar ve yurt içi ve yurt dışı faiz oranları arasındaki farklar, (ii) Borç Profili; kamu dış borcu, toplam dış borç, kısa vadeli borçlar, kredi verenlerin türüne ve faiz yapısına göre sınıflandırılan borç payı, borç servisi ve dış yardımlar, (iii) Cari İşlemler Hesabı; reel döviz kuru, cari işlemler dengesi, dış ticaret dengesi, ihracat, ithalat, ticaret hadleri, ihracat fiyatları, tasarruflar ve yatırım, (iv) Uluslararası Değişkenler; yabancı reel GSMH büyüme hızı, faiz oranları ve fiyat düzeyi, (v) Finansal Liberalizasyon; kredi genişlemesi, reel faiz oranları, para çarpanındaki değişim, banka borç faizleri ve mevduat faizleri oranlarının aralarındaki fark, (vi) Diğer Finansal Değişkenler; parasal genişleme, para ve kredi talebi arasındaki açık, Merkez Bankası'nın bankacılık sistemine verdiği krediler, tahvil getirileri, yurt içi enflasyon oranı, (vii) Reel Sektör; reel GSMH büyüme hızı, üretim açığı, istihdam/işsizlik oranı, ücretler, stok fiyatlarındaki değişiklikler, (viii) Mali Değişkenler; mali açık, kamu tüketimi, kamu sektörüne yönelik krediler, (ix) Kurumsal-Yapısal Faktörler; dışa açıklık, ticaret yoğunluğu, döviz kontrolleri, finansal liberalizasyon, bankacılık krizleri, geçmişte yaşanan döviz krizleri, (x) Siyasi Değişkenler; seçimler, siyasi istikrarsızlık derecesi, seçim kazançları/kayıpları, hükümet değişikliği<sup>31</sup>. İkinci Nesil Kriz modellerine göre yukarıda sayılan kriz göstergelerinden bir ya da bir kaçının varlığı halinde finansal krizin baş gösterme olasılığı yüksektir.

<sup>28</sup> BAŞOĞLU, s. 4.

<sup>29</sup> BABIC ve ZIGMAN, s. 4 ve URAL, s. 72

<sup>30</sup> BAŞOĞLU, s. 5.

<sup>31</sup> BABIC ve ZIGMAN, s. 6.

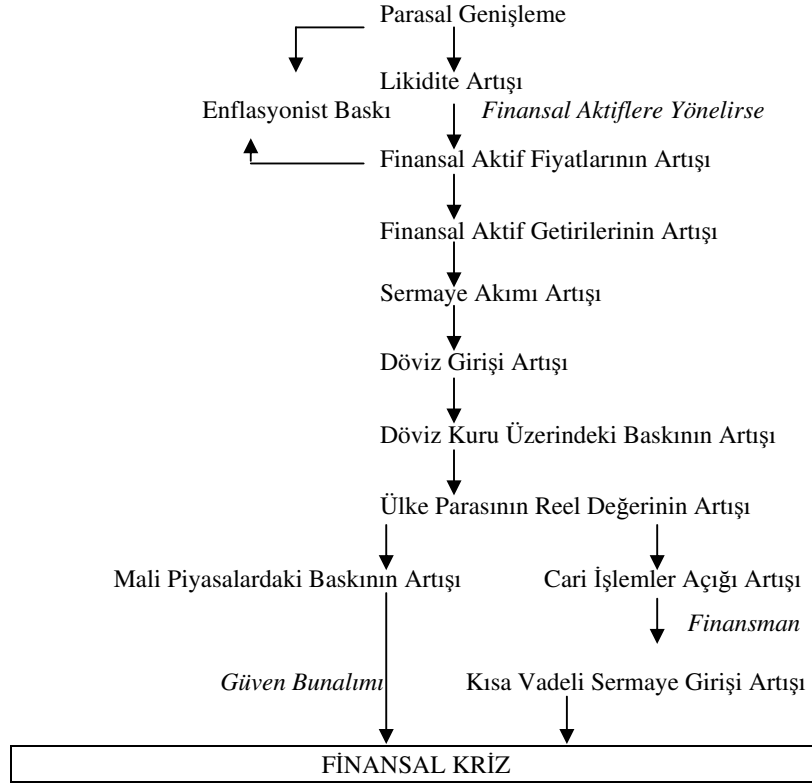
#### 4. FİNANSAL KRİZ VE MALİYE POLİTİKASI

Bir ekonomide finansal krizlerin yaşanmaması/ortadan kaldırılması için finansal araçlar kadar mali araçların kullanılması da önem taşımaktadır.

##### 4.1. Finansal İstikrar, Makroekonomik İstikrar ve Maliye Politikası İlişkisi

Gelişmekte olan ülkelerde uluslararası sermaye akımlarındaki dalgalanmalar, konjonktürel dalgalanmaların önemli bir nedenidir. Çünkü bu ülkelerde yurt içi ve yabancı piyasalar arasındaki finansal bütünleşme derecesi düşüktür. Dolayısıyla bir ülkeden ani bir sermaye çıkışı olduğunda bu değişiklik, dışsal bir şok olarak ülke ekonomisine yansımakta<sup>32</sup> ve finansal istikrarı ve buna bağlı olarak makroekonomik istikrarı bozmaktadır (Bkz. Şekil 4).

Şekil 4: Parasal Genişleme ve Finansal İstikrarsızlık



Kaynak: Şekil tarafımdan oluşturulmuştur

<sup>32</sup> Stanley W. BLACK, "The Impact of Changes in The World Economy on Stabilization Policies", **Economic Stabilization In Developing Countries**, Ed. William R. CLINE ve Sidney WEINTRAUB, The Brookings Institution, Washington D.C., 1981, s.46.



Şekilde ekonomide yaşanan parasal genişlemenin finansal aktif fiyatlarındaki artışa bağlı olarak sermaye akımlarını ve döviz girişini arttırdığı, artan dövizlerin, kuru baskı altına alarak ülke parasının aşırı değerlenmesine yol açtığı görülmektedir. Bu durum bir yandan mali piyasalardaki baskıyı diğer yandan cari açıkları arttırmakta, artan cari açıkların kısa vadeli sermaye girişlerinin arttırılmasıyla karşılanması ve mali piyasalardaki baskının ekonomide yol açtığı güven bunalımı, ekonomiyi finansal krize sürüklemektedir. Ancak eğer döviz girişleri ve döviz kuru üzerindeki baskının yüksek olduğu aşamada Merkez Bankası sterilizasyon politikası (iç borçlanma) uygulayarak döviz fazlasını satın alırsa aşırı değerlemenin yol açtığı zararlı etkiler daha düşük olur.

Finansal istikrarın sağlanmasında yaşanan güçlüklerin kaynağında finansal riskler ile mücadele etmekte yaşanan güçlükler yatmaktadır. Özellikle sistematik finansal riskleri yönetmek önemlidir çünkü sistematik risk başarılı şekilde yönetildiğinde çoğunlukla sistematik finansal krizler ortaya çıkmaz<sup>33</sup>. Sistematik finansal risk, finansal sistemde yaşanan sapmaların reel ekonomi üzerinde üretim azalışları, işsizlik v.b. makroekonomik sapmalar oluşturacak etkilere yol açmasıdır. Bu açıdan özellikle para ve maliye politikalarının, finansal krizlerle mücadelede sistematik finansal risklerin azaltılması/yönetimi şeklinde uygulanması önem kazanmaktadır. Finansal krize yol açan sistematik risk kaynakları içsel ve dışsal risk kaynakları olarak ayrılmaktadır. Riskler hem içsel (finansal piyasalar, finansal kurumlar ve finansal altyapı) hem de dışsal (makroekonomik sapmalar ve doğal ve/veya siyasi gelişmeler) kaynaklı olabilir. Bu nedenle finansal sistemi oluşturan unsurların (piyasalar, kurumlar ve altyapı) ve reel ekonominin (hane halkı, firmalar ve kamu kesimi) sistematik bir şekilde denetlenmesi gereklidir. Ayrıca analiz sektörler arası etkileşimleri de dikkate alınmalıdır çünkü finansal istikrarsızlığa yol açan dengesizlikler genellikle farklı risk kaynaklarında ortaya çıkan zayıflıkların bir araya gelmesine bağlı olarak oluşmaktadır. Örneğin; ödemeler sistemindeki operasyonel başarısızlıklar, finansal kurumlarda yaşanan problemlerden kaynaklanabilir<sup>34</sup> veya makro ekonomik sapmalara yol açan para ve maliye politikası uygulamaları ani hükümet değişikliği, gibi siyasi gelişmelere bağlı olabilir.

Bozulan finansal istikrarın temini için maliye ve para politikası araçları eşanlı olarak kullanılabilir. Para politikası, parasal genişlemenin yol açtığı enflasyonist baskıları azaltarak finansal istikrar için son derece önemli olan fiyat istikrarını sağlanmasına katkıda bulunabilir<sup>35</sup>. Finansal sistemin iyi işlemesi için gerekli şartlar; maliye ve para politikalarını temel alan istikrarlı bir makroekonomik yapı, dinamik bir özel sektör, hem yurt içinde finansal kurumların güçlü bir idare tarafından yönetilmesine hem de piyasa güçleri

<sup>33</sup> Garry J. SCHINASI, "Responsibility of Central Banks For Stability in Financial Markets", s.4.

<sup>34</sup> HOUBEN, KAKES ve SCHINASI, s.19.

<sup>35</sup> Anthony M. SANTOMERO, "What Monetary Policy Can And Can Not Do?", **Business Economics**, Vol.XXXVII, No.1, January 2002, s. 16.

tarafından dış disiplinin sağlanmasına imkan verecek destekleyici bir kanuni çerçeve ve firmaların düzenlenmesi ve denetimi olabilir<sup>36</sup>. Ancak bu şartların sağlanabilirliği, hükümetin piyasalarda başarılı bir düzenleyici rol üstlenmesine bağlıdır. Bu rolün iki boyutu vardır: (i) Politika oluşturucu kurumları (Merkez Bankası ve düzenleyici kurumlar) güçlendirmek için teknik destek sağlamak, (ii) maliye ve para politikaları ile finansal politikalarda şeffaflık sağlayarak finansal işlemlerde bütünleşmeyi ve şeffaflığı güçlendirmek<sup>37</sup>.

Finansal istikrarı sağlayıcı makroekonomik politikalar, özellikle maliye ve para politikalarının eşanlı yürütülmesine paralel olarak finansal liberalizasyon dönemlerinde daha dikkatli uygulanmalıdır. Finansal liberalizasyonun getirdiği dışa açılmanın, reel ekonomideki dengeleri bozucu ve piyasalarda finansal kırılganlığa yol açıcı etkiler oluşturmasını engellemek için finansal reformların uygulandığı dönemlerde bazı makroekonomik politikaların uygulanması gerekir<sup>38</sup>: (i) finansal reformların geniş bir yapısal ekonomik reform politikasının parçası olmalıdır, (ii) kamu açıkları uygun düzeyde tutulmalı ve bu açıkların finansmanı enflasyonist olmamalıdır, (iii) finansal istikrar açısından fiyat istikrarı çok önemli olduğu için enflasyonu baskı altına alacak bir para politikası uygulanmalıdır, (iv) başarılı bir para politikası uygulaması için Merkez Bankası'nın bağımsızlığı sağlanmalıdır, (v) dalgalı döviz kuru uygulanmalıdır. Finansal istikrar açısından maliye politikası diğer politikaları destekleyici bir araç olarak kullanılır.

## 4.2. Finansal Krizler ve Maliye Politikası İlişkisi

Maliye politikasının, özellikle finansal krizlerin reel ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini azaltıcı yönde uygulanması söz konusudur.

### 4.2.1. Finansal İstikrar ve Mali Sürdürülebilirlik

Bir ekonomide mali sürdürülebilirlik, bütçenin gelir ve harcama dengesinde ciddi bir bozulma olmadan ve likidite problemlerini engelleyecek şekilde bütçe sınırlamasının değerinin korunması olarak tanımlanabilir<sup>39</sup>. Mansfield (1980)'a göre mali sürdürülebilirlik bütçe tarafsızlığı ile sağlanabilir. Tarafsız bütçe, gerçek harcamalar ile gerçek gelirler arasındaki ilişkiyi gösterir ve bu değişkenler arasında dengenin olması bütçe dengesini verir. Benzer şekilde Tanzi (1982), mali sürdürülebilirliğin mali denge ile

<sup>36</sup> Malcolm KNIGHT, "Developing and Transition Countries Confront Financial Globalization", *Finance and Development*, Vol.36, No.2, June, 1999, s. 32.

<sup>37</sup> Udaibir S. DAS ve Marc QUINTYN, "Crisis Prevention and Crisis Management: The Role of Regulatory Governance", *IMF Working Paper*, No.163, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02163.pdf>, Erişim: 15.07.05, 2002, s.12.

<sup>38</sup> Sadi UZUNOĞLU, Kerem ALKİN ve Can Fuat GÜRLESEL, *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye*, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Araştırma Yayınları No.6, İstanbul, 1995, s. 44.

<sup>39</sup> Ayumi YAMAUCHI, "Fiscal Sustainability –The Case of Eritrea", *IMF Working Paper*, No.7, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04007.pdf>, Erişim: 10.08.05, 2004, s.3.

sağlanabileceğini belirtmiştir. Mali denge sürekli gelir ile sürekli harcamalar arasındaki ilişkiyi gösterir. Bu değişkenlerinden biri trendin dışına çıktığında (arttığında/azaldığında) diğeri onu karşılayacak şekilde artmalı/azalmalıdır<sup>40</sup>.

Ekonomide mali sürdürülebilirliğin sağlanması, finansal istikrar açısından son derece önemlidir çünkü özellikle piyasalarda maliye politikası kararlarına ilişkin eksik bilgilendirmenin (imperfect information) söz konusu olması halinde bu durum üç farklı yönden finansal istikrarın bozulmasına yol açabilir: (i) kısa vadeli sermaye akımları- bütçe açıkları artışı (Latin Amerika ve Türkiye): Finansal liberalizasyon ile birlikte kısa vadeli sermaye akımlarının hızla ekonomiye girdiği dönemler, bütçe sınırlamalarının gevşetildiği dönemler olmuştur. Bir yandan piyasalara giren sermaye, diğer yandan yüksek bütçe açıkları hem likiditeyi artırarak enflasyonist baskıyı körüklemiş hem de kamu mali dengesini bozmuştur, (ii) yüksek kamu müdahalesi (Asya ülkeleri): Asya ülkelerinde yaşanan hızlı büyüme, aktif kamu müdahalelerinin sonucudur, ancak 1997 krizinde kamu müdahalesinin başarısız olmasıyla finansal krizin başgöstermesi, kamunun piyasalardaki rolünün yeniden sorgulanmasına yol açmıştır, (iii) ülkenin büyüklüğü: Maliye politikası kararlarının finansal piyasaları etkileme gücü açısından ülkenin büyüklüğü önemlidir. Analitik bulgular, bağımsız makroekonomik politika uygulayan küçük ülkelerin, büyük ülkelere kıyasla finansal analistler tarafından çok daha yüksek maliyetler ile denetlenebildiklerini göstermektedir<sup>41</sup>.

Maliye politikası uygulamalarının finansal istikrarı sağlayıcı şekilde gerçekleştirilebilmesi için maliye politikasının belli düzenlemeler çerçevesinde “kurallar” ile belirlenmesi önerilmektedir. Tanner’e göre etkin bir maliye politikası kuralı, belirli şartlar altında vergi oranı değişikliğini ve özellikle konjonktür karşıtı borçlanmayı azaltabilen ve böylece finansal piyasalardaki kırılganlıkları azaltma/ortadan kaldırma yeteneğine sahip olan bir kurumsal düzenlemedir<sup>42</sup>. Bir maliye politikası kuralının finansal istikrarı sağlayıcı şekilde uygulanması için bazı şartların gerçekleşmesi gerekir<sup>43</sup>: (i) orta vadede sürdürülebilir dış denge sağlanmalı, cari açık çok yüksek olmamalıdır, (ii) özel harcamalar ile kamu harcamaları tam kapasite kullanılmalıdır, (iii) fiyat istikrarı sağlanmalıdır, (iv) bütçe açıkları çok yüksek olmamalıdır. Bu şartlara bağlı olarak maliye politikası kurallarının uygulanabilirliğini sağlayıcı teknik ve kurumsal bir altyapı da oluşturulmalıdır. Teknik altyapı; maliye politikası kurallarının, kamu sektörü ve finansal sektör arasındaki karşılıklı ilişkiyi dikkate alacak şekilde (mali pozisyonun dışsal şoklara karşı tepkisi tahminlenerek) oluşturulmasını temel alır. Kurumsal altyapı ise maliye politikası kurallarının, kurumsal

<sup>40</sup> Anthony Clunies ROSS, **Economic Stabilization For Developing Countries**, Edward Elgar Publishers, Great Britain, 1991, s. 185.

<sup>41</sup> Guillermo A. CALVO, “On Dollarization”, **Economics of Transition**, Vol.10, No.2, 2002, ss.396-397.

<sup>42</sup> Evan TANNER, “Fiscal Rules and Countercyclical Policy: Frank Ramsey Meets Gram-Rudman-Hollings”, **IMF Working Paper**, No.220, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03220.pdf>, Erişim: 10.08.05, 2003, ss.5-6.

<sup>43</sup> ROSS, s. 176.

düzenlemeleri (şeffaflık standartları,v.b.) temel alacak şekilde oluşturulmasını içerir<sup>44</sup>. Böyle bir altyapı altında bir maliye politikası kuralının finansal istikrarı sağlayabilmesi için öncelikle mali disiplinin sağlanabilmesi gerekir. Ancak mali disiplini sağlayıcı bir maliye politikası kuralı mutlaka denk bütçe kuralı olmak zorunda değildir. Buna göre finansal ve reel ekonomideki dengesizlikleri giderecek şekilde vergi ve harcamalar konjonktüre göre ayarlanabilir ve bu politikaların refah etkileri artırılabilir<sup>45</sup>. Yüksek kamu borcuna sahip olan gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrarın sağlanması için maliye politikası kuralının temel özelliği; kamu borcunu azaltabilme yeteneğine sahip olmasıdır. Bu yeteneğin artırılması için maliye politikası kuralı; uygulanması basit, esnek ve büyüme-yönlü bir kural olmalıdır. Maliye politikası kuralının uygulanmasının basit olması; orta vadeli borçlanma sınırı ile uyumlu şekilde kuralın, bütçe uygulanması aşamasında borçlanmayı denetleyebilme ve kontrol edebilme yeteneğine sahip olmasıdır. Maliye politikası kuralının esnek olması; dışsal şoklarla başa çıkabilme yeteneğine sahip olmasıdır. Buna göre örneğin; finansal istikrarı bozucu bir dış şok nedeniyle yurt içi piyasada likidite artışı olduğunda kural, bu artışı sınırlayıcı önlemler alabilecek esneklikte olmalıdır. Maliye politikası kuralının büyüme yönlü olması ise yurt içi reel ekonomik büyümeyi sınırlandırıcı etkiler oluşturmadan finansal baskılarla mücadele edebilme yeteneğine sahip olmasıdır<sup>46</sup>. Bu özelliklere sahip olan bir maliye politikası kuralı, ani sermaye çıkışı, yüksek risk primi gibi dışsal şokların yaşanmaması halinde finansal piyasalarda kırılganlığa yol açan etkenleri hızlı ve başarılı şekilde bertaraf edebilir. Bunun yanında maliye politikası kurallarının, geniş ölçüde yapısal reformların bir parçası olarak uygulanması, özellikle finansal risklerin yüksek olduğu ve kırılganlıkların sık yaşandığı ekonomilerde bu kuralların başarı şansını ve sürdürülebilirliğini arttıracaktır.

#### 4.2.2. Finansal İstikrar ve Maliye Politikası

Küreselleşme süreci ile birlikte sermaye akımlarının özellikle gelişmekte olan ülke piyasalarına hızlı girişi, ülkelerin bu hızı karşılayabilecek yeterli finansal altyapıya sahip olmamaları nedeniyle krizleri kaçınılmaz kılmış, krizlerle mücadelede maliye politikası açısından küresel bir vergi olan Tobin vergisi önerisi önem kazanmıştır.

Tobin vergisi, ülkeye sermaye giriş/çıkışlarının, %0,1 oranında çok düşük bir vergiye tabi tutulması yoluyla krizlere yol açan kısa vadeli spekülasyon sermaye akımları üzerinde ciddi bir vergi yükü oluşturarak bu akımları sınırlandırmayı amaçlayan bir vergidir<sup>47</sup>. Bu vergi, finansal piyasaların normal işlediği dönemlerde mali oynaklığı azaltma yoluyla

<sup>44</sup> George KOPITS, "Fiscal Rules: Useful Policy Framework or Unnecessary Ornament", **IMF Working Paper**, No.145, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01145.pdf>, Erişim: 09.12.05, 2001, s.9.

<sup>45</sup> ROSS, s. 196.

<sup>46</sup> KOPITS, s. 10.

<sup>47</sup> Ludger SCHUKNECHT, "A Simple Trade Policy Perspective on Capital Controls", **Staff Working Paper**, ERAD-98-11, World Trade Organization, October 1998, s.4.

piyasaların krize girmesini engelleyebilir ama döviz kurlarında ciddi istikrarsızlıkların yaşandığı dönemlerde etkin değildir. Tobin vergisinin iki aşamalı olarak uygulanması önerilmektedir. Buna göre birinci aşama; döviz piyasasındaki işlemler üzerine uygulanacak çok düşük bir vergi oranından (%0,1), ikinci aşama ise spekülasyon işlemlerinin yapıldığı dönemlerde aktif hale gelerek konjonktürü kırabilme yeteneğine sahip bir fonksiyon üstlenecek olan yüksek oranlı bir vergiden oluşmaktadır<sup>48</sup>.

Tobin vergisinin kriz dönemleri dışında uygulanan birinci aşamasında vergi oranı çok düşük olduğundan piyasadaki likiditeyi azaltıcı etkisi de düşük olacaktır. Ancak finansal kriz dönemlerinde uygulanan ikinci aşamada çok yüksek oranlı vergi uygulaması, piyasadaki likiditeyi önemli ölçüde daraltır. Artan vergi yükü, bir yandan kısa vadeli faiz arbitrajlarını önemli ölçüde engelleyerek döviz kurlarındaki düşük oynaklığın cazibesini azaltırken bir yandan da kamu bütçesine ek bir gelir sağlar<sup>49</sup>. Böylece hem finansal istikrarsızlığın azaltılabileceği hem de kamu mali dengesinin korunabileceği öne sürülmektedir. Ancak Tobin vergisinin uygulanması kolay değildir çünkü uluslararası sermaye piyasası küreselleştikçe ülkelerin, akışkan sermayeyi yurt dışındakinden daha yüksek bir oranda vergilendirmeleri zorlaşacaktır. Dolayısıyla bir ülkede uygulanan yüksek oranlı Tobin vergisi, sermaye çıkışını körükleyecektir<sup>50</sup>. Bu sorun hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde çözümlenememiş, bu nedenle Tobin vergisi sadece bir öneri olarak literatürde yer almıştır.

Finansal krizlerle mücadelede uygulanan bir başka maliye politikası aracı ise kamu borçlanmasıdır. Kriz dönemlerinde devlet, özel sektörün krize girmesini engellemek amacıyla firmaların ve bankaların döviz pozisyonlarını korumalarına yardımcı olmak için döviz rezervlerini satışa çıkarabilir. Ancak bu durum, aşırı değerlendirilmiş nominal döviz kurunun söz konusu olması halinde devletin kısa dönemli dış nakit sorumluluklarını karşılayacak rezervin yetersiz kalmasına yol açabilir. Bu nedenle böyle bir borçlanma politikası çok dikkatle kullanılmalı ve süresi sınırlı olmalıdır. Devlet ayrıca sermaye çıkışlarını durdurmak için faiz oranlarını yükseltebilir veya ekonomik faaliyetleri daraltmamak için faiz oranlarını sabit tutabilir. Ülkenin kısa dönemli iç borç stoku yüksek ise faiz oranlarının yükseltilmesi, piyasa faiz oranlarını daha da arttırarak reel piyasalarda durgunluğa yol açabilir. Buna karşılık ülkenin dış borç stoku yüksek ise faiz oranlarının arttırılması, ülke parasının değerinin düşme riskini azaltarak piyasalar üzerinde olumlu etkiler oluşturabilir<sup>51</sup>.

<sup>48</sup> Paul B. SPAHN, "International Financial Flows and Transaction Taxes: Survey and Options", **IMF Working Paper**, No.60, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1995/wp95060.pdf>, Erişim: 05.10.05, 1995, s.35.

<sup>49</sup> Kunibet RAFFER, "The Tobin Tax: Reviving A Discussion", **World Development**, Vol.26, No.3, 1998, s.533.

<sup>50</sup> Vito TANZI, "Globalization and The Work of Fiscal Termites", **Finance and Development**, vol.38, No.1, March 2001, s. 36.

<sup>51</sup> Christian KELLER, Christoph ROSENBERG, Nouriel ROUBINI ve Brad SETSER, "The Bottom Line", **Finance and Development**, Vol.39, No.4, December 2002, s. 17.

Finansal istikrarın sağlanması için etkin bir finansal denetimin yapılması da oldukça önemlidir. Ancak bu tür bir denetimi sağlayacak birimlerin hem düzenleme ve denetleme açısından hem de kurumsal ve mali açıdan bağımsız olmaları, denetimin etkinliği açısından büyük önem taşımaktadır. Finansal denetleme kurumunun düzenleyici bağımsızlığının olması; kanuni çerçeve içinde düzenleyici kararları ortaya koyabilme özgürlüğüne sahip olmasını, kurumun denetim bağımsızlığının olması ise denetimin büyük ölçüde siyasi kaygılardan arınarak kanuni tabanda yapılmasını ifade eder. Kurumsal bağımsızlık; kurumun idari yapısının açıkça belirlenmesini ve karar alma aşamasının şeffaf olmasını ifade eder. Mali bağımsızlık ise kurumun kendi ihtiyaçlarını karşılayacak ve maliyetlerini azaltacak yeterli gelire sahip olması demektir<sup>52</sup>. Finansal piyasaların istikrarlı işleyişi bir yandan başarılı maliye ve para politikalarının uygulanmasına diğer yandan da etkin bir finansal denetleme mekanizmasının işlerliğine bağlıdır.

## 5. SONUÇ

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde küreselleşme sürecinin beraberinde getirdiği finansal liberalizasyon eğilimleri, 1970'li yıllardan itibaren bir yandan ülkelerin makroekonomik yapılarında bozulmaların yaşanmasına yol açmış, diğer yandan da finansal piyasaları daha da kırılgan hale getirmiştir. Bir ekonomide finansal sistemin istikrarı, finansal kurumların temel fonksiyonlarını etkin ve başarılı şekilde gerçekleştirmeleri ile sağlanabilir. Diğer bir ifadeyle istikrarlı bir finansal sistem hem içsel ve dışsal şokların piyasalarda yol açtığı dengesizliklerle mücadele edebilmeli hem de reel ekonomide performansı artırıcı etkiler oluşturabilmelidir. Finansal istikrarın sağlanmasında çeşitli makroekonomi politikası araçlarının eşanlı kullanımı önem taşımaktadır. Özellikle maliye ve para politikası araçları bu noktada büyük öneme sahiptir. Ancak finansal kriz dönemlerinde hangi maliye ve para politikalarının uygulanacağı konusu, finansal krizin türüne ve uygulanacak politikanın zamanlamasına büyük ölçüde bağlıdır. Bu nedenle çalışmada politika önerilerine geçmeden önce finansal krizleri açıklamaya yönelik bazı ampirik modeller incelenmiştir.

Finansal krizleri açıklamaya yönelik oluşturulan modellerden ilki olan Birinci Nesil Kriz modelinin temelinde ciddi bir mali genişleme yatmaktadır. Mali açıkların parasallaşmasıyla birlikte artan bütçe açıklarının emisyonla karşılanması, yurt içi fiyatların ve bunu takiben döviz kurunun aşırı değerlenmesine yol açmakta sonuçta yüksek cari açıklar, menkul kıymet fiyatlarını artırarak döviz rezervlerini azaltmaktadır. Yatırımcıların spekülasyon saldırları sonunda ise sabit döviz kuru çökerek finansal kriz oluşmaktadır. Finansal krizleri açıklayan diğer ampirik model İkinci Nesil Kriz modelidir. Bu modele göre Birinci Nesil Kriz modelinden farklı olarak

<sup>52</sup> Udaibir S. DAS, Marc QUINTYN ve Michael W. TAYLOR, "Financial Regulation Need Independence", **Finance and Development**, Vol.39, No.4, December 2002, s. 25.

yurtiçi para ve maliye politikaları tutarlı olsa bile ve devletin elinde sabit döviz kuru rejimini sürdürmek için yeterli döviz rezervi bulunsa bile bir ülkenin parasına yönelik kendiliğinden oluşan spekülasyon saldırılarına krize neden olabilir ve sonuçta döviz kuru değişebilir. Diğer yandan finansal liberalizasyon ile birlikte özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal kriz riskini arttıran en önemli faktör kısa vadeli spekülasyon sermaye akımlarıdır. Nitekim bu akımların yüksek olması, giriş olan ülkelere yerel paranın aşırı değerlendirilmesine ve dış ticaret açığının artmasına yol açmaktadır. Cari açığın artması, borcun sürdürülebilirliği ile ilgili kuşku arttırmakta bu nedenle faiz oranları yüksek tutulmaya devam etmektedir. Yüksek faiz uygulaması, kısa vadeli sermaye akımlarının artarak devam etmesini sağlar. Ancak yabancı yatırımcılar yatırımlarını (ana parayı) kaybetme riski ile karşı karşıya kaldıklarında düşündükleri anda bu akımlar durur ve ters yönlü bir gelişme yaşanır. Diğer bir ifadeyle söz konusu ülkeden dışarıya sermaye kaçıışı yaşanabilir. Ülkenin döviz rezervleri artan talepleri karşılamakta yetersiz kaldığında ise finansal kriz başgösterir.

Finansal krizler ile mücadelede para ve maliye politikalarının eşanlı kullanılması önem taşımaktadır. Bununla birlikte kriz dönemlerinde uygulanması önerilen bazı maliye politikası düzenlemelerinin krizlerle mücadelede etkin olduğu literatürde tartışılmaktadır. Bu önerilerden biri maliye politikası kuralları ile ilgilidir. Buna göre maliye politikası uygulamalarının finansal istikrarı şeklinde gerçekleştirilebilmesi için maliye politikasının belirli kurallarla belirlenmesi önerilmektedir. Ancak bu tür kuralların başarılı şekilde uygulanabilmesi için gerekli makroekonomik ortamın sağlanması şarttır. Örneğin; bu dönemlerde cari açık çok yüksek olmamalı, özel harcamalar ve kamu harcamaları belli bir seviyede tutulmalı (bütçe açığı düşük olmalı) ve fiyatlarda çok hızlı artışlar oluşmamalıdır.

Maliye politikasının finansal krizler ile mücadelede uygulanabilirliği ile ilgili bir başka öneri, vergi politikasına yöneliktir. Buna göre kriz dönemlerinde kısa vadeli sermaye akımlarını azaltma amacıyla iki aşamalı bir Tobin vergisi uygulanabilir. Tobin vergisi her ne kadar uygulanması önerilen ülkelere sermaye kaçışına yol açma riski taşısa da fayda-maliyet ilişkisi açısından bu politikanın sağlayacağı faydaların yol açacağı maliyetlerden fazla olma ihtimali oldukça yüksektir. Nitekim bu tür bir vergi hem finansal krizi hızlandıran mali oynaklığı azaltıcı şekilde kısa vadeli sermaye akımlarını daraltmakta hem de kamu bütçesine ek bir gelir oluşturarak mali açığın azalmasına yardımcı olmaktadır. Bununla birlikte böyle bir vergi, kısa vadeli sermaye akımlarının bir kısmının yurt dışına kaçışına yol açabilir ve buna bağlı olarak döviz kurları bir miktar yükselebilir. Bu durum normaldir ancak sorun; sermaye kaçışının boyutlarının artması halinde ortaya çıkar. Bu kaçış, panik halinde yaşanıyorsa ve çok yüksek boyutlarda gerçekleşiyorsa finansal kriz derinleşebilir. Bu nedenle uygulanacak vergi ve diğer mali önlemlerin en uygun zamanda ve aşırı tepki çekmeyecek kadar düşük düzeyde gerçekleştirilmesi önem taşımaktadır.

Son olarak finansal istikrarın sağlanması için etkin bir finansal denetimin yapılması gereklidir. Denetimi yapacak birimlerin özellikle kurumsal ve mali açıdan bağımsız olmaları, denetimin başarısını büyük ölçüde artırır. Diğer yandan bu birimlerin denetim bağımsızlığına da sahip olmaları gerekir çünkü denetimin, siyasi rant sağlama/kollama faaliyetlerine hizmet etmeden kanuni bir çerçevede yapılması, denetimin sürdürülebilirliği ve etkinliği açısından son derece önemlidir.

### KAYNAKLAR

1. AKAY, Koray (2004); "Para Krizi Teorileri: Kuşaklararası Bir Karşılaştırma", **Türkiye Ekonomisi Gülten Kazgan'a Armağan**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul.
2. BABIC Ante ve Ante ZIGMAN (2001); "Currency Crisis: Theoretical and Empirical Overview of The 1990's", **Croatian National Bank Surveys**, Croatian National Bank, October, <http://www.hnb.hr>, Erişim:13.09.05.
3. BAŞOĞLU, Ufuk (2001); "Krizlerin Öngörülmesinde Sinyal Yaklaşımı", **Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt.19, Sayı.1-2, Nisan.
4. BLACK, Stanley W. (1981); "The Impact of Changes in The World Economy on Stabilization Policies", **Economic Stabilization In Developing Countries**, Ed. William R. CLINE ve Sidney WEINTRAUB, The Brookings Institution, Washington D.C.
5. CALVO, Guillermo A. (2002); "On Dollarization", **Economics of Transition**, vol.10, No.2.
6. DAS, Udaibir S. ve Marc QUINTYN (2002); "Crisis Preventio and Crisis Management: The Role of Regulatory Governance", **IMF Working Paper**, No.163, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02163.pdf>, erişim:15.07.05.
7. DAS, Udaibir S., QUINTYN, Marc ve Michael W. TAYLOR (2002); "Financial Regulatos Need Independence", **Finance and Development**, Vol.39, No.4, December.
8. EDISON, Hali J. (2000); "Do Indicators of Financial Crisis Work? An Evaluation of An Early Warning System", Board of Governors of The Federal Reserve System, **International Finance Discussion Papers**, No.675.
9. FELDSTEIN, Martin (2002); "Economic and Financial Crisis in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and



- Management”, NBER Working Paper, No.8837, <http://www.nber.org/papers/w887>, erişim:13.09.05.
10. GUPTA, Poonam, MISHRA Deepak ve Ratna SAHAY (2003); “Output Response To Currency Crisis”, **IMF Working Paper**, No.230, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03230.pdf>, Erişim: 07.09.05.
  11. HOUBEN, Aerd, KAKES Jan ve Garry J. SCHINASI (2004);”Toward A Framework For Safeguarding Financial Stability”, **IMF Working Paper**, No.101, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04101.pdf>, Erişim: 13.08.05.
  12. KAMINSKY, Graciela ve Carmen REINHART (1998); “Financial Crisis in Asia and Latin America; Then and Now”, **The American Economic Review**, Vol.88, No.2.
  13. KELLER, Christian, ROSENBERG, Christoph, ROUBINI, Nouriel ve Brad SETSER (2002); “The Bottom Line”, **Finance and Development**, Vol.39, No.4, December.
  14. KIREYEV, Alexei (2002); “Liberalization of Trade in Financial Services and Financial Sector Stability (Analytical Approach)”, **IMF Working Paper**, No. 138, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02138.pdf>, Erişim: 08.07.05.
  15. KNIGHT, Malcolm (1999); “Developing and Transition Countries Confront Financial Globalization”, **Finance and Development**, Vol.36, No.2.
  16. KOPITS, George (2001); “Fiscal Rules: Useful Policy Framework or Unnecessary Ornament”, IMF Working Paper, No.145, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01145.pdf>, Erişim: 09.12.05.
  17. KRUGMAN, Paul (1979); “A Model of Balance of Payment Crisis”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.11, No. 3.
  18. RAFFER, Kunibet (1998); “The Tobin Tax: Reviving A Discussion”, **World Development**, Vol.26, No.3.
  19. ROSS, Anthony Clunies (1991); **Economic Stabilization For Developing Countries**, Edward Elgar Publishers, Great Britain.
  20. SANTOMERO, Anthony M. (2002); “What Monetary Policy Can And Can Not Do?”, **Business Economics**, Vol.XXXVII, No.1, January.
  21. SCHINASI, Garry J. (2003); “Responsibility of Central Banks For Stability in Financial Markets”, **IMF Working Paper**, No.121.

- <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03121.pdf>, Erişim: 11.07.05.
22. SCHINASI, Garry J. (2004); "Defining Financial Stability", **IMF Working Paper**, No.187. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04187.pdf>, Erişim: 11.07.05.
  23. SCHUKNECHT, Ludger (1998); "A Simple Trade Policy Perspective on Capital Controls", **Staff Working Paper**, ERAD-98-11, World Trade Organization, October.
  24. SPAHN, Paul B. (1995) ; "International Financial Flows and Transaction Taxes: Survey and Options", **IMF Working Paper**, No.60, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1995/wp95060.pdf>, Erişim: 05.10.05.
  25. TANNER, Evan (2003); "Fiscal Rules and Countercyclical Policy: Frank Ramsey Meets Gram-Rudman-Hollings", **IMF Working Paper**, No.220, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03220.pdf>, Erişim: 10.08.05.
  26. TANZI, Vito (2001); "Globalization and The Work of Fiscal Termites", **Finance and Development**, Vol.38, No.1, March.
  27. URAL, Mert (2003); **Liberalizasyon Dönemlerinde Mali Piyasalardaki Kırılganlığın Oluşturduğu Krizler**, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir.
  28. UZUNOĞLU, Sadi, ALKİN, Kerem ve Can Fuat GÜRLESEL (1995); **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Araştırma Yayınları No.6, İstanbul.
  29. YAMAUCHI, Ayumi (2004); "Fiscal Sustainability –The Case of Eritrea", **IMF Working Paper**, No.7, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04007.pdf>, Erişim: 10.08.05.