

Gelişmekte Olan Ülkeler ve Parasal Kriz Teorileri Üzerine Bazı Değerlendirmeler

Ömer Emirkadı
emirkadi@superposta.com
emirkadi@yahoo.com

Some Evaluations on the Currency Crisis Theories and Developing Countries

Abstract

From 1980's the economic policies which is based on the deregulation process of the capital accounts especially facing the developing countries with the financial crisis threat. Besides, the financial crises in the developing countries have negative influence on lots of macroeconomic indicators such as growth, inflation and unemployment.

In this study, the effective financial crises on the developing countries and Turkey's economy are evaluated with an historical view point.

Key Words : Currency Crisis, Developing Countries, Turkey.

JEL Classification Codes : F3, F32, F33, F34

Özet

1980'li yıllardan itibaren giderek artan bir biçimde, sermaye hesaplarının kural dışılaştırılması sürecine uygun olarak yürütülen ekonomi politikaları, özellikle gelişmekte olan ülkeleri finansal kriz tehditleri ile karşı karşıya bırakmıştır. Yaşanan parasal/finansal krizler, bu tip ülkelerde büyüme, enflasyon ve işsizlik gibi pek çok makroekonomik göstergeleri de olumsuz yönde etkilemiştir.

Bu çalışmada gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye ekonomisi üzerinde etkili olan parasal krizler tarihsel bir bakış açısı ile geçmişten günümüze doğru ele alınarak değerlendirilmektedir.

Anahtar Sözcükler : Parasal Krizler, Gelişmekte Olan Ülkeler, Türkiye.

1. Giriş

Geride bıraktığımız yüzyılın, özellikle son çeyreğinde yaşanan finansal alandaki liberalleşme eğilimleri ve mal ve sermaye akımlarının uluslararasılaşması, bilgi-iletişim teknolojisindeki gelişmeleri de beraberinde getirmiştir. Banka ve diğer aracı kurumların ulusal ve uluslararası düzeyde giderek artan hacim ve hızda yeni finansal araç ve işlemlere yönelmesi, bir yandan tasarruf-yatırım sürecinin uluslararasılaşmasına yol açarken, diğer yandan da finansal ve parasal risklerin (Faiz ve döviz kurundaki değişkenlikler) ve dolayısıyla finansal kırılganlıkların artmasına neden olmuştur. Bu bağlamda meydana gelen krizler, gerek gelişmiş gerekse de gelişmekte olan ekonomiler olarak, pek de fazla ayırt etmeden ve bazı ülkeleri de tekrar tekrar etkisi altına alarak, yüksek boyutlara ulaşan mali kayıplara neden olmuştur. Yaşanan gelişmeler ışığında, krizlerin etkilerinin yalnızca ortaya çıktığı ülke ile sınırlı kalmayıp, çevre ülkelere de yayıldığını, hatta giderek büyüyen ve hız kazanan uluslar arası sermaye hareketlerinin de etkisiyle, tüm uluslararası mali sistemi sarstığını söyleyebiliriz. (Yay vd., 2004: 102)

Günümüzde krizler oldukça sıklıkla tekrar edebilmekte ve çok hızlı bir süreçte meydana gelebilmektedir. Bunun en büyük nedeni, krizlerin bankacılık ve finansal alandaki krizler olmasından kaynaklanmaktadır. Çünkü ekonomilerde para piyasaları ve mali piyasalar her türlü gelişmeye anında tepki gösterebilmektedirler. Bu tepkinin boyutları gelişmekte olan ülkelerde piyasaların spekülâtif hareketlere açık olması nedeniyle daha da yıpratıcı olabilmektedir. Dünyada sürekli denetim dışı hareket eden yaklaşık olarak günlük 1,5 – 2 trilyon \$'lık seyyal fon bulunmaktadır. Bu kaynakların gelişmekte olan piyasalara ani girişleri halinde piyasalar bir anda, olması gerekenin üzerinde olumlu tepki vermekte ani çıkış halinde ise, piyasalar üzerinde şok etkisi meydana getirmekte ve beraberinde ekonomik krize dönüşmektedir. (Eroğlu ve Albeni, 2002: 94)

1980'li yıllarda ortaya konan parasal kriz teorilerine göre, sürdürülebilir olmayan ekonomik gelişmeler, giderek genişleyen cari denge açıkları ve ona koşut bir biçimde artan devalüasyon riskinin/baskısının, temel sebebini oluşturmuştur. Aynı zamanda bu durum, kaçınılmaz olarak gerçekleşecek olan sermaye akımlarının, tersine dönme sürecinin de hazırlayıcısı olarak kabul edilmiştir.

1980'li yıllar, parasal krizlerin öngörülebilir olduğu düşüncesinin genel kabul gördüğü bir dönem olmuştur. Bazı Latin Amerika ülkelerinde, bu on yılın başında yaşanan deneyimler sonucunda şekillenmiş olan geleneksel ortodoks bakış açısına göre, yaşanan krizlerin temel nedeni; bu tip ülkelerde artan kamu maliyesi açıklarının para basarak/monetizasyon kapatılması sonucu, döviz rezervlerinde yaşanan erimeden kaynaklanmakta olduğu düşünülmekteydi. (Ertürk, 2001: 1)

Bununla birlikte 1990'lı yılların ilk yarısında geliştirilen teorilere göre ise, ülke riski/sovereign risk ve mal ve hizmet fiyatlarında/asset price meydana gelecek değişimlere

ilişkin spekülâtif beklentiler, sermaye akımlarının tersine hareket etmesinde başlıca belirleyiciler olarak ortaya çıkmıştır.

Türkiye ekonomisi açısından, özellikle 1990 sonrasında meydana gelen krizlerde, açık bir ekonomide görülen ve sermaye hareketliliğinin geçerli olduğu, faiz-kur arbitrajına (düşük kur -yüksek faiz) dayalı olarak uyarılan kısa vadeli sermaye girişlerinde yaşanan ani ve tersine sürecin de önemli bir etkisi bulunmaktadır.

2. Parasal Kriz Teorileri ve Literatürdeki Tartışmalar

Geçtiğimiz yirmi yıl boyunca, uluslararası sermaye piyasalarında yaşanan entegrasyon, diğer dönemlere göre çok daha hızlı ve yoğun bir biçimde gerçekleşmiştir. Bu entegrasyon süreci, sermaye akımının boyutu ve oynaklığındaki belirgin bir artışla ifade edilebilir. Bazı yazarlar sermaye akımlarındaki dalgalanmaların, finans piyasalarındaki önemli eksiklik/aksaklıklardan kaynaklandığını belirtmektedirler. Aynı zamanda bu eksiklikler/aksaklıklar, krizlerin yayılmasında ve şiddetinde önemli bir rol oynamaktadırlar. Bu eksiklikler/aksaklıklar arasında; finansal krizlere karşı gelişmekte olan ekonomilerin son derece hassas olmaları, döviz varlık ve yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğu ve kısa vadeli sermaye girişlerine karşı yaşanan aşırı bağımlılık sonucunda, sermaye girişlerinde yaşanacak olumsuz bir gelişme şeklinde sıralanabileceği gibi, sonuç olarak bütün bunlar bir likidite krizine yol açabilmektedir. Örneğin 1984 Meksika ve 1998 Rusya krizleri öncesinde, devletin birikmiş kısa vadeli borç miktarında yaşanan büyük boyutlu artış, bu türden bir krize yol açmıştır. (Broner, vd., 2003: 1)

Parasal krizlerle ilgili bir görüşe göre, parasal krizlerin belirleyicileri şu beş grup altında toplanabilir: (1) zayıf makroekonomik göstergeler ve hatalı iktisat politikaları, (2) finansal altyapının yetersizliği, (3) ahlaki risk (moral hazard) ve asimetrik enformasyon olgusu, (4) piyasadaki kreditorlerin ve uluslararası kuruluşların hatalı his ve önerileri ve (5) siyasal suikast ve terörist saldırı gibi beklenmedik olay ve tesadüfler. Denilebilir ki, hemen her kriz öncesinde ifade edilen etkenlerin bir ya da birkaçı, belirli bir süredir değer yitirmesi gerektiği halde hala hiç ya da, yeterince değer yitirmemiş bulunan bir ulusal paraya karşı ekonomik ajanlarca spekülâtif saldırı başlatılmasına yol açmaktadır. (Kibritçiöğlü, 2002: 2)

Parasal kriz teorileri üzerine ilk çalışmalar Krugman tarafından gerçekleştirilmiştir. Buna göre Krugman; Salant ve Henderson tarafından ortaya konulan, tükenebilir mallar genelinde ve altın piyasası özelinde olmak üzere, bu tür piyasalara yönelik spekülâtif atakların ve sonuçlarının değerlendirildiği çalışmayı temel alarak, bu çalışmadan elde edilen çıkarımların, ödemeler dengesi krizleri açısından da anlamlı/geçerli olabileceğini savunmuştur. (Komulainen, 2001: 8)

Salant ve Henderson'a göre; kamu otoritelerinin tükenebilir nitelikteki bir mal için, belli bir fiyat tavanı belirlemeye çalışmaları, spekülâtorlerin rasyonel bir tutumla, bu

mala yönelmelerine neden olmaktadır. Dolayısıyla da, onlara göre, tükenbilir mallar açısından herhangi bir fiyat tavanı belirlenmesi uygun olmamaktadır. Ayrıca yazarların, spesifik olarak altın madenini ele aldıkları söz konusu çalışmalarında, elde edilen bu sonuçların altın madeni açısından da geçerli olabileceği ortaya konulmuş ve er ya da geç spekülâtörlerin, altına hücum edeceklerini ve spekülâtif atağın, devletin elindeki stokun tükenebileceğini hissettikleri sırada başlayacağı ifade edilmektedir. (Salant, ve Henderson, 1978: 629)

Krugman'a göre, krize açık ülkelerdeki döviz stokunda yaşanan erime, belli bir noktaya ulaştığında, uygulanan sabit döviz kuru politikasının/fixed exchange rate policy sürdürülemediği endişesi ile, spekülâtörlerin dövizde yönelmesi, döviz kurunda çok ciddi tahribatlara neden olacak ve bu gelişme ulusal paranın, diğer para birimleri karşısında değer kaybetmesine yol açacaktır. (Krugman, 1978: 311-319)

Krugman bu çalışmasında, ekonomik temellerde para ve maliye politikalarının aşırı genişlemesinin uluslararası rezervleri eriteceğini, bunun sonucunda oluşacak bozulma ile sabit kur politikasının terk edileceğini öne sürmektedir. (İmer, 2003: 20)

Krugman'ın ortaya koyduğu varsayımlar ışığında, yurtiçi kredi hacmindeki artış, yurtiçi para talebini arttıracak, paranın elde tutulmasıyla meydana gelecek spekülâtif ataklar, sermaye kayıplarına neden olacaktır. Dolayısıyla sabit döviz kuru uygulaması altında, uluslararası rezervlerde yavaş yavaş, ancak kalıcı bir biçimde gerçekleşecek kayıpların ve yurtiçi kredi genişlemesinin, para talebinin üzerinde büyüdüğü bir durum yaşanacaktır. (Kaminsky vd., 1998: 4)

Krugman tarafından ortaya konulan ve birinci nesil kriz teorileri olarak adlandırılan bu tür modellerde, krizlerin ortaya çıkışı ile döviz rezervlerindeki azalmanın kritik noktası arasındaki ilişkinin gücü, spekülâtif saldırılara ve oyuncuların takındıkları tavırlarının öngörülebilir olmasına bağlıdır. (Komulainen, a.g.m.: 9)

1984'de Flood ve Garber, Krugman'ın modelini genişletmiş ve ardından ortak sonuçlara varan birçok çalışma yapılmıştır. Krugman bu tip modelleri, "Kanonik Kriz" modelleri olarak adlandırmaktadır. (Karabulut, 2002: 86)

Kanonik kriz modeli temel olarak, ABD Federal Rezerv'in uluslararası finans bölümünde bulunan Stephan Salant tarafından 1970'li yılların ortalarında geliştirilmiştir. Salant, fiyat istikrarına dönük programların teorik çerçevede, yıkıcı spekülasyonlara maruz kalacağı düşüncesindedir. Salant'ın başlangıç noktasındaki varsayımı, spekülâtörlerin bir malı ancak ve ancak (bu malın diğer mallara kıyasla, ilgili risk faktörleri göz önüne alındıktan sonra) yüksek bir getiri sağlayacak düzeyde, fiyatın artacağına inanmaları durumunda ellerinde tutacaklarıdır. Bu varsayım, Hotelling Tükenebilir Kaynak Fiyatlandırmasının temelini oluşturmaktadır. Buna göre böyle bir kaynağın fiyatı faiz oranı ile orantılı olarak artmalıdır. Fiyatın alabileceği değerler, talebin daha fazla artmadığı

“boğulma noktası”na yükseldiğinde, ilgili kaynağında tükenmiş olması koşulu ile belirlenir.

Kanonik kriz modeli daha sonra, bu tür krizlerin ekonomi politikalarındaki temel dengesizlikler (para basarak finanse edilen bütçe açıkları) ve döviz kurunu sabit tutma arasındaki tutarsızlıktan kaynaklandığını iddia etmektedir. Bu tutarsızlık geçici olarak, şayet merkez bankası yeterli rezerve sahipse giderilebilir. Ne var ki bu rezervler, yetersiz olmaya başladıkça spekülâtorler atağa geçip, merkez bankasını zor duruma da sokabilirler. (Aslantaş-Odyakmaz, 1998: 2-3)

Flood ve Garber ise, küçük ve dışa açık bir ekonomide, sabit döviz kuru politikasının hangi koşullarda sona ereceğini göstermektedir. Flood ve Garber’ın modelinde, sabit döviz kuru politikasının rezervler belli bir minimum düzeye inene kadar sürdürülebileceği, bu düzeye inildikten sonra, dalgalı döviz kuru politikasına geçileceği varsayılmaktadır.

Döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılmasının, zamanlamasına ilişkinde bir takım görüşler bulunmaktadır. Buna göre, para politikalarını yönlendirenlerce kurların desteklenmesinin, en uygun/optimal zamanda gerçekleştirilmesi gerektiği belirtilirken, orta düzeydeki bir mali şok karşısında ise kurların, döviz rezervlerinin belli bir düzeye-kritik noktaya-ulaştığı sırada bırakılmasının uygun bir zamanlama olacağı, bununla birlikte geniş çaplı mali şoklar karşısında da, sabit kur uygulamasının hemen bırakılmasının en uygun durum olacağı ifade edilmektedir. Dolayısıyla sabit kur uygulamasından vazgeçme kararının başlıca belirleyicisi, mali şokların boyutu olmaktadır. (Rebelo-Vegh, 2002: 1-2)

Birinci nesil modellerin en çok eleştiri aldığı özelliği, bu modellerde cari denge ve üretim gibi reel parametrelere yer verilmemesi ve sadece finansal parametrelerle çalışmasıdır. Oysa birçok araştırma göstermiştir ki, cari işlemler açığı ile reel döviz kuru arasında pozitif bir ilişki vardır ve döviz kurunu sabitlemek, ülkenin uluslar arası piyasalarda rekabet gücünü azaltmakta ve cari işlemler açığını arttırmaktadır. (Karabulut, a.g.e: 101)

Bu görüşün geçerliliğine dair bir tespit yapabilmek amacıyla, söz konusu argüman Türkiye ekonomisi açısından ele alındığında, TCMB verilerine göre; TÜFE bazlı reel kur endeksi Ekim 2004’de, yüzde 139,9 düzeyinde iken, bu oran Ekim 2005’de, yüzde 165.1 düzeyine yükselmiştir. İlişkinin diğer boyutunu oluşturan cari işlemler dengesi ise, Eylül 2004’de 79 milyon dolar açık vermişken, 2005 yılının aynı döneminde söz konusu açık rakamı, 540 milyon dolara yükselmiştir.

Krugman-Flood ve Garber modelinde merkez bankalarının sahip olduğu bütün rezervlerin, sabit kur politikasının sürdürülmesi için kullanılabileceği, yani minimum rezerv düzeyinin sifıra eşit olduğu varsayılmaktadır. Böylece Krugman-Flood-Garber modelinde devalüasyonun, uluslararası rezervlerde, kayıp olarak ortaya çıkması için bir neden olmadığını öne süren, ikinci nesil spekülâtif saldırı modelleri ima edilmiş

olmaktadır. (İmer, 2003: 22)

Genel olarak, daha önce herhangi bir finansal kriz yaşamamış olan ülkelerde görülen, ikinci nesil spekülasyon atak modeli, enflasyonun ekonomik yapı üzerinde yaratacağı beklenmedik etkileri ortaya koymaktadır. Dolayısıyla ikinci nesil kriz modelleri bu yönüyle, kendi kendini doğrulayıcı/self fulfilling prophecy bir yapı arz etmektedir.

Devalüasyon beklentilerindeki bir artış, döviz kuru politikasının sürdürülebilmesinin maliyetini arttıracaktır. İşsizlik ve faiz oranlarının yüksek düzeyde seyrettiği bir ekonomide, bu faktörlerin yönetiminin kolay olmadığını düşünen piyasa oyuncularınca, faiz oranlarında bir yükselme olacağı ve ulusal paranın değer kaybederek, dengeye gelebileceği düşünülmektedir. (Komulainen, a.g.m: 9)

İkinci nesil kriz modelleri, hükümetler ve piyasa beklentileri arasında çelişen amaçların meydana getirdiği dinamik etkileşim mekanizmalarının, rezervler yeterli olsa bile krizlere neden olabileceği varsayımı üzerine yoğunlaşmaktadır. (Dornbusch, 1987: 72)

İkinci nesil kriz modellerindeki başlıca ortak nokta, kamu otoritelerinin sabit kur politikalarını devam ettirmeye yetecek kadar rezerve sahip olmaları durumunda bile, spekülasyon atağın olabileceği ve bu atak sonucunda kur rejiminin değişebileceğidir.

Söz konusu kur rejimi değişikliğine ilişkin olarak, Türkiye ekonomisinin yakın tarihinden bir örnek verilecek olursa, uygulanan 2000 yılı istikrar programı ile toplumun geniş kesimlerinin ağır bir bedel ödemesine ve nihayetinde de bir finansal krize neden olan, sabit kur uygulamasından dalgalı kur uygulamasına geçilmesi kanımızca, çarpıcı bir örnektir.

Nitekim sabit kur uygulamaları ile finansal krizler arasında çok sıkı bağlantıların olduğuna dair çeşitli çalışmalar bulunmaktadır. Buna göre, kriz yaşayan ülkelerin ortak noktası, hepsinde de sabit kura dayalı bir politika uygulanmış olması ve Asya ülkeleri dışındaki diğer çoğu ülkede cari açıklar, mali açıklar, kamu açıkları ve enflasyon gibi makroekonomik temellere dayalı problemlerin var olmasıdır. (Yay, 2001: 33-59)

Yapılan bir diğer çalışmada, sabit kur uygulamalarının, finansal krizlerle sonlanabileceğine işaret edilmekte ve yaşanan krizlerin başlıca sebebi olarak da, 1990'ların ortalarında Meksika'da başlayan, 1990'ların sonuna doğru Doğu Asya'da devam eden ve büyük boyutta cari denge açıklarının oluşmasına neden olan sabit kur uygulamaları gösterilmektedir. (Feldstein, 2002)

Benzer şekilde, yapılmış birçok çalışmanın sonuçlarına dayanarak ve panel data yöntemini kullanarak, sabit kur uygulamalarının sonuçlarının incelendiği diğer bir çalışmada da, sabit kur uygulaması sonucu ulusal paranın, reel olarak değerlendirilmesi ve kısa

dönemde üretim ve tüketim artışının beraberinde yatırım artışlarını da getirmekte olduğu ancak, üç – beş senelik bir süreç zarfında ilgili göstergelerin tamamında daralmaların ortaya çıktığı ve uygulamanın krizlerle sonlandığı ortaya konulmaktadır. (Calvo ve Vegh, 1999: 1531-1614)

Bu bağlamda ilk modellerin açıklamada yetersiz kaldığı, Batı Avrupa para sisteminde yaşanan krizdeki ana sorun, spekülâtörlerin ekonomik koşullarda olabilecek beklenmedik değişikliklerin uygulanmakta olan makroekonomik politikalarda gerektireceğini düşündükleri istendik ayarlamaların, sabit kurla çelişeceğini fark etmeleriydi. (Ertürk, 2003: 226)

1990'lı yıllarda yaşanan krizlere ilişkin geliştirilen teoriler, finansal sistem içinde yer alan kredi ilişkilerinde, taraflardan birisi konumunda bulunan kredi açan kişilerin, krediyi alan taraf hakkında yeterince bilgi sahibi olmamasından ötürü oluşacak olan, asimetrik bilgi sorunu üzerinde yoğunlaşmaktadır. Asimetrik bilgi sorunu ise, başlıca iki sıkıntıya sebep olmaktadır. Bunlar; ters seçim/adverse selection ve ahlaki çöküntü/moral hazard argümanlarıdır.

Bu çözümlenmelerden ters seçim argümanı, taraflar arasında finansal işlem gerçekleşmeden önce ortaya çıkar. Buna göre kredi açanlar asimetrik bilgi sonucu, verecekleri kredinin geri dönmeme riskinden ötürü faiz oranını, yüksek bir düzeyde tutacaklardır. Böylelikle ters ya da, arzu etmedikleri bir sonuçla karşılaşma olasılıklarını azaltmaya çalışmaktadırlar. Bu sonuç aynı zamanda, Akerlof (1970) tarafından ortaya konulan ve kullanılmış araba piyasasına yönelik bir çalışma olan, limon sorunu/lemons problem ile de örtüşmektedir.

Söz konusu limon ifadesi, Amerikan argosunda ikinci el piyasada alım – satımı yapılan araba anlamına gelmektedir. Buna göre, bu tür bir piyasada otomobilin genel durumu hakkında tam ve doğru bilgiyi, satıcılar net olarak bilmekte, ancak alıcılar bu bilgiye satıcıya oranla daha az sahip olmaktadır. Dolayısıyla taraflar arasında bir ters bilgi/asymmetric information bulunmaktadır. Buna benzer bir piyasa işleyişinin finansal piyasalarda da geçerli olabileceğini düşünen Akerlof'a göre, sağlık sigortası piyasasında, altmış beş yaş üzerindeki bireylerin, sağlık poliçesi almak istememeleri, ya da zor satın almaları, piyasanın dengeye gelmesini sağlayacak bir fiyatın oluşmadığına dair soru işaretlerini ortaya koymaktadır.

Nitekim Akerlof, altmış beş yaşının üzerindeki müşterilerin limon olma olasılığının yüksekliği sonucu, arz – talep dengesi hiçbir fiyat düzeyinde oluşmadığını ifade etmektedir. (Akerlof, 1970: 488)

Ahlaki çöküntü argümanı ise, taraflar arasındaki finansal işlem gerçekleştikten sonra ortaya çıkmaktadır. Buna göre, kredi kullanan tarafın söz konusu krediyi, kişisel çıkarları doğrultusunda kullanması ve kredi kullanarak üstlendiği projeye dönük yeterince çalışmaması ve işten kaçınmasından dolayı, projenin karlı olmayacak bir yatırıma

dönüşmesi şeklinde tanımlanmaktadır. (Mishkin, 1999: 4-5)

Mishkin'e göre, özellikle kredi açan bankalar müşterileri hakkında bilgi toplayabilmelerindeki doğal avantajlar sonucu, tüm dünyadaki finansal piyasalarda önemli bir role sahip bulunmaktadırlar. Gerçektende gelişmekte olan ülkelerdeki özel sektör firmaları hakkında bilgi edinebilmek oldukça güçtür. Dolayısıyla bu bakımdan gelişmekte olan ülkelerdeki bankalar sanayileşmiş ülkelere göre, finansal sistemin sağlıklı işleyebilmesi açısından daha önemlidirler. (Mishkin, a.g.m: 5)

Ayrıca Mishkin, asimetrik bilgi sorunlarındaki artış sonucu finansal istikrarsızlığa yol açan, dört faktörün bulunduğunu belirtmektedir. Bu faktörler; finansal sektör bilançolarının bozulması ya da kötüye gitmesi, faiz oranlarındaki artışlar, belirsizlikteki artışlar ve mal fiyatlarındaki değişimler sonucu, finansal olmayan kesimin bilançolarının bozulması/kötüye gitmesidir. (Mishkin, a.g.m: 6)

Finansal/parasal kriz modellerinin gelişiminde, sermaye hareketlerinin katkısı da ayrıcalıklı bir yer tutmaktadır. Bu bağlamda, sermayenin tam bir hareket serbestisine sahip olduğu açık bir ekonomide, sabit ve esnek kur rejimi uygulamalarının ne ölçüde etkin olduğunu değerlendiren ve Mundell-Fleming modeli olarak adlandırılan argüman, bu açıdan literatüre önemli katkılar sağlamıştır.

Modele göre, sermaye hareketliliğinin tam serbest olduğu varsayımı altında, çok küçük bir faiz farklılığı sınırsız/sonsuz bir sermaye akımının oluşmasına yol açar. (Dornbusch ve Fischer, 1994: 168)

Yatırımcılar açısından, hangi ülkenin menkullerine yatırım yapılacağına bir önemi yoktur. Yani, yerli ve yabancı menkul değerler arasında tam bir ikame söz konusudur. Eğer yurtiçi faizler, dış faiz oranlarının biraz altına düşürülürse mali fonlar tümüyle yurt dışına akacak ve portfolyo yalnızca yüksek faizli yabancı menkullerden oluşacaktır. Elbet bunun terside geçerlidir. (Seyidoğlu, , 2003: 513)

Sabit kur rejimi ve tam sermaye hareketliliği varsayımı altında merkez bankası, bağımsız bir para politikası izleyemez, dolayısıyla para politikası etkinliğini kaybeder. Aynı zamanda yurtiçi faiz oranları da dünya piyasalarındaki faiz oranlarından farklı olamaz. (Dornbusch ve Fischer, a.g.e.: 168) Dolayısıyla uygulanacak olan para politikası ve yukarıda sözü edilen iki varsayım altında oluşacak olan parasal genişleme sonucu, yurtiçi faiz oranları, dünya faiz oranlarının altında kalacak ve o ülkeden yurtdışına sermaye çıkışına neden olacaktır. Merkez bankası da ulusal paranın değerini koruyabilmek için başlangıçtaki denge noktasına ulaşıncaya kadar döviz satacak ve gerçekleşecek olan faiz yükselmesi ile yerli para arzının daralması sağlanacaktır. (Dornbusch ve Fischer, a.g.e.: 169)

Bu noktada modelin tenkide açık tarafı, sermaye hareketleriyle ilişkili hiçbir sınırlamanın bulunmadığı varsayımdır. (Paya, 2002: 140)

Ayrıca özgün Mundell-Fleming modeli, zaman içinde yer alan diğer tüm makroekonomik analizlerdeki gibi, finansal piyasalardaki beklentilerle ilgili basitleştirilmiş varsayımlara sahiptir ve kısa dönemde fiyat katılığını varsaymaktadır. Bu eksiklikler, kademeli fiyat ayarlaması ve rasyonel beklentilerin sonuçlarının, büyük oranda değiştirilmeden analizlere dahil edilebileceğini göstermesi, daha sonraki araştırmacıları etkilemiştir. (Dikkaya, 2001: 1)

Türkiye ekonomisi açısından da, Şubat 2001'de yaşanan krizden itibaren dalgalı kur rejimine geçilmesi sonucu, bir önceki (17.) stand-by düzenlemesine göre bu defa etkin hale gelen para politikası uygulamaları ile faizlerin yüksek bir düzeyde tutulması, kurların denge kurdan sapmasına yol açmıştır. Söz konusu gelişme, bir yandan cari dengede açıklar verilmesine yol açarken, diğer yandan da borç stokunda sürekli ve düzenli artışları beraberinde getirmektedir.

Parasal kriz teorileri üzerine öne sürülen ikinci nesil kriz teorileri hakkında tartışmalar devam ederken, yaşanan Meksika ve Güneydoğu Asya krizleri sonucu, iktisatçılar arasında yeni tartışmalar ortaya çıkmıştır. Buna göre 94 Meksika krizi/Tekila krizi, toplam talepte gözlemlenen yoğun artışın yol açtığı klasik tarzda bir kriz olarak nitelendirilirken, (Edwards, 1996) bir başka görüşe göre de, yaşanan krizlerin, para piyasalarında öngörülen spekülasyon beklentilerinin belirleyicisi olduğu bir panik havasından kaynaklandığı ifade edilmektedir. (Gil-Diaz, ve Carsten, 1996)

Bu konudaki farklı görüşlere göre de, yaşanan Doğu Asya krizinin, ne bütçe açıklarının finansman yönteminin sabit kur sistemiyle tutarsızlığından kaynaklanan birinci nesil modelle, ne de makroekonomik büyüklükler, kriz yaratacak düzeyde olmadığı halde, spekülasyonların hükümetin sabit kur sistemini sürdürmeyeceği yönünde oluşan beklentilerin neden olduğu, ikinci nesil döviz krizi modeliyle açıklanması mümkün değildir.

Yaşanan Asya krizinden sonra ortaya konulan üçüncü nesil modeller, farklı üç ana konu üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bu konular;

- A- Ahlaki riziko sonucu meydana gelen riskli yatırımlar ve dış borçlanmadaki artışla sabit kur sisteminin sürdürülmesinin olanaksız bir hale gelmesi,
- B- Diamond-Dybvig bankacılık sistemine yönelik atak modelinin, açık ekonomilerde meydana getirdiği durum, (Bu modelde banka mudilerinin, tasarruflarını yatırdıkları bankalar hakkındaki olumsuz beklenti ve düşünceleri sonucunda, bankalardan aniden mevduat çekilmesinin meydana gelebileceği ve bankacılık sisteminin bu nedenden ötürü, sorunlarla

karşılaşacağı ortaya konulmuştur.) (Diamond ve Dybvig. 1983: 401)

- C- Ulusal parada yaşanacak değer kaybının/depreciation, bilançolar üzerinde yarattığı etkiler şeklinde ifade edilebilir. (Krugman, 2001: 7)

Söz konusu dönemde finansal kriz yaşayan bir ülke olarak, 1985 yılından itibaren dış ticarete liberalizasyona giden Meksika, gümrük tarifelerinde indirim uygulamış, özelleştirme çalışmalarını hızlandırmış ve yabancıların mülk edinmesi konusundaki katı kuralları gevşetmiştir. Aynı zamanda yaşanan bu gelişmelere paralel olarak 1990-94 yılları arası dönemde bir Meksika mucizesinden bahsedilmekteydi. Ulusal para birimi olan Pezo'nun, Dolara bağlanmasının ardından, kısa dönemli sermaye/sıcak para hedeflerinde büyük bir hızlanma görülmüştür. (Başoğlu, vd., 2001: 109) Bu durumda ileride değinileceği üzere, yaşanan krizin tetikleyici unsurlarından birisi karşımıza çıkmaktadır.

3. Sıcak Para Hareketleri ve Krizler

Pek çok gelişmekte olan ya da, günümüz deyimi ile yükselen piyasalar/emerging markets örneğinde olduğu gibi, ülkeye giren sıcak para miktarındaki artış –yapay-bir canlanma havası yaratmakta ve bu gelişmeye paralel olarak da tüketim hacminde, geniş çaplı artışlara yol açmaktadır. Yoğun olarak yaşanan sıcak para girişleri, ulusal para biriminin aşırı bir biçimde değerlenmesine yol açarken, bu durum ithalatı cazip kılmakta ve başta cari işlemler dengesi /döviz dengesi olmak üzere dış ticaret dengesinde, onarılması güç bozulmalara neden olmaktadır.

Bu yöndeki benzer bazı görüşlere göre de, aşırı sermaye girişleri sonucunda ulusal para yabancı para birimleri karşısında değer kazanacaktır. Söz konusu gelişmeler benzer özellikler gösteren Latin Amerika ülkeleri açısından geçerli olduğu gibi, Güneydoğu Asya ülkeleri açısından da geçerlidir. (Calvo, 1994: 57-75)

Ayrıca yapılan bir diğer çalışmada, incelenen ampirik çalışmalardan on dördünde, ulusal paranın değerlenmesinin krizi açıklayan faktör olarak ifade edildiği ve bu çalışmaların on ikisinde, kriz ile değerli kur arasında istatistikî olarak anlamlı/significant bir ilişki bulunduğunun belirlendiği vurgulanmaktadır. (Kaminsky vd., 1998)

Dolayısıyla da sıcak para mekanizması, krizi tetikleyen önemli unsurlardan birisi olarak tartışmaya açık bir hale gelmektedir.

Bu noktadan hareketle Tablo 1'de, 1980 sonrası dönemde kalkınmakta olan ülkelere yönelik net sermaye hareketleri ve bu ülkelere ait döviz dengeleri, dönemsel olarak ifade edilmektedir. Tabloda kalkınmakta olan ülkeler ve on dört yeni gelişen piyasanın (a) ödemeler dengesi verilerinden seçilmiş kalemleri verilmektedir.

Tablo 1
Gelişmekte olan ülkeler ve 14 Yeni Gelişen Piyasa Ekonomisinde Net Sermaye Akımları ve Cari İşlemler Dengeleri

...	Tüm Gelişmekte Olan Ülkeler		Gelişen Piyasalar ^a		
Yıllar	1990	1995	1990	1980	1990
Yıllar	1994	1998	1998	1989	1997
	Milyar \$				
Net sermaye girişi	825.8	1064.9	1890.6	355.3	1083.8
Net sermaye çıkışı	-142.0	-435.3	-577.2	-49.6	-256.2
Net sermaye hareketleri	683.8	629.6	1313.4	305.7	827.6
Net hata noksan	-49.9	-106.3	-156.2	-39.5	-53.2
Rezerv hareketleri ^b	-221.2	-216.5	-437.7	-10.6	-231.6
Cari İşlemler dengesi ^c	-412.7	-306.8	-719.5	-25.6	-542.7
	Net girişlerin %'si olarak				
Net sermaye çıkışı	17.2	40.9	30.5	14.0	23.6
Net hata noksan	6.0	10.0	8.3	11.1	4.9
Rezerv hareketleri ^b	26.8	20.3	23.2	3.0	21.4
Cari işlemler dengesi ^c	50.0	28.8	38.0	71.9	50.1
	Net akımların %'si olarak				
Net hata noksan	7.3	16.9	11.9	12.9	6.4
Rezerv hareketleri ^b	32.3	34.4	33.3	3.5	28.0
Cari işlemler dengesi ^c	60.4	48.7	54.8	83.6	65.6

Not:

Arjantin, Brezilya, Kolombiya, Mısır, Hindistan, Endonezya, Malezya, Meksika, Pakistan, Peru, Filipinler, Kore Cumhuriyeti, Güney Afrika, Türkiye.

b: Negatif yönlü değerler rezerv artışlarını gösterir.

c: Net sermaye hareketleri, net hata noksan ve rezerv hareketleri kalemlerinin toplamıdır.

Kaynak: Yeldan, E, 2003: 439 "Neoliberalizmin İdeolojik Söylemi Olarak Küreselleşme" Küresel Düzen: Birikim, Devlet ve Sınıflar, Korkut Boratav'a Armağan, 1. Baskı.

Buna göre; kalkınmakta olan ülkelere yönelik net sermaye girişi, 1990-98 arası dönemde toplam 1.890 milyar dolar iken bu miktarın, 1.083.6 milyar dolarlık kısmı 14 yeni gelişen piyasaya yönelmiştir. Aynı dönem itibariyle kalkınmakta olan ülkelere 577, 2 milyar dolarlık bir sermaye çıkışı gözlemlenirken, net sermaye girişinin 1,3134 milyar

dolar düzeyinde gerçekleştiği görülmektedir.

Net sermaye girişlerine oranla, uluslar arası döviz rezerv birikiminin 1990-98 arası dönemde, yüzde 33,3 düzeyinde olduğu görülmektedir. Bu oran yeni gelişen piyasalar açısından yüzde 28'dir.

Dolayısıyla uluslar arası net sermaye girişlerinin, üçte birlik kısmının rezerv birikimi şeklinde tutulduğu ve reel anlamda sermaye birikimine katkı sağlamadığı anlaşılmaktadır. Ayrıca ilgili dönem itibariyle net sermaye girişlerinin yüzde 30, 5'nin net hata ve noksan kaleminden oluştuğu da gözlemlenmektedir. Böylece sermaye hareketleri içerisinde kayıt dışında (net hata noksan) kalan bu tür sermaye akımları, kaynağı net olarak belli olmayan spekülâtif nitelikli kazançların büyüklüğü konusunda bazı ipuçları vermektedir. (Emirkadı, 2003: 36)

Tablo 2
“Sıcak Para” Hareketlerinin Birikimli Dökümü (milyon dolar): 16 Gelişmekte Olan Ülke ve Türkiye, 1980-89 ve 1990 Sonrası

	1980-89		1999-2000		1990-2000	
	Yerleşik olmayanlar	Yerleşikler	Net Sıcak Para	Yerleşik olmayanlar	yerleşikler	Net Sıcak Para
Arjantin	-18948	-4153	-23101	3193	-41616	-38423
Brezilya	3452	-10431	-6979	10932	-42959	-32027
Şili	2913	1360	4273	12273	-13885	-1612
Kolombiya	-9423	-2101	-11524	2590	-5146	-2556
Mısır	-1934	1034	-899	2666	-9683	-7016
Hindistan	-206	-494	-700	31117	-2738	28399
Endonezya	3920	-7592	-3672	-7774	-3243	-11017
Kore	2796	-5642	-2846	48938	-48382	555
Malezya	2393	-5970	-3577	7252	-9526	-2274
Meksika	6	-39061	-39055	45039	-79847	-34808
Pakistan	1794	-1135	659	5587	-2061	3526
Peru	79	-3200	-3120	2887	4257	7144
Filipinler	-339	-705	-1044	13061	-15849	-2788
G.Afrika	399	-8683	-8284	36283	-28411	7872
Tayland	9434	2379	11813	24158	-23239	919
Türkiye	2454	213	2667	19493	-19231	262
Toplam	-1209	-84180	-85390	257715	-341558	-83843

Kaynak: Boratav, K., 2003 (a): 28 “Yabancı Sermaye Girişlerinin Ayrıştırılması ve Sıcak Para: Tanımlar, Yöntemler, Bazı Bulgular”.

Buraya kadar yapılan açıklamalar ışığında ve yukarıda verilen bir diğer tablo aracılığıyla, Türkiye'nin de aralarında bulunduğu onaltı ülke için, 1980-1990 yılları ile, 1990 ve sonrasına ait, yerleşik/yerleşik olmayan ayırımına dayalı, birikimli "sıcak para" rakamları sunulmaktadır.

Tarihsel olarak 1990 yılı ve öncesine ilişkin dönemler karşılaştırıldığında, gelişmekte olan ülkelerin ve Türkiye'nin birikimli verilerinin incelenmesi ile şu tespitlere ulaşılmaktadır:

- a) Tabloda "yabancı sıcak para" toplamının negatif değer taşımasının ve "yerli sıcak para" çıkışlarının yarısını aşan bir bölümünün, 1980'li yılların başındaki dış borç krizi sırasında sermaye hesapları fiilen serbestleşmiş olan iki Latin Amerika ülkesinden, Arjantin ve Meksika'dan kaynaklandığı anlaşılmaktadır.
- b) Sermaye hesabının serbestleşmesiyle birlikte, hem yerleşiklerden kaynaklanan sıcak para girişleri, hem de yerleşik olmayanlardan kaynaklanan sıcak para çıkışları, büyük boyutlu artışlar göstermektedir.
- c) Sermaye hesabının serbestleştirilmesinin esas olarak, "sıcak para" hareketlerini hedef aldığı bilinmektedir. Bu bağlamda ülkelerin tümü ele alındığında, 1990 sonrası net sıcak para bilançosunun negatif olduğu, bu durumun söz konusu ülkelerin dokuzu için de geçerli olduğu gözlenmektedir. 1990 sonrasında, net sıcak para bilançosu en yüksek pozitif değer veren ülkenin, sermaye hesabı üzerinde etkili denetimler sürdüren Hindistan olması da ayrıca ilginçtir.
- d) 1990'lı yıllara damgasını vuran yeni tür finansal çevrimin içinde, sıcak para hareketlerinin, makroekonomik dengeleri ciddi biçimde bozan bir istikrarsızlık etkeni olarak ortaya çıktığı anlaşılmaktadır. Bu çevrimin finansal kriz aşamasında sıcak para çıkışları çok yüksek boyutlara ulaşarak, krizin ekonominin tümüne bulaşmasında belirleyici rol oynamaktadır. (Boratav, 2003 (a): 28-29)

1989 yılında, diğer bir ifadeyle sermaye hareketlerinin libere edildiği tarihte, 41.7 milyar dolarlık bir dış borç stokuna sahip olan Türkiye ekonomisinin 2004 yılı sonu itibarıyla söz konusu stok rakamı 161 milyar dolara ulaşmıştır. Bununla birlikte, ilgili tarihler arasında gerçekleşen cari işlemler dengesi açığı kümülatif olarak, 43 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla 1 dolarlık cari açığa karşın, dış borçlarda 3,75 dolarlık bir artış meydana gelmiştir.

Bu tespit, konuyla ilgili bazı çevrelere göre çok ağır sorunlar içermektedir. Buna göre dış borçlar, Türkiye ekonomisinin büyümesinin gerektirdiği dış kaynaklardan (yani cari işlem açığının finansman gereksiniminden) bağımsız olarak büyüyen bir ivme

kazanmıştır. Bunun nedeni de, spekülasyon güdüsüyle hareket eden yerli oyuncular, banka ve şirketlerce ülke dışına serbestçe kayıtlı ya da kayıtsız sermaye çıkarabilmeleri ve istikrarsız bir dış serbesti ortamında aşırı rezerv biriktirme çabalarıdır. (Boratav, 2003 (b): 183)

4. Parasal Krizler ve Bulaşıcılık

Finansal piyasalarda meydana gelen istikrarsızlıkların, ülkeler arasında gerçekleştirilen ticari ve mali ilişkiler aracılığıyla yayılıp yayılmadığı konusunda yapılan değerlendirmeler, genel olarak bulaşıcılık argümanı ile ilgili söylemlerin altyapısını oluşturmaktadır. Ayrıca küreselleşme süreciyle birlikte, dünyanın herhangi bir yerinde ortaya çıkan iktisadi bir gelişmenin, ülkeler arasındaki finansal ilişkiler yoluyla, diğer ülkeleri etkilediği de genel bir kabul görmektedir.

Bulaşıcılık kavramı üzerine pek çok farklı ve değişik görüş bulunmaktadır. Örneğin bazı görüşlere göre; birbirine karşılıklı bağımlılığın aksine bulaşıcılık, finansal panikler, gömüleme ve aniden meydana gelen ve beklentilerden sapma gibi sebepler sonucunda, uluslar arası aktarım mekanizmaları aracılığıyla pek çok ülkede, yapısal kırılmalara yol açan bir kavram olarak ele alınmaktadır. (Corsetti vd., 2002)

Diğer yandan, gerçekleştirilen ticari ya da, finansal ilişkiler sonucu, ülkelerin aralarında kurdukları bağlantılarla ortaya çıkan bulaşıcılık ile, ülkelerin potansiyel bağlantılarının varlığı ve bu bağların kontrolü sonucunda meydana gelen şokların bulaşması arasında bir ayrım yapılmıştır. (Calvo vd., 1996: 151-171)

Özellikle ticari ilişkiler sonucu, krizlerin yayılması üzerine de literatürde pek çok çalışma bulunmaktadır. Örneğin, aralarında hem mal, hem de finansal varlık ticareti söz konusu olan ülkelere herhangi birinde, dövizine yönelik spekülasyon bir atak olması durumunda, bu ülkenin parasının reel olarak değer kaybedeceği ve diğer ülke ticaret dengesinin bozulacağı, aynı zamanda bu durumdan ötürü, parası reel olarak değer kaybeden ülkenin, ticari partnerine karşı, görece olarak bir rekabet üstünlüğü elde edeceği belirtilmektedir. Dolayısıyla devalüasyon yaşanan ülkenin ithalatı pahalı hale gelecek ve söz konusu bulaşıcılık, bu ülkenin ihracatının ucuzlaması ile ortaya çıkacaktır.

Diğer bir ifade ile bu durum, karşılıklı olarak yoğun ticari ilişki içindeki ülkelere birisinin, ulusal para birimindeki değer kaybı, diğer ülkenin çıktı/output hacmi ve rekabet gücünde azalmaya neden olacağından bu gelişme, karşı ülkeler açısından bir maliyet unsuru oluşturacaktır. (Eichengreen. vd., 1996)

Ayrıca var olan asimetrik bilgi nedeniyle, piyasalar arasındaki makroekonomik belirsizliklerden korunabilmek adına, belli bir ülkeye özgü bilgi edinebilenlerin bir takım maliyetlerinin bulunabileceği, uluslararası ticareti fazlaca yapılan likit varlıkların bulaşıcılık konusunda, daha hassas ve kırılabilir oldukları da vurgulanmaktadır. (Kaminsky

1990'lı yılların başlarında, Avrupa Para Sistemi'ne/European Money System bağlı birkaç ülkenin devalüasyona gitmesi, EMS içindeki diğer ülkeleri de olumsuz etkilemiştir. 1992 yılı Eylül'ünde İngiliz Pound'una karşı gerçekleştirilen atak sonucunda devalüasyona gidilmesi İrlanda Cumhuriyeti'ni de olumsuz etkilemiştir. 1992 – 93 yıllarında İspanyol Pesetası'na yönelen spekülâtif atak sonucunda da devalüasyon gerçekleştirilmiş ve İspanya'ya önemli ölçüde ihracat yapan Portekiz'inde yapılan bu devalüasyondan ötürü uluslar arası rekabet gücü olumsuz yönde etkilenmiş, Portekiz Eskudosu'na yönelik atak ortaya çıkmıştır. (Eichengreen vd. 1996 :3)

Bununla birlikte yapılan bir diğer bir çalışmada, 1971- 73 yılları arası dönemde Bretton Woods sisteminde meydana gelen krizler, 1992 Avrupa Para sistemindeki kriz, 1994 Meksika/Tekila krizi ve 1997'de Tayland'da başlayarak diğer Doğu Asya ülkelerini de etkileyen krizler incelenmiş, bölgesel boyutlardaki bu beş krizdeki bulaşma etkisinin finansal unsurlardan ziyade, bu ülkelerin aralarındaki ticari ilişkiden kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır. (Glick vd., 1999 : 603 – 617)

5. Türkiye' de Finansal Serbestleşme: 1994 ve 2001 Krizleri Üzerine Bazı Saptamalar

Türkiye ekonomisi, 1989 yılında yürürlüğe giren 32 sayılı kararname ile liberal sisteme eklenme sürecinde önemli bir adım atmıştır. Söz konusu süreç, 1998 yılında benimsenen yakın izleme anlaşması/near monitoring agreement ile yeni bir boyut kazanmış, Aralık 1999 tarihli 17. ve Şubat 2002 tarihli 18. stand-by stand-by düzenlemeleri ile de, günümüze kadar süregelmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak Türkiye ekonomisi gerçekleştirilmek istenen temel dönüşüm modelinin ardından, geride bıraktığımız son on yıl içinde –1994 ve 2001-ağır ve derin tahribatlara yol açan iki önemli kriz yaşamıştır.

Özellikle 1990'lı yıllarda, ekonomik gelişmelere yön veren önemli faktörlerden birisi, uygulanan döviz kuru politikaları olmuştur. 1990'lar boyunca enflasyon oranının kontrol altına alınabilmesi ve kamu kesiminin yurtiçi piyasalardan kolaylıkla borçlanabilmesi için döviz kurları görece olarak TL'nin değer kaybetme oranına göre düşük tutulmuştur. Başka bir deyişle, 1990 yılların mali yapıda kırılganlıklara yol açan önemli bir özelliği, “kamu açıklarının iç borçla finansmanında bankaların, kısa vadeli dış borçlanmayla döviz pozisyonlarını açarak ve bilanço dışı repo işlemlerini büyüterek, üstlendiği aracılık işlevini hızla geliştirmesidir”. (İmer, a.g.ç: 32) Dolayısıyla bankalar bu süreçte, müşterilerinden topladıkları tasarruflarını reel/üretken sektöre kaynak olarak aktarılması şeklinde ifade edilebilecek asli işlevlerinden uzaklaşmış, kamu kesiminin iç borçlarını çevirmesinde-borçlanma vadelerini de kısaltarak-önemli bir finansör olarak davranmış ve ekonomideki kırılgan yapının giderek artmasına neden olan unsurlardan birisi durumuna gelmiştir.

5.1. 1994 Krizi

Türkiye ekonomisi, 1990 yılından itibaren uluslar arası sermaye hareketlerine bütünüyle açık ve dış ticareti önemli ölçüde serbestleştirilmiş bir ekonomi özelliği kazanmıştır. Yeni dönemle birlikte gerek büyüme, gerekse birikim süreçleri, yabancı sermaye hareketlerine ve uluslar arası finans piyasalarına terkedilmiştir. (Ongun, 2002: 58)

Bu yapı altında, ulusal piyasalarda döviz kuru aşınması ve faiz oranları birbirine bağlanarak merkez bankasının kontrolünden çıkmış ve ulusal finans piyasaları, uluslar arası kısa vadeli sıcak paranın spekülasyonuna açılmıştır.

Böylece uyarılan kısa vadeli, spekülatif yabancı sermaye akımları bir yandan, ekonominin dış açıklarını finanse ederken, diğer yandan da ulusal tasarruf eğilimini düşürerek, tüketim ve ithalat hacmini genişletmiştir. Ancak döviz kuru ve faiz oranları arasında son derece hassas dengelere dayanan bu yapay büyüme süreci, bir yandan ulusal ekonomideki yatırım ve birikim önceliklerinin üretim dışı (spekülatif) rantiyer – tipi sermaye birikimine yönelmesi, diğer yandan da, gelir dağılımının giderek bozulması ve mali piyasalarda bir kredibilite bunalımıyla birlikte, yeni bir kriz ortamının doğmasına yol açmıştır. (Yeldan, 2001 (a): 40)

Yüksek reel faiz – aşırı değerli döviz kuru politikasına sıkışan ekonomide, ticarete açık, üretici sektörlerle dönük sabit sermaye yatırımları yerine, rantiyer tipi kısa vadeli, spekülatif nitelikli kazançların öncelik kazanmasına dayalı gelişen yapay büyüme süreci, 1993'ün son çeyreğinde güven eksikliğinden kaynaklanan bir finansal krize dönüşmüş, (Özatay, 1999: 1-26) ve ithalat hacmi bir anda yüzde 25 düzeyinde azalmıştır. (Yeldan, 2001 (a): 51)

Bu konudaki bir başka görüş ise; 1994 yılının başına gelindiğinde Cumhuriyet tarihinin o döneme kadarki ulaşılmış olan en yüksek cari denge ve kamu açıkları, makroekonomik dengesizliklerin boyutunu görmek açısından yeterlidir, şeklinde dile getirilmektedir. (Kepenek ve Yentürk, 2003: 484)

5 Nisan kararlarının alınması sürecinin öncesinde, dönemin hükümetlerinin faiz oranlarını baskı altına alarak, iç borç maliyetlerinin azaltılmasına dönük çabalarının, istenilen sonuçları vermemesinden ötürü, başka bir finansman yöntemine, yani merkez bankası kaynaklarına başvurulması gündeme gelmiştir.

Gerek merkez bankası kaynaklarının, gerekse de yüksek faiz politikasının getireceği maliyetlerin birbirileri ile karşılaştırılmadan uygulanmasına dönük çabalar, ekonominin krize yakalanmasında dikkati çeken unsurlardan bazılarıdır. Bununla birlikte, sermaye hareketlerindeki kısıtlamanın ortadan kalktığı ekonomilerde yaşanan faiz düşüşünün, dövize olan talebi arttırabileceği ve sermaye girişlerinin tersine dönebileceği

olasılığının önemsenmemiş olduğu da, dikkati çekmektedir.

Tablo 3
1989-1994 Döneminde Sermaye Hareketleri (milyon \$)

Yıllar	Top. Sermaye Hareketleri	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Diğer Uzun Vadeli Yatırımlar	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
1989	780	663	-	701	-581
1990	3.966	713	-	253	3.000
1991	-2.397	783	-	-160	-3.020
1992	3.648	779	2.411	-938	1.396
1993	8.963	622	3.917	1.370	3.094
1994	-4.194	559	1.158	748	-5.127

Kaynak: Alp. A., 1999: 35 “Döviz Krizi Olası mı? Ekonomik göstergelerdeki Gelişmeler ne Durumda?” Active Bankacılık ve Finans Dergisi, Yıl: 1, Sayı: 5, Şubat-Mart.

Yukarıdaki tabloda, sermaye hareketlerinin serbest bırakıldığı 1989 yılı ile kriz yılı olan, 1994 arası dönemde, Türkiye’ye yönelik sermaye giriş ve çıkışları gösterilmektedir.

Tablodan da görüleceği üzere, 1991 yılında kısa vadeli sermaye hareketlerinde, Körfez savaşının da etkisiyle önemli bir çıkış gözlemlenmektedir. Körfez savaşını izleyen iki yıllık dönemde toplam sermaye girişlerinde yine önemli bir artış olmuş ve nominal olarak yaklaşık 9 milyar dolara ulaşmıştır. Ne var ki söz konusu süreç, 1994 yılında tersine işlemiş ve bu sefer 4, 2 milyar dolar civarında bir sermaye çıkışı yaşanmıştır.

İlgili dönem itibari ile bankaların, ayrıca yaşanan savaşın da etkisiyle görülen daralmanın olumsuz etkilerini azaltabilmek için, yurt dışından sendikasyon kredileri ile finansman gereksinimlerini gidermeye çalıştıkları ve açık pozisyonlarının giderek arttığı dikkati çekmektedir. Tablo 4’de de bankaların açık pozisyonlarına ilişkin söz konusu artışın boyutları verilmektedir.

Tablo 4
Türk Bankacılık Sektörü Toplam Açık Pozisyon (1988-1993)

YILLAR	AÇIK POZİSYON
1988	-0.250
1989	-0.720
1990	2.020
1991	1.140
1992	3.190
1993	4.970

Kaynak: Eser. K. 1995: 52 “1994 Finans Krizi ve Finans Kesiminde Reform Arayışları”, İşletme-Finans Dergisi, Eylül, Sayı: 114.

Özellikle 1993'ün son aylarında mali piyasalardaki istikrarsızlıkların artması ve döviz kurundaki aşırı dalgalanmalar, gelecek ile ilgili kötümser beklentileri de beraberinde getirmiştir. 1994 başlarında, yüksek kamu açıklarına karşın faizlerin düşük tutulması, devlet iç borçlanma senetlerine olan talebi düşürmüştür. Bu dönemde piyasadaki fazla likiditenin dövize yönelmesi, kurlarda artışa neden olmuştur. Sonuçta 1993 Aralık ayından başlayarak, 1994 Nisan ortasına kadar devam eden spekülasyon saldırları sonucunda, döviz rezervleri 7, 2 milyar dolardan, 3.0 milyar dolara inmiştir.-(Merkez Bankası Yıllık Rapor 1994: 13)

Kronik bütçe açıklarının yarattığı iki haneli enflasyon, TL'nin dış değerinin düşürülmesi konusunda sürekli baskı unsuru olmaktadır. Böyle bir ortamda sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ve kamunun yüksek reel faizlerle borçlanarak, finansman açığının kapatılması zorunluluğu, ülkeye önemli miktarlarda döviz girişi sağlamakta, bu durum TL'nin reel olarak değerlendirilmesi sorununu gündeme getirmektedir. TL'nin reel olarak değerlendirilmesi ithalatı arttırıcı, ihracatı azaltıcı yönde etkilemek suretiyle, ülkenin cari işlemler açığını arttırmaktadır. Bu açığın yarattığı finansman gereksiniminin, dış borçlanma ile finanse edilmesi, ülkenin gün geçtikçe dış borç yükünü arttırmıştır. Bütün bu gelişmeler, ülkenin kredibilitésini düşürmekte ve ülkeden zaman zaman önemli boyutlara varan sermaye kaçışlarına neden olmaktadır. Nitekim 1994'de yaşanan bu türden gelişmeler iktisadi bir krize yol açmıştır. (Akalin, 2001: 123)

Bir diğer görüş ise 1994 krizinin nedeni olarak, 1991-93 döneminde, açık veren kamu bütçesinin finansmanı için gerekli tahvil ve bono satışının yapılamamasıdır. Hükümetin faiz oranını düşük düzeyde belirlemesi, gerekli finansmanın sağlanmasını engellemiştir. (Kansu, 2004: 159)

5 Nisan 1994 tarihinden itibaren hükümet tarafından alınan bazı önlemler, kısa vadede toparlanma sürecine katkıda bulunmuş olsalar da, bunun sağlıksız bir iyileşme olduğu sonradan anlaşılmıştır. Nitekim bu dönemde görülen iyileşme süreci, daha sonra yaşanan krizlerinde temellerini oluşturmuştur. Bu arada özellikle hükümetin izlediği politikalarda, iki önemli nokta dikkati çekmektedir. Bunlardan ilki, kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin teşvik edilmesi ve yurt dışına sermaye kaçışlarının önlenmesi amacıyla faiz oranlarının çok yüksek tutulması, yurtiçi borçlanmanın hızlı bir şekilde artmasına neden olmuş ve bunun olumsuz sonuçları da, 1990'lı yılların sonunda ortaya çıkmıştır. İkincisi ise, krizin ortaya çıkmasıyla birlikte, mevduat hesaplarının tam sigorta kapsamına alınmasının, bankacılık sektörünü daha sonraki dönemlerde olumsuz yönde etkilemiş olmasıdır. (Kar ve Kara, 2002: 70-71)

5.2. 2001 Krizi

Türkiye IMF ile gerçekleştirdiği, Aralık 1999 tarihli 17. stand-by düzenlemesi ile 2000 yılı başından itibaren yeni bir istikrar programını uygulamaya koymuştur. Söz konusu düzenlemenin ardındaki temel düşünce, süregelen bir hal almış olan enflasyonu,

aşama aşama tek haneli rakamlara indirmektir. Programın çapasını da, enflasyonun kontrol edilebilmesinde önemli bir unsur olan döviz kurunun, 18 aylık bir dönem itibarıyla önceden kamuoyuna duyurulması esasına dayalı, sabit kur politikası oluşturmaktaydı, Böylelikle, piyasalarda oluşabilecek herhangi bir kaos ve belirsizlik ortamının önüne geçilebileceği düşünülmektedir.

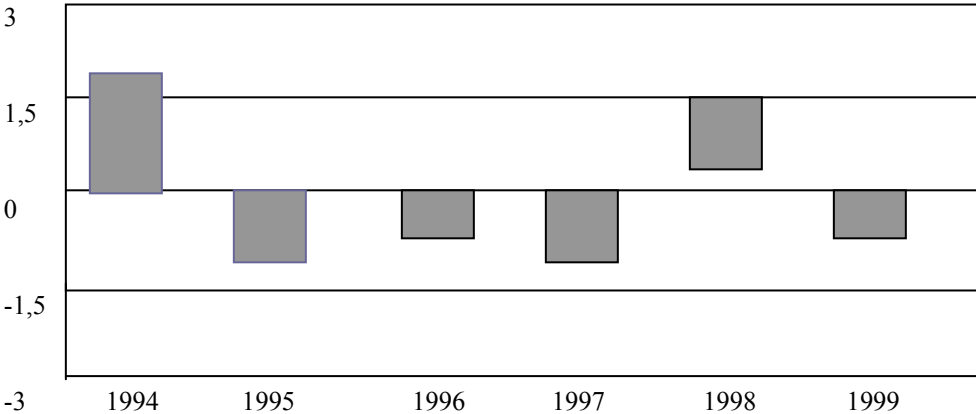
Bu aşamada IMF ile söz konusu dönemde, herhangi bir stand-by anlaşması yapmanın gerekli olup olmadığına ilişkin tartışılması gereken nokta, Türkiye'nin ödemeler dengesi açısından, sorun yaşamayan bir ülke ve aynı zamanda IMF açısından da kendi geliştirdiği öğretiyeye ters düşecek bir biçimde imzalanmış olan stand-by düzenlemesinin varlığıdır.

Nitekim günümüze kadar IMF, bu türden düzenlemeleri, ödemeler dengesinde sorun yaşayan ülkelerle yapmış ve bunu da, önerdiği çeşitli reçetelerdeki sıkı para ve maliye politikaları ile yürütmüştür.

17. stand-by düzenlemesinin hemen öncesinde, iki deprem felaketi yaşayan Türkiye ekonomisi, 1999 yılında yüzde 6, 4 oranında küçülmüş ve cari işlemleri/döviz dengesi açısından da yaklaşık 1, 4 milyar \$ civarında fazla veren bir görünüm arz etmekteydi.

Aşağıdaki grafikte, 1994-1999 yılları arası dönemde Türkiye'ye ilişkin CİD/GSMH rakamları verilmiş olup, söz konusu denge rakamlarının sürdürülebilirliği açısından bir fikir vereceği düşünülmektedir.

Grafik 1
Cari İşlemler Dengesi/GSMH (Yüzde Olarak)



Kaynak: T.C. Merkez Bankası verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Grafikte de görüldüğü üzere, ilgili dönem itibarıyla, C.İ.D/GSMH oranı 1994 kriz yılının ve IMF ile yapılan yakın izleme anlaşmasının yürürlükte olduğu 1998 yılları hariç olmak üzere, genel olarak yüzde 1'ler düzeyinde ve sürdürülebilir nicelikte açık vermiştir.

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyonu düşürmek amacıyla, döviz kuru sabit tutulduğu zaman, yurtdışı fiyatlarının değişmediği varsayımı altında, ithalat fiyatları değişmemektedir. Buna bağlı olarak, tüketici fiyat endekslerine giren bazı malların fiyatlarının artmamasından ötürü, enflasyon düşmeye başlar. Ne var ki döviz kuru politikası çok önemli bir araç olmakla birlikte ancak, enflasyonu düşürmede tek başına etkili bir araç olmamaktadır. (Dornbusch ve Fischer, 1998:168)

Uygulanan programın bir gereği olarak da, döviz kurunun sabitlenmesi ve aynı zamanda kambiyo rejiminin de serbest olması, merkez bankasının elini daraltmış ve bankanın bir anlamda para kurulunu/currency board çağrıştıracak bir biçimde çalışmasına, dolayısıyla da piyasaya fon akışının ancak, gelen döviz karşılığında TL.'sı yaratılması şeklinde gerçekleşmesine neden olmuştur.

Para otoritesinin, para idaresini doğrudan doğruya döviz giriş çıkışlarına bağımlı kılan bu mekanizmada var olan en önemli unsur, dış piyasalardan sağlanan sermaye girişlerinin sürdürülebilmesi olacaktır. Döviz girişlerinin program çerçevesinde, doğrudan parasal genişlemeye yol açması, merkez bankasının sterilizasyon yapmayacağı anlamına gelmektedir. Böylece parasal genişlemenin, faiz hadleri üzerine de olumlu etkisi olacağı beklenmektedir. Ayrıca programda merkez bankasının net uluslararası rezervlerine taban sınır değerleri getirilmiş, dış borçlanmanın vade riskini asgaride tutmak amacıyla da, kısa vadeli borç stokuna tavan konulmuştur. (Yeldan, 2001 (a): 168)

Söz konusu dönemde en önemli sorun, cari açığın, başlangıçta tahmin edilenin çok üzerinde bir noktaya, 8-10 milyar dolar aralığına doğru ilerlemekte olmasıydı. Ne var ki, çeşitli uyarılara karşın bu açığın, bir tehlike doğurmayacağı kabul ediliyordu. Bu arada yalnızca bankalar, yavaş yavaş açık pozisyon kapatmaya uğraşıyorlar ve yabancılarda yılsonu hesaplarını kapatma çabası içinde, döviz talebini artırıyorlardı. Bu gelişme doğal olarak faizleri, bir miktar yukarı tırmandırıyordu. Aynı dönemde bankacılık kesimine yönelik yeni düzenlemelerin hız kazanması ile bankalar açık pozisyonlarını kapatmada daha agresif ve ani davranışlar içine girmiştir. Bankalar döviz alabilmek amacıyla likiditelerini daha fazla arttırmaya yönelmişlerdir. Daha fazla likidite talebi ise, doğal olarak faizlerin çok daha hızlı olarak yukarı hareketlenmesi, sonucunu getirmiştir. (Eğilmez ve Kumcu, 2004: 387)

Enflasyonu düşürme programı sürdürülebilirliğine karşı ilk tehlikeyi, 22 Kasım 2000'de yaşanan yoğun bir spekülasyon atakla yaşadı. Bu atak sonucunda, interbank gecelik

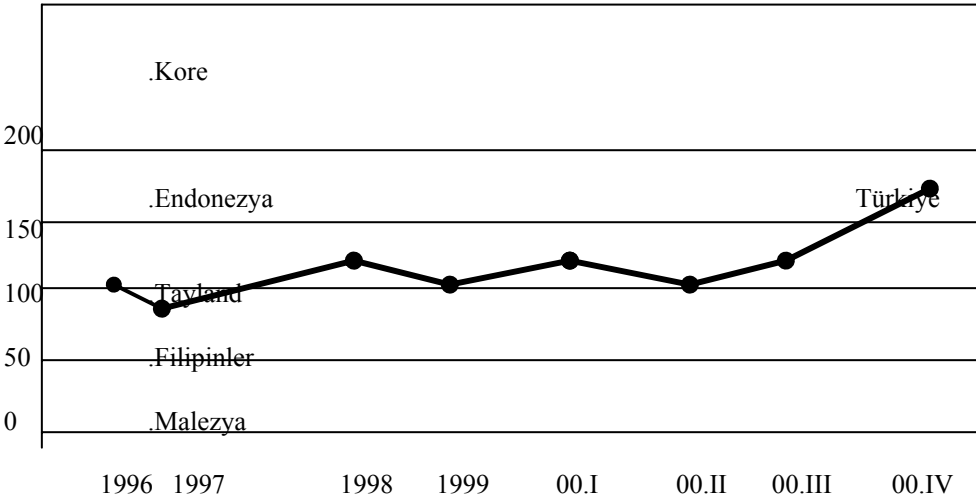
faizleri yüzde 783'e çıkmıştır. (Karabulut, a.g.e: 133)

Söz konusu gelişmeler yaşanırken başlangıçta net iç varlıklar performans kriterini aşmamak için müdahalede bulunmayan merkez bankası, daha sonra belirlenen kriteri aşarak 22 Kasım'da, 6.8 milyar dolarlık fonu, piyasaya vermiştir. Merkez bankası 30 Kasım 2002 tarihinde net iç varlıkların, bu tarihteki değerleri ile sabitlediğini ve likiditeyi ancak döviz karşılığında sağlayacağını belirtmiştir. Bu tarihten sonra repo gecelik faizi yüzde binleri aşan rakamlara ulaşmıştır. 6 Aralık 2000'de IMF'den sağlanan 7.5 milyar dolarlık ek rezerv kolaylığı/supplementary reserve facility dahil toplam 10.4 milyar dolarlık finansman, piyasalardaki tedirginliği azaltarak faiz oranlarının düşmesini sağlamıştır. Ancak hem merkez bankasının, hem de IMF'nin kaynağı, krizi geçici olarak önlemiştir. (Kansu, a.g.e: 195)

Parasal krizlere ilişkin literatürde önemli bir yeri olan kısa vadeli dış borç/merkez bankası rezervleri rasyosu, Türkiye ekonomisi açısından da özellikle 1999 ve 2000 yıllarında, kritik eşik olarak kabul edilen yüzde 60 düzeyinin üzerine çıkmış ve bu oran sırasıyla, yüzde 99 ve yüzde 127 olarak gerçekleşmiştir. Asya Krizinde de gösterge niteliğinde öne çıkan bu rasyolar, 2001 Türkiye krizinde de dikkati çekmektedir.

Aşağıdaki grafikte, Asya krizini yaşayan ülkelerle birlikte, Türkiye ekonomisine ait kısa vadeli dış borç stoku/merkez bankası rezervleri bir arada değerlendirilmiş ve bu rasyoların gösterdiği eğilim verilmiştir.

Grafik 2
Kısa Vadeli Dış Borç / Merkez Bankası Rezervleri (Yüzde Olarak)



Kaynak: Bağımsız sosyal Bilimciler/İktisat Grubu, 2001: 12 "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler", TMMOB Yayınları.

Yukarıdaki grafikte, Asya krizinin yaşandığı 1997 yılında, kısa vadeli dış borç/merkez bankası rezerv oranı Kore’de yüzde 210, Endonezya’da yüzde 170, Tayland’da yüzde 150, Filipinler’de yüzde 90 ve Malezya’da yüzde 60 düzeyinde iken, Türkiye ekonomisi açısından ise, yüzde 100’ler civarında bir patikaya oturduğu görülmektedir. Ayrıca söz konusu oranın, istikrar programının yürürlüğe girmesiyle giderek arttığı da dikkati çekmekte olup, Haziran ayında yüzde 112 düzeyinden, Aralık’ta yüzde 145’e yükselmiştir. Bu oran, 1994 yılındaki rakamla karşılaştırıldığında ise, 1993 sonrası ve 1994 krizinin hemen öncesindeki oranlardan sonra, en yüksek düzeye ulaşmıştır. (Yeldan, 2001: 580)

Türkiye ekonomisinde yaşanan, son ekonomik krize ilişkin bir başka görüşe göre de, programın uygulamaya konulduğu 2000 yılında yaşanan üç dışsal faktör, istikrar programının başarısı üzerinde etkili olmuştur. Bunlardan birincisi, Amerikan ekonomisinde 2000 yılı boyunca görülen büyüme konjonktürünü soğutmak amacıyla, Federal Rezerv’in faiz oranını 1 puan arttırarak, yüzde 5,5’den yüzde 6,5’e yükseltmesidir. Bu gelişmenin krizi tetikleyen unsurlardan birisi olduğuna dair bir saptama yapabilmek amacıyla Eichengreen ve Rose’un (1998) 1975-92 yılları arası dönemde, 100’den fazla ülkeyi kapsayan ve panel data yöntemi kullanılarak yapılan çalışmaya dayanarak, gelişmekte olan ülkelerdeki bankacılık krizleri ile, sanayileşmiş ülkelerin faiz oranlarındaki değişiklikler arasında oldukça anlamlı bir ilişki olduğu vurgulanmaktadır.

İkinci bir dışsal gelişme, petrol fiyatlarında yaşanan artıştır. Üretimden tüketime, her aşamada kullanılan en önemli ithal girdi durumundaki petrol fiyatlarındaki artış, istikrar programının öngördüğü enflasyon hedefi üzerinde etkili olmuştur. Ayrıca bu gelişme, 2000 yılı cari işlemler dengesi sorununu daha da arttırmıştır.

Nitekim üçüncü bir diğer faktör,-Faiz oranlarındaki artışa paralel olarak- Amerikan Doları’nın Euro Karşısında değer kazanmasıdır. Yılın başında Dolar/Euro paritesi, 1.01 düzeyinde iken, zamanla Doların lehine dönmüş ve yılı 0.94 düzeyinde tamamlamıştır. Bu durumda özellikle, ara malı ithalatını dolarla gerçekleştiren ve ihracatının yaklaşık 2/3’ünü Euro bölgesine yapan Türkiye açısından olumsuz bir gelişme olmuştur. (Alper, 2001)

2000 Kasım’ında yaşanan ekonomik sarsıntıdan üç ay sonra, 19 Şubat 2001 tarihinde yaşanan siyasi gerilim, dövize ikinci bir spekülasyon saldırı başlatmış, 16 Şubat’ta 27.94 milyar dolar olan merkez bankası döviz rezervi, 23 Şubat’ta 22.58 milyar dolara inmiş ve rezerv kaybı 5.36 milyar dolar olmuştur. Kasım krizinde yaşanan dövize saldırı yabancılarla sınırlı kalırken, Şubat krizinde yerleşikler ve özellikle de bankaların dövize saldırdığı görülmüştür. Dövize yapılan saldırıya dayanma gücü kalmayınca da T.C.M.B., 21 Şubat gecesi kurun dalgalanmaya bırakıldığını açıklamıştır. (Kar ve Kara. 2002: 72)

2001 Şubat krizi, IMF tarafından desteklenen ve sabit kur uygulamasına dayalı, finansal serbestleşme ve kamu otoritesinin verdiği garantilerinde desteğiyle, yurt dışından

borçlanmanın oldukça çekici olduğu bir konjonktürde meydana gelmiştir. Mali açıdan denetim mekanizmalarının yetersiz oluşu ve mevduata verilen sınırsız devlet güvencesi, ahlaki rizikoyu arttırmış, gerek bankacılık kesiminde, gerekse şirket bilançolarında var olan kırılğan yapıyı derinleştirmiştir.

6. Sonuç

Özellikle geride bıraktığımız son çeyrek yüzyılda, pek çok gelişmekte olan ülkede yaşanan finansal krizler, bu tip ülkelerdeki temel makroekonomik dengeleri önemli ölçüde etkilemiş ve bu durum bir kısır döngü şeklinde, ekonomiyi krizlere karşı daha kırılğan bir hale getirmiştir.

Yaşanan bu krizlerin her birinin kendine özel sebepleri olmakla birlikte, ortak üç faktörün belirleyiciliği dikkat çekmektedir: Makroekonomik dengelerin bozuk olması, finansal sistemlerin kırılğan yapısı ve yurtiçi politikalarla döviz kuru rejimi arasındaki tutarsızlık. Finansal liberalizasyon uygulamalarına paralel olarak uluslararası sermaye akımlarının artan hareketliliği ise birçok krizde süreci başlatan, bazılarında ise hızlandıran faktör olmuştur. (Delice, 2003: 75)

Kriz yaşayan ve benzer ekonomik görünüme sahip olan bu ülkelerde, genel olarak kriz öncesi dönemler, sabit kur politikası uygulandığı dönemler olmuştur. Bu uygulama sonucunda, aşırı değerlendirilen ulusal para nedeniyle meydana gelen dış ticaret ve onun bir anlamda yansımaları olan cari işlemler dengesi açıklarının finansmanı sorununun, genel olarak krizlerle sonuçlandığı görülmüştür.

1990'lı yılların başlarında IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşlardan önemli ölçüde destek alan Güney Doğu Asya ülkeleri, yüksek büyüme ve düşük enflasyon hedeflerine ulaşabilmişlerdir. Bu ülkelerde gerçekleştirilen sermaye üzerindeki kontrollerin ve dış ticareti kısıtlayıcı engellerin kaldırılması gibi gelişmeler alınan bu desteğin ardında yatan faktörler olarak dikkati çekmektedir.

Güney Doğu Asya ülkelerinin uluslar arası boyutta almış oldukları bu desteğe karşın krize girmelerinde uyguladıkları sabit döviz kuru sistemi ile reel sektördeki firmaların ve finansal sektördeki bankaların bilanço yapılarındaki bozukluklar, (aktif ve pasif kalitesinin bozulması) önemli rol oynamıştır. Bu gelişmelerin doğal sonucu olarak bir süre sonra, ekonominin spekülasyon amaçlı sermaye ile fonlanmasına bar başka deyişle de, küçük bir dalgalanmada sistemin finansal ayağının sermaye yeterliliği açısından yeterince sağlam olmaması nedeniyle, kurulan düzenin tersine dönmesinin de yaratıcısı olmuştur. Bu oluşumun en güzel göstergesi, söz konusu ülkelerdeki bankaların döviz pozisyonlarının açık olmasının yanında, bu pozisyonlarında kısa vadeli olmasıdır. (Çolak, 2002:159)

Ayrıca bu tip ülkelerde, yine benzer şekilde görülen yüksek bütçe açıkları ve bu açıkların finansmanında yurtiçi borçlanma enstrümanlarının yoğun olarak kullanılması

özellikle bankacılık sektörünü temel işlevlerinden uzaklaştırmış ve kamuya kaynak sağlayan kurumlar haline dönüşmelerine neden olmuştur ki, bu gelişmede yaşanan krizlerin bir diğer tetikleyicisi olarak öne çıkmaktadır.

1990'lı yıllardan günümüze kadar geçen süreçte, Latin Amerika'dan (Meksika 1994-95), Uzak Doğu Asya'ya (1997-98), Rusya'dan (1998) Brezilya'ya (1999) ve nitekim Türkiye'de (2000-01) yaşanan finansal krizler, uygulanan politika ve geliştirilen kriz teorilerinin bir anlamda sorgulanması gerekliliğini de ortaya koymuşlardır. Birbirini izleyen yıllarda meydana gelen krizlerden bazıları, benzer izler taşıırken, bazıları ise, farklı koşullarda ortaya çıkarak, geçerli olan kriz teorilerini sarsmışlardır. (Emirkadı, 2003: 33)

Bu tür krizlerden korunma amacıyla, önemli bir gösterge olan reel kur – nominal kur ilişkisinin kopmasına neden olabilecek uygulamalardan kaçınılmalı, dış ticarete de rekabet edebilecek ekonomi politikalarını sağlıklı bir biçimde geliştirmek gerekmektedir. Ne var ki bu türden politikaları uygularken de ulaşılan verimlilik artışının, zaman zaman neden olabileceği istihdam sorunlarını da göz ardı etmemek gerekmektedir.

Kaynakça

- Alper, C. E. (2001), “The Turkish Liquidity Crisis of 2000” *Russian and East European Finance and Trade*. Aremonk: Nov/Dec. 2001, Vol: 37, Iss: 6.
- Akalın, D. (2001), “Sıcak Para Hareketleri ve Makroekonomik Etkileşim”, *Vergi Dünyası*, Sayı: 328, Haziran, İstanbul, s. 123.
- Akerlof, G. (1970), “The Markets For Lemons: Quality, Uncertainty and The Market Mechanism, *Quarterly Journal Of Economics*, Vol: 84, Number: 12, s. 488.
- Alp, A. (1999), “Döviz Kriz Olası mı? Ekonomik Göstergelerimizdeki Gelişmeler Ne Durumda?”, *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, Yıl: 1 Sayı: 5, Şubat –Mart, s. 35.
- Aslantaş, M. ve Odyakmaz, N. (1998), “Para Krizleri” www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/mart98/parakr.htm 03.05.2004, s. 2-3.
- Bağımsız Sosyal Bilimciler/İktisat Grubu. (2001), *Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler*, TMMOB Yayınları, Haziran, Ankara, s. 12.
- Başoğlu, U. Ölmezoğulları, N. ve Parasız İ., (2001), *Dünya Ekonomisi, Küreselleşme, Finansal Kurumlar ve Küresel Makro Ekonomi* Gen. 2. Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, s. 109.
- Boratav, K., (2003), “Yabancı Sermaye Girişlerinin Ayrıştırılması ve Sıcak Para: Tanımlamalar, Yöntemler, Bazı Bulgular”, *İktisadi Kalkınma Kriz ve İstikrar, İktisat Üzerine Yazılar II*, Oktar TÜREL'e Armağan, Der: A.H.KÖSE; F. ŞENSES ve E. YELDAN, İletişim yayınları 1. Baskı, Araş.İnc. Dizisi: 151, İstanbul, s. 28.
- Boratav, K. , (2003), *Türkiye İktisat Tarihi 1908 – 2002*, İmge Kitabevi, 7. Baskı, Ekim

Ankara, s. 183.

- Broner, A. F, Guido, L. ve Schmukler, S. , (2003), *Why Do Emerging Markets Borrow Short Term ?*, 11 July 2003, s.1.
- Calvo, G. (1994), *The Management of Capital Flows: Domestic Policy and International Cooperation*, International Monetary and Financial Issues for the 1990, Vol: IV, UNCTAD, s. 57-75.
- Calvo, G. ve Reinhart, C. (1996), *Capital Flows to Latin America: Is There Evidence Contagion Effects ? Private Capital Flows to Emerging Markets*, Institute for International Economics, Washington D.C, s. 151-171.
- Calvo, G. ve Vegh C. A. (1999), “Inflation, Stabilization and BOP Crises in Developing Countries” www.nber.org/papers/w6925.pdf 12.05.2004, s. 1531-1614.
- Corsetti, G. Pericoli. M ve Massimo, S. (2002), “Some Contagion, Some Interdependence, More Pitfalls in Test of Financial Contagion”, *CEPR Discussion Paper*, No: 3310.
- Delice, G. (2003), “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel bir Perspektif” Erciyes Üniversitesi, *İ.İ.B.F Dergisi*, Sayı. 20, Ocak-Haziran.
- Diamond, D. W. ve Phillip, H. Dybvig., (1983), “Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity”, *Journal of Political Economy*, Vol: 91, No: 31.
- Dikkaya, M. (2001), “Farklı Döviz Kuru Sistemlerinde Para ve Maliye Politikaları, Analizi ve Optimum Para Alanları”, <http://www.liberal-dt.org.tr/dergiler/ldsayı16/1613htm> , 12.05.2004, s.1.
- Dornbusch, R., (1987), “Collapsing Exchange Rate Regimes”, *Journal of Development Economics*, 27.
- Dornbusch, R. ve Fischer, S., (1994), *Macroeconomics*, 6th. Ed. Mc. Graw Hill Inc. New York, s. 168.
- Dornbusch, R. ve Fischer, S., (1998), *Makroekonomi*, Çev: S. Ak, M. Fisunoğlu, E.Yıldırım, R, Yıldırım, Mc Graw Hill-Akademi Yayın, Mart, 1998, İstanbul, s. 72.
- Edwards, S. (1996), “Exchange Rate Anchors, Credibility, Inertia: a Tale of Two Cities Chile and Mexico”, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 86 (2), Mai.
- Eichengreen. B, Andrew. K, Rose ve C, Wyplosz. , (1996), “Contagious Currency Crises” *NBER Working Paper*, No: 5681, www.papers.nber.org/papers/&w5681.pdf 02.06.2004.
- Eğilmez, M. ve Kumcu. E. (2004), *Ekonomi Politikası*, Remzi Kitapevi, 5. Baskı, İstanbul, s. 387.
- Emirkadı, Ö. (2003), “Türkiye’nin Cari İşlemler Dengesi Açıkları ve IMF’ye Olan Bağımlılığı”, *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: XXII, Sayı: 1, Haziran, s. 36.
- Ertürk. K. (2001), “On The Changing Nature of Currency Crises”

www.newscool.edu/cepa/papers/workshop/erturk-0304.pdf 07.04.2004, s.1.

- Ertürk, K. (2003), “Parasal kriz Teorileri Üzerine Notlar” İktisadi Kalkınma Kriz ve İstikrar, *İktisat Üzerine Yazılar II*, Oktar TÜREL’e Armağan, Der: A.H.KÖSE; F. ŞENSES ve E. YELDAN, İletişim yayınları 1. Baskı, Araş.İnc. Dizisi: 151, İstanbul, s. 226.
- Eser, K. (1995), “1994 Finans Krizi ve Finans Kesiminde Reform Arayışları”, *İşletme – Finans Dergisi*, Eylül, Sayı: 114, s. 52.
- Feldstein, M. (2002), “Economic and Financial Crises in Emerging Markets Economies: Overview of Prevention and management” WP 8837, March, *NBER*, Jel No: F3, F4 01, <http://www.nber.org/papers/w8837>, 26.12.2003.
- Gil – Diaz, F. ve Carsten, A. (1996), “One Year of Solitude: Some Pilgrims Tales About Mexico’s 1994-95 Crisis”, *American Economic Review Papers and Proceedings*, 86 (2), Mai.
- İmer, E. (2003), “Genel Kabul Gören Gözlemler Açısından Türkiye Ekonomisindeki Krizler ve Krizlerin Bulaşıcılığı Üzerine Bir Uygulama”, *Uzmanlık Yeterlik Tezi*, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Eylül, Ankara, s. 22.
- Kaminsky, G. Lizondo, S.ve Reinhart. C, M. (1998), “Leading Indicators of Currency Crises”, *IMF Staff Papers*, Vol: 45, No: 1 March, s.4.
- Kaminsky, G. ve Reinhart. C, M. (2000), “On Crises, Contagion and Confusion”, *Journal of International Economics*, Vol: 51, Issue: 1, Amsterdam, s. 145-168.
- Kar, M. ve Kara, M. A. (2002), “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”, *Dış Ticaret Dergisi*, 70-71, Ankara, s. 70-71.
- Karabulut, G. (2002), *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*, Der Yayınları, No: 328, İstanbul, s. 86.
- Kansu, A. (2004), *Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri*, Der’in Yayınları, No: 48, İstanbul, s. 159.
- Kepenek, Y. ve Yentürk, N. (2003), *Türkiye Ekonomisi*, 14. Basım, Remzi Kitapevi, s. 484.
- Kibritçiöğlü. A. (2002), “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001” www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/ytd,kibritcioglu.pdf 04.05.2004.
- Komulainen. T. (2001), “Currency Crises in Emerging Markets: Capital Flows and Herding Behaviour”, *BOFIT Discussion Papers*, No: 10, s. 8.
- Krugman, P. (1978), “A model of Balance Of Payments Crises”, *Journal of Money Credit and Banking*, August, s. 311-319.
- Krugman, P. (2001), “Crises: The Next Generation?”, <http://econ.tav.ac.il/research/sapir/krugman.pdf> 16.06.2004, s. 7.
- Mishkin, S. F. (1999), “Global Financial Instability: Framework, Events, Issues”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 13, Number: 4 –Fall, s. 4-5.
- Ongun, M. Tuba. (2002), *Türkiye’de Cari Açıklar ve Ekonomik Krizler, Kriz ve IMF*

- Politikaları*, Ed. Ö. Faruk ÇOLAK, Alkım Yayınevi, İstanbul, s. 58.
- Özatay, F. (1999), *The Currency Crises in Turkey*, Policy Reform 1 (1), s. 1-26.
- Paya, M. (2002), *Para Teorisi ve Para Politikası*, 3.Baskı, Filiz Kitapevi, İstanbul, s. 140.
- Rebelo, S. ve Carlos, A. Vegh. (2002), “When Is Optimal to Abandon a Fixed Exchange Rate?”, <http://www.econ.ucla.edu/cvegh/papers/rebelo-vegh-April302002.pdf> 07.05.2004, s. 1-2.
- Salant, A. ve Henderson, D. (1978), “Market Anticipation of Government Gold Policies and the Price of Gold”, *Journal of Political Economy*, August, s. 629.
- Seyidoğlu, H. (2003), *Uluslar arası İktisat Teori, Politika ve Uygulama*, Gel. 15. Baskı, Güzem Can Yayınları, No: 20, İstanbul, s. 513 , Unctad World Trade Development Report, 1998.
- Yay. G. (2001), “2001 İstikrar Politikaları ve Ekonominin Sorunları: Mali Sektör”, *İktisat Dergisi* (410-411), s. 33-59.
- Yay. T, Yay. G. ve Yılmaz. E. (2004), “Finansal Krizler, Finansal Regülasyon ve Türkiye”, *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No: 30, Mart, s. 102.
- Yeldan, E., (2001) (a), *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi-Bölüşüm Birikim ve Büyüme*, 1. Baskı, İletişim Yayınları, İstanbul, s. 40.
- Yeldan, E., (2001) (b), “Türkiye’de IMF Destekli Enflasyonla Mücadele Programı, Bir İstikrar ve Düzen Programı mı, Yoksa Fakirleşme ve Mali Kaos Reçetesi mi?”, *Yeni Türkiye*, Yıl: 7, Sayı: 41, Eylül-Ekim, s. 580.