

KÜRESELLEŞMENİN MALİYETİ: FİNANSAL KRİZLER ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME

Rengin AK,¹ Levent ÇİNKO²

¹Yüzüncü Yıl Üniversitesi, İktisat Bölümü, Yardımcı Doç.Dr.

²Marmara Üniversitesi, İktisat Bölümü, Öğretim Görevlisi Dr.

COST OF GLOBALIZATION: AN EVALUATION ON FINANCIAL CRISES

Abstract: Financial globalization is the integration of national capital markets to international capital markets. Financial globalization has eliminated the barriers from international fund transfers. Cost of the fund mobility liberalization is that, financial fluctuation in one country can bounce to other markets in a very short time. Fluctuation tendency in national financial markets is described as crisis. Spread of local or global crisis destroys the macroeconomic equilibrium and causes very important problems. The uncontrollable mobility of foreign capital between countries increases the extent and effect of crisis. In the recent years, financial crisis are not only seen in the developing countries, but in the developed countries as well. This study examines the impact of financial crisis increased by the effect of globalization.

Keywords: Globalization, Financial Crise, Crisis Model

KÜRESELLEŞMENİN MALİYETİ: FİNANSAL KRİZLER ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME

Özet: Finansal küreselleşme, ulusal piyasaların uluslararası piyasalara bağlanmasıdır. Finansal küreselleşme ile birlikte uluslararası fon hareketlerinin önündeki bütün engeller ortadan kaldırılmıştır. Fon hareketlerinin serbestleşmesinin en önemli maliyeti bir ülkede başlayan bir finansal dalgalanmanın çok kısa sürede diğer piyasalara sıçramasıdır. Ulusal finansal piyasalarda ortaya çıkan dalgalanma eğilimleri kriz kavramı ile ifade edilmektedir. Bölgesel ya da küresel düzeyde yayılan kriz eğilimleri makroekonomik dengeleri tahrip ederek çok önemli sorunlara yol açmaktadır. Yabancı sermayenin sınır tanımadan ülkeler arasındaki kontrolsüz hareketliliği krizin boyutunu ve etkisini artırmaktadır. Finansal krizlere son yıllarda yalnızca gelişmekte olan ülkelerde değil aynı zamanda gelişmiş ülkelerde de rastlanmaktadır. Bu çalışmada, küreselleşmenin etkisiyle son yıllarda artan finansal krizlerin yol açtığı etkiler üzerinde durulacaktır.

Anahtar Kelimeler: Küreselleşme, Finansal Kriz, Kriz Modelleri.

I. GİRİŞ

Son yıllarda dünya ekonomisinde en çok tartışılan konulardan biri finansal küreselleşmenin ulusal, bölgesel ve dünya ölçeğinde yol açtığı sorunlardır. Finansal küreselleşme sermaye hareketlerinin tam mobil hale gelmesini sağlamak için ulusal finans piyasalarının eklenmesi sürecini ifade eder.

Bu çalışmanın amacı, finansal küreselleşmenin maliyeti olarak kabul edilen finansal krizler olgusunu irdelemektir. Bu çerçevede ilgili literatüre katkı yapan çalışmaların teorik ve ampirik bulguları esas alınacaktır.

Çalışmada, öncelikle finansal krizlerin kavramsal çerçevesi, temel göstergeleri ve başlıca kriz modelleri ele alındıktan sonra finansal krizlerin indikasyonları ve krizlerle mücadele konusu üzerinde durulacaktır.

II. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Hızlı gelişen ülkelerin krizleri tecrübe etmeye olan eğilimlerini gösteren bulgular finansal liberizasyonu iki

zıt kutuba ayırmıştır. Bir görüşe göre, finansal liberizasyon aşırı risk almayı teşvik eder, makroekonomik istikrarsızlığı artırır ve daha sık krizlere neden olur. Diğer görüş ise, liberizasyonun finansal büyümeyi güçlendirdiğini ve daha yüksek uzun-vadeli büyümeye katkıda bulunduğunu savunur. Elde edilen bulgular, liberizasyonun sistematik risk alımına ve ara ara meydana gelen krizlere neden olmasının yanı sıra, krizlerin maliyetleri göz önüne alındığında dahi büyüme oranlarını artırdığı yönündedir [1].

Krize yol açan etkenler olarak yüksek borç seviyesi, likidite sorunu, siyasal belirsizlik ve mali yanılığa ya da kurların aşırı değerliliği ve uluslararası sermaye piyasalarıyla sıkı bağlantılar gibi faktörler gösterilmektedir [2,3].

1993 ile 2003 yılları arasındaki finansal krizleri inceleyen ampirik çalışmasında Liu W., kriz öncesinde dahi mağdur ülkelerin çok iyi ekonomik büyüme ve sağlıklı makroekonomik temellere sahip olduğunu, iç ve dış şoklara karşı bağımsız olmadıklarını ortaya çıkarmıştır. Aksine, finansal kriz saldırılarına karşı da çok

duyarlıdır. Bu çalışmada, finansal krizlere neden olan çok önemli iki faktörü elde edilmiştir. Birincisi, yabancı borçlanma, özellikle kısa vadeli borçlanma üzerindeki aşırı-güvendir. İkincisi ise, bu ülkelerdeki net gelirin istikrarsızlığıdır. Net gelirin istikrarsızlığı, bu ülkelerin finansal kriz saldırıları ile başa çıkmalarını önemli ölçüde zora sokmaktadır [4].

II.1. Finansal Krizlerin Tanımı

Kriz, herhangi bir mal, hizmet, faktör veya döviz piyasasındaki fiyat veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının dışında gerçekleşen dalgalanmalardır. Krizler, finansal yatırımcıların ülke koşullarının riskli hale geldiği konusundaki beklentilerine bağlı olarak, giriştikleri spekülasyon atakları sonucu başlar ve bu atakların yoğunluğu ölçüsünde şiddet kazanır [5].

Mishkin göre, “Finansal kriz, verimli yatırım olanaklarına sahip finansal piyasaların ahlaki tehlike ve ters seçim problemlerinin gittikçe kötüleşmesi nedenleriyle, fonları etkili biçimde kanalizasyon edememesi sonucu ortaya çıkan doğrusal olmayan bozulmadır” [6].

Mishkin tarafından yapılan diğer bir tanımlamaya göre ise; finansal kriz, eksik bilgi kuramından hareketle şöyle tanımlanmaktadır: “Finansal kriz, ters seçim ve ahlaki riziko problemlerinin arttığı finansal piyasalardaki bir bozulmadır. Finansal piyasalardaki bu bozulma, yatırım fonlarının en üretken yatırım fırsatlarına aktarılmasını etkisizleştirmektedir” [7].

Finansal krizler, menkul değerlerin yanı sıra reel varlık fiyatlarında döviz kurlarında meydana gelen sıra dışı (büyük ölçekli) dalgalanmaları ifade etmektedir. Reel ekonomi üzerinde büyük yıkıcı etkiler yaratan ve finansal piyasalarda çöküşe neden olan finansal krizler banka ve banka dışı finansal kesimdeki şirketlerin borç problemlerini içerir.

Mishkin göre asimetrik bilgi problemine ve dolayısıyla da finansal krizlere yol açan nedenler dört faktöre dayanmaktadır [7]. Bunlar:

1. Finansal sektör bilançolarındaki bozulma,
2. Faiz oranlarındaki artışlar,
3. Belirsizlikteki artışlar,
4. Varlık fiyatlarındaki değişimler nedeniyle finansal olmayan bilançoların (nonfinancial balance sheets) bozulması.

Feldstein finansal krizleri dört başlık altında toplamaktadır [8]:

- a. Cari hesap krizleri
- b. Bilanço krizleri
- c. Banka-paniklerinin yol açtığı para krizleri (Bank-Run Currency Crises)
- d. Bulaşıcı krizler ve irrasyonel spekülasyon (Contagion Crises and Irrational Speculation).

Belirsiz ve azalan değerlerin şablonu finansal krizlerin karakteristiğidir ve önemli sonuçlar ihtiva eder. Kendi bilançolarının değerini bilmeyen bankacılar da kendi borç verme kapasitelerinden emin değildiler. Buna ek olarak, riskin konvansiyonel ölçütünü yükselten pazarlardaki artan oynaklık bankaları daha az riskli varlıklara yönelmeye ve kendi bilançolarının bütün boyutu ölçüsünde anlaşmalar yapmaya zorlamaktadır [9].

II.2. Finansal Kriz Türleri

Dünya ekonomisinde son 30 yıllık dönemde yaşanan finansal liberalleşmenin temelindeki yapısal değişiklikler aşağıdaki şekilde özetlenebilir [10].

1. Likiditenin hızlı büyümesi özel teşebbüsler tarafından kontrol edilmiştir. Finansal varlıkların dünya çapındaki hızlandırılmış büyümesi üretimin ve dünya çapında ticaretin yıllık ritmini ikiye ve üçe katlamıştır [11].
2. Finansal mevduat ve enstrümanların zaman süresi kısalmıştır; bunu, tahvillerdeki ikincil aktif bir pazarın geliştirilmesi takip etmiştir
3. Banka fonlarının, bir kazanç getirisiyle para piyasalarında pasife dönüşmesi, özellikle türevlerinin kullanımını ve tahvillerin yönetimini kapsayan, bankaların bilanço dışı operasyonlardaki inanılmaz bir artış ile birlikte kredilerin menkul kıymetleştirilmesinde bir artış meydana getirmiş ve tüm bunlar banka gelirinin yapısını kardan komisyona doğru değiştirmiştir.
4. Mevduat bankaları ve yatırım bankaları arasında oluşan ayırıcı hatlar yavaş yavaş ortadan kaybolmuştur; aynı zamanda, piyasalardaki kredi etkinliği özellikle ABD’de düşerken, para ve sermaye piyasalarındaki etkinlik artmıştır.
5. Finansal varlıkların kısa zaman dilimlerinde, 1992’deki Birleşik Krallık gibi güçlü ve Meksika, Tayland, Endonezya ve Kore Cumhuriyeti gibi küçük ekonomileri ve kurları istikrarsızlaştırarak, geniş hacimli varlıklar arasında değişim yapan birkaç yöneticinin elinde yoğunlaşmasıyla, yatırım-fon etkinliği artmıştır.

6. Finansal işlemlerin yoğunluğu ve boyutu hızlıca artmıştır; artan bilanço dışı operasyonlarının sayısı, pazara hakim olan finansal araçlar arasındaki bağları sıkılaştırmıştır ve gerçek finansal mega-konsorsiyumların inşası yönünde önceden bilinen bir trend yükselmiştir.

7. Finansal denetleme sorunları artmış, aynı zamanda, risk-seviye değerlendirmeleri ve finansal otoriteler arasındaki aracılık, Uluslararası Banka Anlaşması'nın, Uluslararası Para Fonunun ve Dünya Bankasının desteğine rağmen daha da zorlaşmıştır.

8. Bu enstrümanlar tarafından sunulan faiz oranları, finansal açık pozisyonlara sermaye akışını ve döviz kurlarını takip etmek için kullanılan temel araçlar, Hükümet borcu finansal varlıklardaki büyümenin en önemli dayanağı olmuştur.

9. Genel olarak, kamu bütçeleri tüm finansal varlık çeşitlerinin karşılığını ve kamu harcamalarını stabilize etmek için kapasiteyi sınırlayarak, birçok aracıyı desteklemiştir.

10. Ulus-devletlerin, birçok operasyonunun risk seviyesini denetleme amaçlı, temel finansal konsorsiyumun aktivitelerini düzenlemedeki acizliği, sistematik bir finansal krizi kontrol etmek için finansal otoritelerin becerisi üzerinde güvensizlik yaratır.

11. Bu durum, bankalar tarafından yaratılan ve genişleyen likidite seviyesi ile araçların kendileri tarafından durmadan aşındırılırken, finansal krizlerin yaygınlaşması ve derinleşmesi şeklinde olmaktadır.

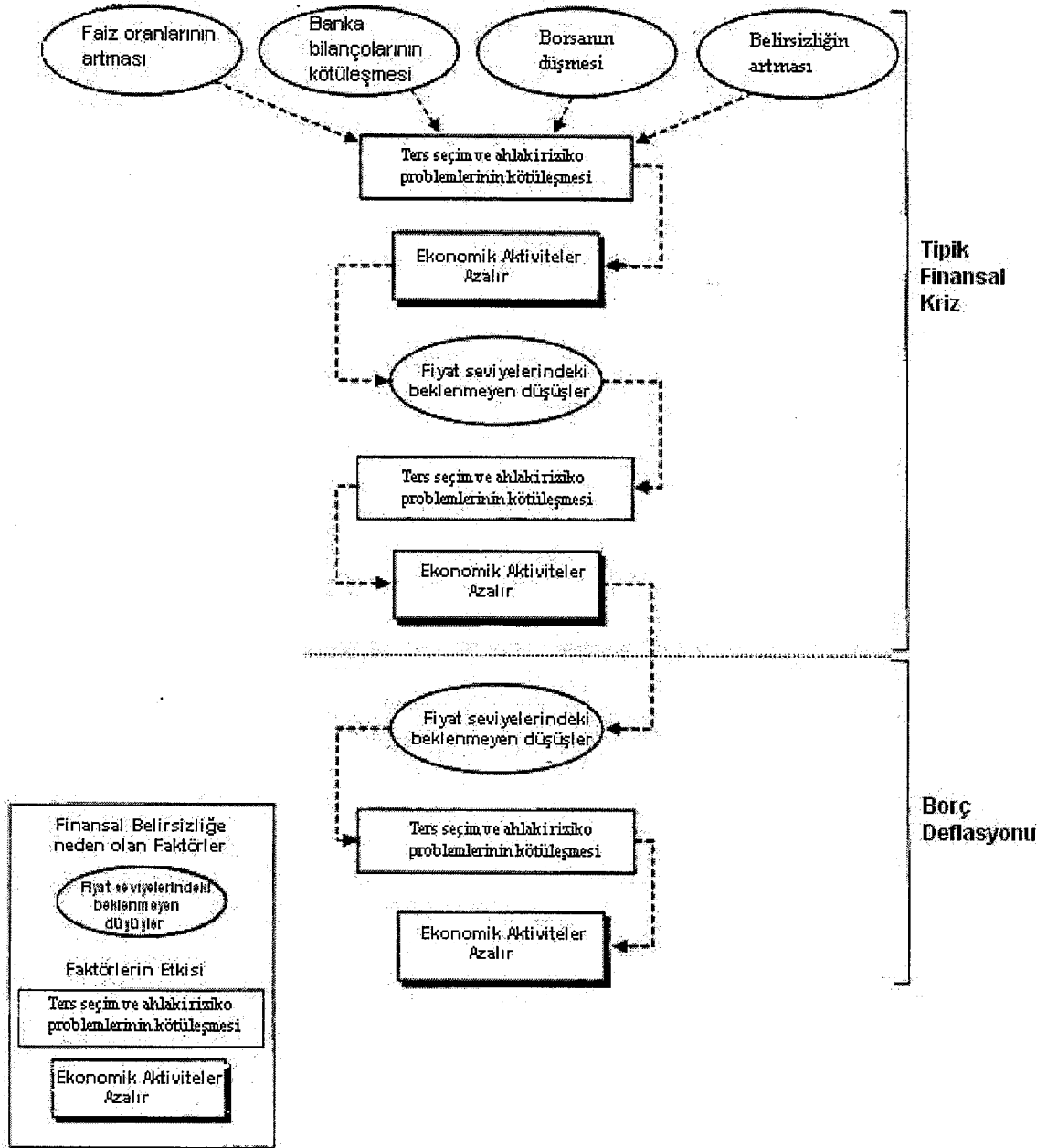
Finansal kriz dört başlık altında incelenebilir [12]. Para krizi, bankacılık krizi, sistemik finansal kriz ve dış borç krizi. Bir paranın değişim değeri üzerindeki spekülasyon saldı, paranın değer kaybetmesine veya paranın değer kaybetmesini önlemek için büyük miktarlarda döviz rezervlerinde azalmaya veya faizlerde astronomik düzeylerde yükselmesine neden oluyor ise bu para krizi olarak adlandırılmaktadır. Bankacılık krizi ise fiili veya potansiyel banka başarısızlıklarının, bankaların yükümlülüklerini yerine getirmesini engellemesi veya hükümetin bu başarısızlığı önleyecek şekilde müdahale etmeye zorlanması durumunda ortaya çıkmaktadır. Sistemik finansal krizler, finansal piyasaların etkin olarak çalışmasını engelleyerek reel ekonomi üzerinde önemli menfi etkilere sahip finansal bozulmalar olarak tanımlanmaktadır. Dış borç krizi ise bir ülkenin dış borcunu ister devlet isterse özel kesim olsun ödeyememesi durumunda ortaya sürdürülemez ekonomik dengesizliklere ve finansal varlık fiyatlarında (veya döviz kurunda) önemli dalgalanmalara sahip olmasıdır.

Finansal krizlere, son yıllarda yalnızca gelişmiş ülkelerde değil aynı zamanda gelişmekte olan ülkelerde sıkça rastlanılmaktadır. Bu krizlerin ülkelerin ekonomileri üzerindeki etkisi oldukça maliyetli olmaktadır. Ancak gelişmekte olan ülkelere nazaran etkisi daha az olmaktadır.

Bankalar, finans sektöründe önemli bir role sahiptirler. Bu sektörde yaşanan bir kriz fonların reel sektöre aktarılmasında aksamalar yaşanmasına neden olmaktadır.

Finansal kriz belirleyicileri temel olarak makroekonomik dengesizlik, küresel finansal şartlar, iç finansal yapı, döviz kuru rejimi, düzenleyici ve yönetici çevre koşulları ile ilintilidir. Bu bağlamda, yüksek reel faiz oranıyla bağlantılı yüksek enflasyona, bütçe ve mevcut hesap açıklarına, kur istikrarsızlığına ve düşük Gayri Safi Milli Hasıla büyüme oranına neden olacak genişletici politikalar temel makro ekonomik dengesizliklerdir. Ticarete en az %10 ve krizden 8 ay önce bozulma ile yurt dışı faiz oranındaki ani değişim finansal krizlere yol açan iki küresel durumdur. Finansal liberizasyonun faydaları, yükselen finansal kırılganlığın maliyetine baskın gelebilecektir. Çünkü erken finansal liberizasyon finansal istikrarsızlıkla bağlantılıdır. Öte yandan, kayda değer bir ahlaki risk seviyesi sunan açık ve/veya üstü kapalı mevduat sigortası ve bağımlı bir merkez bankası finansal krizleri hızlandıran iki temel içsel faktördür. Kredi tahsisinin doğrudan aracılığı ve fiyatlandırma ve bağımlı borç verme gibi düzenleyici ve yönetici bir çevrede yabancı kur riskini ve problemlerini teşvik eden sabit bir kur sistemi de finansal krizlerle ilişkilidir [13].

Finansal krizlere yol açan faktörler aşağıdaki şekilde sistematik olarak gösterilebilir (Bkz. Şekil.1) [14].



Şekil.1. Gelişmiş Ülkelerde Finansal İstikrarsızlığın Yayılması

Literatür ve katkı yapan çalışmalar baz alındığında finansal krizlerin süreçleri aşağıdaki şekilde sıralanabilir [15].

* İktisadi ünitelerin (hanehalkı, şirketler, bankalar, hükümet ve tüm ülke) bilançolarında sıklıkla meydana gelen bozulma,

* Kriz öncesinde mevcut hesap açığının GSMH'ya oranındaki artış,

* Sermaye akışının aniden ters dönmesi ve paranın beklenmedik aşınması,

* İç faiz oranları yükselmesi (Merkez Bankası tarafından kısmen başlatılır),

* Sonrasında hisse fiyatlarının düşmesi,

* Bankalardaki büyük kredi kayıpları ve kredilerin geri ödenmemesi ile bir bankacılık krizinin ortaya çıkması ve

* Krizi finansal kurumların ve şirketlerin geniş ölçekli iflası takip eder.

Mali sistemdeki bilançoların küçülmesi ile kredi hacminde de bir daralma söz konusu olacaktır. Doğal olarak ta reel kesim bundan olumsuz etkilenecektir. Dolayısıyla bankacılık sektöründe yaşanan krizler sadece sistemdeki bankalarla sınırlı kalmayıp, bağlantılı olduğu diğer kurum ve kuruluşlarında işlerinde aksama ve büyük iflaslar takip etmektedir.

III. FİNANSAL KRİZ GÖSTERGELERİ

Kaminsky para krizleri göstergelerini aşağıdaki Tablo.1'de derlemiştir [16].

Tablo.1. Para Krizlerinde Kullanılan Göstergeler

Birinci Nesil	Kamu Kesimi Açıkları/GSYİH,
İkinci Nesil	İhracat, İthalat, Reel Efektif Kur, Dış Ticaret Haddi, Yurt içi Reel Faiz Oranı
Üçüncü Nesil Krizler	Yurt içi Kredi Hacmi /GSYİH, M2/Rezervler, M2 Çarpanı, Mevduat, Hisse Senedi Fiyatı, Bankacılık Krizleri
Ülke Borç Krizleri	Borç/İhracat, Kısa Vadeli Dış Borç/Rezerv
Ani Duraklama Modelleri	Dünya Reel Faiz Oranları, Uluslararası Rezervler

Finansal kriz göstergelerinin seçilmesinde ülke ekonomilerinin mikro ve makro göstergeleri göz önünde bulundurulabilir (Bkz.Tablo.2) [17].

Tablo.2. Özet Öncü Göstergeler

Toplam Mikroekonomik Göstergeler	Makroekonomik Göstergeler
Sermaye yeterliliği Toplam sermaye oranları Sermaye rasyolarının frekans dağılımı	Ekonomik büyüme Toplam büyüme oranları Sektörel durgunluk
Aktif kalitesi <i>Kredi kurumları</i> Sektörel kredi konsantrasyonu Döviz cinsinden kullanılan kredi Takipteki alacaklar ve karşılıklar Kamu kurumlarına kullanılan krediler Aktiflerin risk profili İlgili krediler Kaldıraç oranları	Ödemeler dengesi Cari işlemler açığı Döviz rezervlerinin yeterliliği Dış borç (vade yapısı dahil) Dış Ticaret hadleri Sermaye hareketlerinin vade yapısı ve niteliği
Kredi kurumları Kredi-özsermaye oranları Kurum karlılığı Kurumlara ait diğer finansal göstergeler Hanehalkı borçları	Enflasyon Enflasyonun değişkenliği
Yönetimin kredi itibarı Gider rasyosu Çalışan başına kar Finansal kurumların sayısındaki artış	Faiz ve döviz kurları Faiz ve döviz kurlarının değişkenliği Yurtiçi reel faiz oranlarının seviyesi Döviz kuru istikrarı Döviz kuru taahhütleri
Gelir ve karlılık Aktif karlılığı Özkaynak karlılığı Gelir ve gider oranları Yapısal karlılık göstergeleri	Kredi ve aktif fiyatlarındaki hızlı büyüme Kredilerdeki hızlı büyüme Aktif fiyatlarındaki hızlı büyüme
Likidite Merkez bankasından finansal kurumlara kullanılan krediler Bankalararası faiz oranlarının sınıflandırılması Mevduatların parasal büyüklüklerle ilişkisi Kredi-mevduat oranları Aktif ve pasiflerin vade yapısı (likit aktifler rasyosu) İkincil piyasa likidite ölçümleri	Yayımla etkileri Ticari yayımla etkisi Finansal piyasa ilişkisi Öteki faktörler
Piyasa riski duyarlılığı Döviz kuru riski Faiz oranı riski Hisse senedi fiyatı riski Mal fiyat riski	Doğrudan kredi ve yatırımlar Bankacılık sektörüne yapılan kamu yardımları Ekonomide vadesinde ödenmemiş borçlar
Piyasa bazı göstergeler Hisse senetleri dahil finansal kurumların piyasa fiyatları Aşırı getiri göstergeleri Kredi derecelendirmesi Ülke kâğıtlarının getiri marjları	

Göstergelerin oluşturulmasında, iki yaklaşım kullanılmaktadır: İlki, Sinyalizasyon Yaklaşımı (Signalling Approach)'dır. Bu modellerde, çeşitli göstergelerin, normal zamanlardaki seyri ile kriz

dönemleri içindeki seyri arasındaki fark karşılaştırılır. İkincisi ise, Kalitatif Tepki Modelleri (Qualitative Response Model) dir. Bu model, regresyon teknikleri kullanılarak oluşturulur. Her iki yaklaşımda da makro ve mikro değişkenler kullanılmaktadır [18].

IV. BAŞLICA KRİZ MODELLERİ (TEORİLERİ)

Literatürde finansal krizlere ve finansal krizler konusunda yapılan modellemenin genel olarak üç çeşit olarak yapıldığı görülmektedir. Bunlar da ortaya konuşlarına paralel olarak birinci, ikinci ve üçüncü nesil kriz modelleri olarak adlandırılmaktadır [19,20].

Finansal krizleri açıklamak için pek çok ampirik model ve çalışmalar bulunmaktadır. Finansal krizler, ikiz krizler olarak adlandırılan bankacılık ve para krizleri olarak ayırma tabi tutulmuştur. Para krizleri kendi aralarında birinci, ikinci ve üçüncü nesil olarak kategorilere ayrılmıştır. Birinci nesil kriz modellerinde, 1980'lerde ve 1990'ların başında Latin Amerika ülkelerindeki krizler; ikinci nesil kriz modellerinde, 1994-1995 yıllarında Meksika krizi ve üçüncü nesil kriz modellerinde ise 1997-1998 yıllarındaki Güney Doğu Asya krizi açıklanmaya çalışılmıştır. Yaşanan bu krizler hem bölge ekonomilerini hem de gelişmekte olan ülke ekonomilerini etkilemişlerdir.

Krugman (1979) ile başlayan ve Flood ve Garber (1984) ile geliştirilen (Spekülatif Atak Modelleri olarak da adlandırılabilen) bu modeller, krizi ateşleyen temel makroekonomik faktörlerin önemini vurgulamakta ve para krizlerini, sürdürülemez politikalar ile yapısal dengesizliklerin kaçınılmaz sonucu olarak görmektedir. Bu tutarsız politikalara en çarpıcı örnek ise, bütçe açıklarını para basarak finanse eden genişleyici para politikaları ile sabit (veya yarı sabit) döviz kuru politikalarının birleşimidir. Böyle bir tutarsızlık, bir zaman için ve Merkez Bankası yeterince rezerv bulundurduğu sürece gözardı edilir; fakat rezervler düşük seviyeye indiğinde ve piyasalar tarafından yetersiz görüldüğünde, para üzerinde ani bir spekülatif atak oluşacaktır. Bu modellere göre, *makroekonomik temellerdeki bozukluklar* bir krizin göstergeleri olmaktadır. Bu temel bozukluklar, yüksek ve artan bütçe açıkları, yüksek para arzı artış oranları, yüksek enflasyon, aşırı değerli döviz kuru, geniş cari açıklar, uluslararası rezervlerde düşüşler ve yükselen ülke içi faiz oranları şeklinde sıralanabilir [21].

Birinci nesil krizlerin üç önemli bileşeni vardır [22]. Bunlardan ilki hükümetlerin zayıf makroekonomik politika uygulamasıdır. İkincisi ise krizlerin ani olmasına rağmen *deterministik* bir yapılarının olması yani kaçınılmaz olmasıdır. Üçüncü bir özellik ise, birinci nesil krizlerin büyük hasarlarının olmamasıdır.

1990'lardaki, uluslararası sermaye akışının canlandığı ve bozulduğu ve krizlerin dünyada filizlendiği deneyim akademik ve politika kuruluşlarını telaşlandırmıştı ve finansal bulaşıcılık ve Ani Duruş'u açıklamak için geniş bir teorik ve ampirik araştırma arşivi oluşturmuştur [23].

Mevcut birinci-ikinci ve üçüncü nesile ilave olarak Ani Duruş'ta ele alınmaktadır.

Calvo'nun da (1999) iddia ettiği gibi, sermaye akışındaki Ani Duruş (bu durumda *r (uluslararası faiz oranı)*'deki keskin yükselmeye nedenselleştirilmiş) sermaye ve yatırımdaki düşüşün ötesinde olumsuz bir etkiye sahip olabilecektir. İlave olumsuz etkinin varlığı mevcut makro modellere has standart bir özelliktir ve düzenleme maliyetiyle birlikte anılır. Karakteristik olarak, yatırım oranındaki değişme ne kadar büyükse ilintili olduğu düzenleme maliyetinin de o kadar büyük olduğu kabul edilir. Fakat, daha düşük net çıktıya neden olan bu maliyetlerin marjinal prodüktivite üzerinde doğrudan bir etkisinin olmadığı ve aynı derecede geçici olduğu varsayılır. Standart varsayım gibi düzenli konjonktür dalgalanmalarla ilgili olarak, şokların daha geniş ve yaygın olduğu ve iktisadi çevreyi temelinden değiştiren EMs'(yükselen piyasa ekonomileri)lerdeki Ani Duruş'u izleyen büyük bozulmaları doğuracağı belirgin değildir. Buna ek olarak, düzenleme maliyetinin modeldeki, sermayenin marjinal prodüktivitesini, θ (tesadüfi şok), etkilediği ve dinamik bir uzantıda, şokların oldukça kalıcı olduğu (özellikle yeteri kadar büyük ve zamanında yapılacak mali yardım eksikliğinde) varsayımı daha uygun gözükmektedir. Bu sebeple, nihayetinde Ani Duruş'un durumsal olmayan θ beklentilerini geçici olarak düşürmesi umulmalıdır. Ani Duruş'un sermayenin marjinal prodüktivitesini düşürmesinden ötürü, faiz oranı kriz öncesi seviyeye indiğinde dahi çıktı seviyesi durgunlaşır [24].

Ani Duruş'un marjinal prodüktivite üzerindeki etkisi muhtemelen devam eden yerli finansal kaosa bağlıdır. Bazı aşırı durumlarda, 2002 deki Arjantin gibi, yerli ödeme sistemi dahi durma noktasına geliyor. Araştırmada yerli krizlerin derinleşmesine katkıda bulunabilecek ve sonucunda, Ani Duruş'un olasılığını artıran, iki faktörü vardır. Bu faktörler Yerli Dolarizasyon Yükümlülüğü (YDY) ve ticari malların çıktısının bir payı olarak geniş bir mevcut hesap açığıdır (ödemeler dengesinde). YDY, GSMH'nın bir payı olarak yerli bankaların yabancı kambiyo kredileri olarak tanımlanabilir ve yurtdışı kambiyo kredilerinin ihmal edilme şansının yükselerek Ani Duruş'ların gerçek yüksek devalüasyonlarla ilintili olmasından ötürü bir risk faktörüdür. Öte yandan, ticari malların üretimi az olduğunda göreceli fiyatlarda muhtemelen büyük değişimlerin olduğu (finansal pazarlarda iyi bir alamet değildir), Ani Duruş'un karakteristik olarak keskin bir mevcut hesap düzenlemesine neden olmasından ötürü,

mevcut hesap açığı da (ticari malların yerli üretiminin bir payı olarak) bir risk faktörüdür. (Eğer ekonomi yalnızca ticarete konu olan malları üretiyorsa, reel kur oranında herhangi bir değişimde mevcut hesap ayarlaması ortaya çıkacaktır) [24].

Krugmann'ın mali açıklar ile kriz arasında ortaya koyduğu ilişki aşağıdaki şekilde gösterilebilir (Bkz. Şekil.2) [25].

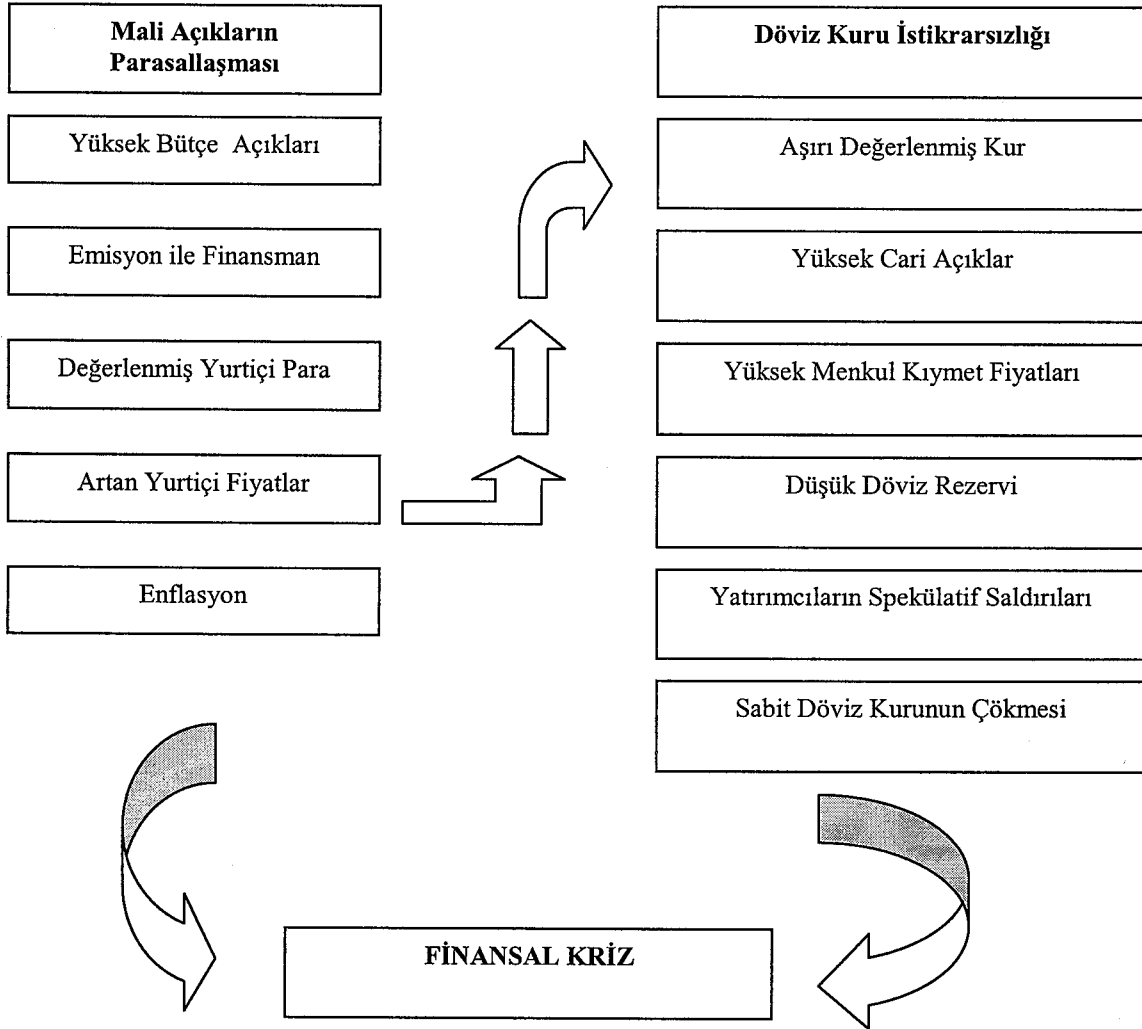
V. FİNANSAL KRİZLERİN ETKİLERİ

Gelişen ve geçiş ekonomilerinin finansal krizlere özellikle eğilimli olduğu bilinmektedir. Krizlerin birçok yolla yoksulluğu derinleştirir ve gelir dağılımını kötüleştirir. Bu etkiler; [26]

Daha Zayıf Ekonomik Aktivite: Finansal bir kriz resmi sektördeki işlerin yitimi dolayısıyla işçilerin

kazançlarında düşmeye, gayri resmi sektör tarafından sunulan hizmet talebinin düşmesine ve çalışma saatleriyle reel ücretlerin kesilmesine neden olur. İşlerini kaybeden resmi sektör çalışanları gayri resmi sektörlere geçtiğinde, bu pazar üzerinde ilave bir baskı yaratırlar.

Göreceli Fiyat Değişimi: Finansal bir kriz tipik olarak göreceli fiyatları değiştiren geniş kur aşınmalarını barındırır. Örneğin, ticarete konu olan malların (tradables) fiyatları olmayanlara göre yükselir, bu da ticarete konu olmayan malların sektöründeki çalışanların kazancının düşmesine neden olur. Aynı zamanda, artan ihracat talebi, ihracat sektöründe istihdam edilenlerin sayısının ve kazançlarının artmasına neden olur. Kur aşınması aynı zamanda tüketici fiyatlarını da etkiler ve ithal edilen gıdaların yüksek fiyatı ise, gelirlerinin büyük bölümünü gıdaya ayıran hanehalkını ve yoksul bireyleri etkiler.



Şekil.2. Mali Açıklar ve Finansal Kriz İlişkisi

Mali tasarruf: Hükümetler sık sık parasal ve mali durumu sıkıştırarak krizlere karşılık verir, sosyal programlardaki kamu harcamalarını, hanehalkı ödemelerini, ücretleri ve maaşları keser.

VI. FİNANSAL KRİZLERLE MÜCADELE YÖNTEMLERİ

Finansal krizlere neden olan en önemli faktörler; aşırı borçlanma, sermaye hareketliliği, döviz kuru politikası ve enflasyon şeklinde sıralanabilir. Kanımızca en önemlileri aşırı borçlanma ve uluslar arası sermaye hareketliliği işlemleridir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin aşırı borçlanması ve borcu borçla kapatmaya çalışmaları bir kısır döngüye neden olmaktadır. Küreselleşme olgusuyla birlikte sermayenin sınır tanımadan yüksek faiz oranına sahip gelişmekte olan ülkelere akması ve olası bir kriz durumunda ülkeden ani çıkışı ile finansal piyasalarda kriz ortamını hızlandırdığı aşikardır.

Finansal krizlerle mücadelede kullanılacak yöntemler, başlıca politikalar aşağıda başlıklar altında gösterilebilir.

1) Sermaye hareketlerine ilişkin önlemler:

Bir ülkeye yapılan sermaye girişlerinin finansal krizlere neden olacak boyutta olması durumunda; ya sermaye girişlerini azaltmaya yönelik tedbir alınmalı ya da sermaye girişlerine vergi uygulanmalıdır. Tobin vergisi olarak ta adlandırılan bu vergi sisteminde ülkeye yönelik sermaye girişleri pozitif bir etki yaratırken olası bir kriz durumunda ani çıkış yaratılmasından dolayı negatif etki yaratmaktadır. Bu ani çıkışların önüne geçmek için vadelerine göre vergi uygulanmalıdır. Buna göre kısa vadede yüksek, uzun vadede ise düşük vergi alınmalıdır.

2) Kamusal borçlanma

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 satısa 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 artırılması, ülke

parasının değerinin düşme riskini azaltarak piyasalar üzerinde olumlu etkiler oluşturabilir [25,27].

Konuyu geliştirmekte olan ülkeler bağlamında ele aldığımızda finansal krizlere karşı bazı önemli önlemler aşağıdaki noktalarda toplanabilir [4].

İlk olarak, yabancı yatırım ve dışı borç alıcı ülkenin ekonomisine iyi bir destek sağlar. Bununla beraber, yabancı sermaye, özellikle kısa-vadeli fonlar (sıcak para diye adlandırılır), bir milletin ekonomik şoklarla baş edebilme yeteneğini de zayıflatır. Birçok araştırmacı ve uygulamacı uluslararası kısa vadeli fonların uluslararası finansal pazardaki istikrarsızlığın en önemli faktörlerinden biri olduğunu idrak etmişlerdir. Sonuç olarak, bazı uzmanlarında belirttiği gibi, dış sermayenin büyüklüğü, özellikle kısa vadeli sermayenin, bir ekonominin emici kapasitesinin rasyonel sınırları dahilinde kontrol altında tutulmalıdır [28].

İkinci olarak, kısa vadeli borçlar orta-gelirli ülkeler için en önemli istikrarsızlaştırma faktörlerinden biridir. Sağlıklı bir ekonomik büyüme sağlamak için, özellikle kısa vadeli borçları ve kısa vadeli yatırımları kontrol edecek, verimli ve etkin bir makro ekonomik kontrol sistemi geliştirilmelidir. Gelişen ülkeler yabancı yatırım ve borçlardan ancak şeffaf, güçlü ve iyi düzenlenmiş finansal pazarlar sayesinde faydalanabilir. Pazarın liberizasyonunu finansal kurumların ve finansal pazarların hassas düzenlemeleri takip etmelidir.

Üçüncü olarak, yabancı fonlara olan aşırı güvenin bir sonucu da orta-gelirli gelişen ülkelerin harici şoklara karşı savunmasız kalmasıdır. Bunun yanı sıra, uzun vadeli bakış açısıyla, gelişen orta-gelirli ülkeler uzun dönemli gelişme amaçlarını karşılamak için yerli tahvil pazarını oluşturmalarıdır. Eğer gelişen ülkeler yüksek tasarruf oranının avantajını sağlarlarsa ve finansal pazar ve sistemlerini kayda değer ölçüde geliştirirlerse, ikame yabancı fonlar yerli üretim fonlarla birlikte olası ve faydalı olurlar. Yerli fonlar genelde daha durağan ve finansal şok anlarında tampon görevi görürler. Birçok uluslararası yatırımcı için de daha yüksek yerli fon oranına sahip ülkelere yatırım yapmak daha güvenlidir.

Dördüncü olarak, yüksek teknoloji finansal sistemlerle ilintili sermaye akışlarındaki yoğun artışın bir sonucu da küresel finans pazarlarının uygun bir dengeyi yakalayamamasıdır. Bu, finansal krizler için hala benzer bir durum olduğu anlamına gelmektedir. Önceki finansal krizlerin anılığı, şiddeti ve süresi benzer krizlerin tekrar olabileceğinin uyarılarıdır. Tarihi deneyim bize gösteriyor ki, finansal krizler bir kez başladı mı, durdurmak çok güç oluyor. Buna ek olarak, krizler oldukça bulaşıcı olabiliyor ve hızlıca diğer ülkelere yayılabiliyorlar. Krizlerden sonra, iyileşmek için çok fazla çaba sarfedilebiliyor. Sonuç olarak, krizlerin olası ortaya çıkışlarını tahmin etmek ve koruyucu tedbirler olmak önem arz eder.

Maalesef, donanımlı finansal yönetim kadrolarının azlığı gelişmekte olan ülkelerde hala kritik bir zayıflıktır. Eğer bu sorun ivedilikle ve etkin bir şekilde tanımlanamazsa, başka finansal krizler tarafından saldırıya uğramak yalnızca zaman ve şiddet meselesidir.

Beşinci olarak, çalışmada daha yüksek net-gelir oynaklığına maruz kalan orta gelirli bir ülkenin finansal bir kriz tarafından saldırıya uğramaya daha meyilli olduğunu ortaya çıkarılmıştır. Bu beklenmeyen fenomen neden ortaya çıkar? Bunun iki türlü açıklaması olabilir. İlki yüksek oynaklıkta kötü yönetimin olmasıdır. Ortalama gelirli bir ülke yüksek oynaklıkta bir net dış gelire sahip olduğunda, bu milletlerin politika yapıcıları çok geç olmadan ciddi bir politika izlemekte gönülsüz davranırlar. İkinci açıklama ise, mağdur ülkelerin ekonomik yapılarının iyi inşa edilmediği ve finansal krizlerin saldırılarına karşı gelemediği yönündedir. Bu nedenle, politik etkiden kurtarılmış ve ulusal ekonomik yapıyı denetleyecek yetide bağımsız bir para politikası organı kurmak önem arz eder.

VII. SONUÇ

1990'lı yıllarda yaşanan krizler, yeni kriz yaklaşımlarını gündeme getirmiş ve mali istikrarın sağlanması önem kazanmıştır. Finansal krizlerin ortaya çıkışı farklı unsurlara sahip olmasına rağmen yarattığı etki aynı olmaktadır. Yaşanan krizler, kriz nedeni olarak görülen küreselleşmenin engellenemeyeceğini göstermiştir. Krizlerle baş etmek için gerekli önlemlerin acilen alınması ve krizin yayılma riskinin en aza indirilmesi konusuna önem verilmelidir.

Fon hareketlerinin yaratmış olduğu krizlerin önlenmesi anlamında fon hareketlerinin girişi ve çıkışları hükümetlerce sınırlandırılabilir. Bu uygulama ile birlikte ani fon çıkışlarının yaratacağı krizler önenebilir. Diğer taraftan küreselleşme sürecinin durdurulamaması ile birlikte fonlardan elde edilen kazançlar üzerine Tobin vergisi konulabilir. Tobin vergisi sayesinde fondan elde edilen kazanç azalmakta böylelikle kısa vadeli hareketlerin önüne geçilmeye çalışılmaktadır.

Son olarak önemle belirtmek gerekir ki, finansal krizler ile mücadele de tek ülkenin alacağı önlemler, krizlerin doğası gereği yetersiz kalacaktır. Uluslar arası işbirliğinin yanı sıra uluslar arası finansal kurumların yeniden dizaynı önemli bir zorunluluktur. Bu anlamda, IMF rolü yeniden gözden geçirilmelidir. IMF krize giren ülkelerin finansal sistemini düzluğe çıkarmak amacıyla, acil fon transferi imkanlarını kolaylaştırmalı ve ülkelerin finansal yapılarının sağlamlaştırılması için her türlü teknik desteği sağlamalıdır.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- [1] Romain, R.; Tornell, A. & Westerman, F.(2005). Systemic Crises and Growth, *NBER Working Paper Series, Working Paper*, 11076, 1-33. (<http://www.nber.org/papers/w11076>). [26.11.2008].
- [2] Manasse, P.; Rubini, N. & Schimmelpfennig, A. (2003). Predicting Sovereign Debt Crises. *IMF Working Paper/02/221*.
- [3] Gerni, C.; Emsen, S. & Değer, M.K. (2005). Erken Uyarı Sistemleri Yoluyla Türkiye'deki Ekonomik Krizlerin Analizi. *Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, (2), 39-62.
- [4] Liu, W. (2007). An Empirical Study of Financial Crises Among Middle-Income Countries Between 1993-2003. *Asia Pacific Journal of Finance and Banking Research*, 1(1), 1-33.
- [5] Eren, A. & Süslü, B. (2001). Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye'de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi. *Yeni Türkiye*, 41(7), 662-674.
- [6] Mishkin F.S. (1996). Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. *Annual World Bank Conference on Development Economics*, The World Bank, 29-62.
- [7] Mishkin F.S. (2001), Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries, *NBER Working Paper Series*, Working Paper 8087, 2-3. (<http://www.nber.org/papers/w8087>). [26.11.2008].
- [8] Feldstein, M.(1999). Self-Protection for Emerging Market Economies. *NBER Working Paper Series*, 6907, 1-23.
- [9] Cecchetti, S.G. (2008). Crisis And Responses: The Federal Reserve And The Financial Crises of 2007-2008. *NBER Working Paper Series*, Working Paper 14134, June, 1-23. (<http://www.nber.org/papers/w14134>) [25.11.2008].
- [10] Girón, A. & Correa, E., *Emergent Markets And Fragility (Latin America And Mexico)*, 1-21. (<http://project.iss.u-tokyo.ac.jp/nakagawa/members/papers/GironAlicia.pdf>). [26.11.2008].
- [11] Aglietta, M. (1995). *Macroeconomie financiere*. Paris: La Decouverte.
- [12] IMF (1998). *World Economic Outlook*. 1-221, (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo0598/index.htm>). [16.12.2008].
- [13] Gülcan, Y. & Ayhan, D. (2004). Leading Financial Crises Indicators in Turkey. *Journal of Istanbul Kültür University*, 2(2), 35-44.

- [14] Mishkin, F.S. (1998). International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability. *NBER Working Paper Series*, Working Paper 6390, National Bureau of Economic Research, 1-33. (<http://www.nber.org/papers/w6390>). [26.11.2008].
- [15] Semmler, W. (2000). *Exchange Rate Volatility, Financial crisis and large Output Loss: Stylized Facts and Some Useful Theories*. 1-12. (<http://www.ejournal.unam.mx/moe/no112/MOE11202.pdf>). [25.11.2008].
- [16] Kaminsky, G.L. (2003). Varieties of Currency Crises. *NBER Working Paper Series*. Working Paper 10193, 1-29. (<http://www.nber.org/papers/w10193>). [16.12.2008].
- [17] Evans, O.; Leone, A.M.; Gill, M. & Hilbers, P. (2000). Macprudential Indicators of Financial System Soundness, *International Monetary Fund*. Occasional Paper, 192, Washington DC, 1-47.
- [18] Bell, J. (2000). Leading Indicator Model of Banking Crisis: A Critical Review. *Financial Stability Review*, (9), 116-117 (<http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2000/fsr09art3.pdf>). [25.11.2008].
- [19] Isard, P.; Razin, A. & Rose, A. (2000). *International Finance and Financial Crises: Essays in Honor of Robert P. Flood Jr.* Washington DC.: Kluwer Academic Publishers.
- [20] Sakarya, B. (2008). Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları. *Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı, Çalışma Tebliği*, (2), 1-41.
- [21] Yay, G.G. (2001). 1990'lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi. *Yeni Türkiye*, Ekonomik Kriz Özel Sayısı II, (42), 1234-1248.
- [22] Krugman, P. (2001). Crises: The Next Generation? *Economic Policy in the International Company*. Assays in Honor of Assaf Razin (Ed.: Helpman, E. & Sadka, E.). (<http://books.google.com/books>). [29.12.2008].
- [23] Kaminsky, G.L. (2008). Crises and Sudden Stop: Evidence from International Bond and Syndicated-Loan Markets. *NBER Working Paper Series*. Working Paper 14249, 1-17. (<http://www.nber.org/papers/w14249>). [25.11.2008].
- [24] Calvo, G.A. (2005). Crises in Emerging Market Economies: A Global Perspective, *NBER Working Paper Series*, Working Paper 11305. 1-40, <http://www.nber.org/papers/w11305>. [25.11.2008].
- [25] Şimşek, H.A. (2008). Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Maliye Politikaları: Teorik Bir Değerlendirme. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13(1), 183-208.
- [26] Baldacci, E.; Mello, L. & Inchauste, G. (2002). Financial Crises, Poverty, And Income Distribution, *Finance & Development*, A quarterly magazine of the IMF, 39 (2), June. (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2002/06/baldacci.html>). [25.11.2008].
- [27] Keller, C.; Rosenberg, C.; Roubini, N. & Setser, B. (2002). The Bottom Line. *Finance and Development*, 39(4), (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2002/12/keller.htm>). [25.11.2008].
- [28] Guitan, M. (1998). The challenge of managing global capital flows. *Finance & Development*, 35(2). (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/06/guitian.htm>). [25.11.2008].

Reengin AK (reenginak@yyu.edu.tr) is graduated from İstanbul University. She finished her master and Ph.D studies in Social Sciences Institute at İstanbul University. She was appointed as assistant Professor to Van Yuzuncu Yıl University, Department of Economics in 2003 and she stil continuing his service. Her academic research areas are globalization, money & banking and female labour.

Levent ÇİNKO (leventcinko@marmara.edu.tr) has graduated from İstanbul University. He finished his master and Ph.D studies in Social Sciences Institute at Marmara University. He is an Assistant Professor of Economics and the General Secretary of Marmara University. His research areas are financial crises, foreign direct investment, globalitization, money policy and crisis models.