

FINANSAL KRİZLERİN ANATOMİSİ

Nejla ADANUR AKLAN

Uludağ Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü, Araştırma Görevlisi, Dr.

Abstract: Financial crisis met not only in Latin American and Asian Countries but in Turkey as well require that this issue be investigated again. Capital flows are the exchange of the money in international fields. After Bretton Woods system collapsed in world economy, financial markets have gained more international character due to capital flows. During 1990's capital flows gained short term character. The most important cause of this is that systematic risk is high owing to potential balance of payments problems and currency risk which is present in most of the developing countries. The fact that systematic risk is high has caused the risk premium added to interest rates to be determined high. Those countries have become attractive investment fields for short term capital having a speculative structure. Short term capital flows are composed of exchange credits obtained from foreign markets by commercial banks and foreign time deposits accounts of foreigners and portfolio investments in stock markets. Financial liberalization arrangements having importance from the second half of 1980's in the world economy have abolished the obstacles in front of capital flows. The main reason of financial crisis met in Turkey and in some developing countries in the 1990's is the liquidity scarcity resulting from sudden capital outflows of short term flows. Sudden decrease of capital flows resulted in net foreign asset losses in significant quantities in those countries.

The primary aim of our study is to define the importance of "speculative attacks" in the formation of crisis. In our study, speculative attack case has been taken up and investigated in view of fixed foreign exchange rate systems.

I. GİRİŞ

Kişi başına gelir seviyesinin yüksek olduğu ve önemli miktarda modern fiziksel sermaye mallarına sahip olan gelişmiş ülkelerde piyasa faiz hadleri, düşük tasarruf ve yüksek fiziksel sermaye ihtiyacına sahip gelişmekte olan ülkelere göre daha düşüktür. Gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek faiz oranları bu anlamda uluslararası finansal sistemde sermaye akımlarını teşvik eden bir unsur haline gelmektedir. Faiz oranlarındaki yükselme ile birlikte, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının 1990'lı yıllarda kompozisyonu değişmiştir. Ağırlıklı olarak portföy yatırımı şekline dönüşen sermaye akımları nedeniyle uluslararası finansal sistemde banka dışı kurumsal yatırımcıların önemi artmıştır. Söz konusu yatırımcılar, kısa dönemli fonlarını yüksek faiz-düşük kur uygulayan ülkelere yönlendirerek spekülative kazanç elde

etmeyi hedeflemişlerdir. Sermayenin yöneldiği ülkelerde uygulanan sabit kur sistemleri de yatırımcıların hedeflerini gerçekleştirmelerini olanaklı kılmıştır. Ancak söz konusu sistemde gelişmekte olan ülkeler, "spekülative atak" olarak nitelendirilen ve ulusal paralar üzerinde baskı yaratarak makro ekonomide istikrarsızlıklara neden olan sermaye çıkışlarıyla karşı karşıya kalmışlardır.

Çalışmamızın temel amacı, sermaye akımlarını yönlendirmenin bir aracı olarak kullanılan sabit döviz kuru uygulamasının spekülative ataklara açık yapılarını ortaya koymaktır. Çalışmamızda ayrıca, gelişmekte olan ülkelerdeki kriz oluşumunu etkileyen faktörlerden hareketle, Türkiye ekonomisi'nde yaşanan son dönem krizlerinin bir değerlendirilmesi yapılacaktır.

II. FINANSAL KRİZLERİN BAŞLICA NEDENLERİ

Finansal krizlerin nedenlerine yönelik olarak literatürde çok farklı görüş söz konusudur. Ancak söz konusu görüşler içinde başlıca iki yaklaşım ağırlık kazanmaktadır. Bu yaklaşımlardan ilki finansal liberalizasyon, diğeri ise sabit döviz kuru sistemidir.

II.1. Finansal Liberalizasyonun Kriz Oluşumuna Etkileri

Ülkeler finansal liberalizasyona bağlı olarak döviz kontrollerini kaldırmaya ve finansal piyasalarını yeniden düzenlemeye başladıklarında, zayıf ülke paraları global sermaye akımlarından etkilenerek oldukça istikrarsızlaşmıştır. Söz konusu şartlarda Bretton Woods gibi ayarlanabilir askı sistemini işletmekte mümkün olmamıştır. 1971-1973 dönemindeki spekülative ataklar, Bretton Woods sisteminin işleyişini güçleştirmiştir.

Uluslararası para sistemine istikrar kazandırmak ve ülkelerin ödemeler dengesi sorunlarını çözmek gibi temel amaçlarla kurulmuş olan Bretton Woods sistemi, ABD Dolarını temel para olarak almış ve bu paraya dayalı bir altın kambiyo sistemi benimsemiştir. Ancak gerek üye

ülkelerin savaş sonrası ihtiyaç duydukları likiditenin temin edilememesi, gerek ABD'nin dış ödemeler dengesi açıkları ve gerekse altın miktarının arttırılamamasının neden olduğu sorunlar, 1944 yılında kurulan sistemin 1971 yılında terk edilmesine yol açmıştır [1]. 1980'li yılların son döneminde ise Avrupa Tek Pazarı hedefine bağlı olarak sermaye kontrolleri kaldırıldığında sistem, spekülasyon ataklara daha açık hale gelmiştir.

Finansal liberalizasyon süreci ile birlikte gelişmekte olan ülkelere yüksek reel faiz oranlarından yabancı sermaye girişi teşvik edilmiştir. Sermaye girişi, ulusal paralarını dolara sabitleyerek sabit döviz kuru sistemini uygulayan hükümet politikalarıyla da desteklenmiştir.

Finansal liberalizasyona bağlı olarak gelişen yüksek reel faiz oranları, gelişmekte olan ülkelerdeki bankacılık sektörünün likidite krizlerinin önemli sebeplerinden birini teşkil etmektedir. Faiz oranlarındaki yükselme, gelişmekte olan ülkelerdeki finansal istikrarsızlığın önemli bir göstergesidir. Çünkü yüksek faiz oranlarından borç verme işlemleri, piyasada riski seven yatırımcıların olduğunu ve kredi riskinin yükseldiğini ortaya koymaktadır. Faiz oranlarındaki yükselmenin bankacılık sisteminin net serveti üzerine etkileri söz konusudur. Faiz oranlarındaki yükselme, şimdiki değer itibarıyla varlıkların değerindeki azalmayı hızlandırarak, bankacılık sisteminin net servetini etkilemektedir. Çünkü uzun vadeye sahip varlıkların değeri, kısa vadeye sahip yükümlülüklerin değerindeki artıştan daha fazla azalmaktadır [2].

Ancak faiz oranlarının yükseltilmesi gerektiğini savunan görüşler de mevcuttur. Söz konusu görüşün finansal liberalizasyon literatüründeki en önemli temsilcileri, McKinnon ve Shaw'dır.

Mc Kinnon-Shaw'a göre [3-4], negatif faiz uygulamaları gibi finansal baskıyı teşvik eden politikalar da tasarruf eğilimini düşürmektedir. Finansal liberalizasyon sonunda gerçekleşen yüksek faiz oranları, hanehalkının tasarruf eğilimini arttırmaktadır. Mc Kinnon-Shaw hipotezinde finansal aracılık hizmetleri ile reel faiz oranları arasında güçlü bir ilişkinin bulunduğu vurgulanmaktadır. Reel faiz oranları rekabet edilebilir seviyenin altına düştüğünde, finansal baskıdan söz edilmektedir. Yüksek reel faiz oranları finansal tasarrufları ve finansal aracılık hizmetlerini teşvik etmekte ve bundan dolayı özel sektöre yönelik krediler artmaktadır. Bu durum, dolaylı olarak yatırım ve ekonomik büyümeyi teşvik etmektedir. Mc Kinnon-Shaw [3-4] hipotezinde vurgulanan temel husus, reel faiz oranlarının tasarruflar üzerindeki miktar etkisidir [5]. Ancak uygulamadaki örneklerin bir kısmı Mc Kinnon-Shaw hipoteziyle bağdaşmamaktadır. Latin Amerika'daki finansal baskı sürecini takiben ağırlık kazanan ulusal sermaye piyasalarının liberalizasyonuna yönelik uygulamalar, 1980'li yıllarda başarısızlıkla sonuçlanmıştır.

Söz konusu ülkelerdeki finansal liberalizasyon uygulamaları, finansal sisteme yönelik kurumsal düzenlemelerin yapılmadığı bir ortamda gerçekleştirilmiştir. Finansal baskının kaldırılarak kurumsal düzenlemeler yapılmadan finansal liberalizasyon politikalarına ağırlık verilmesi, finansal piyasaları krizlere açık hale getirmiştir [5]. Gelişmekte olan ülkelerde finansal liberalizasyon ile birlikte 1990'lı yıllarda uluslararası sermaye girişleri ile beslenen bir kredi arzı genişlemesi söz konusu olmuştur. Bu dönemde bankacılık sistemi aşırı risk yüklenerek kredi arzını arttırmıştır [6].

Uluslararası sermaye akımları nedeniyle oluşan likidite fazlalığı, gayrimenkul ve menkul değerler piyasalarına yönelmiştir. Söz konusu piyasalara yönelen likidite fazlası, bu piyasalarda gayrimenkul ve menkul değer fiyatlarında artışlara neden olmuştur. Gayrimenkul ve menkul değer fiyatlarında meydana gelen fiyat yükselmelerinde iki temel süreç söz konusudur. 1. Finansal liberalizasyon veya merkez bankasının izlemiş olduğu genişleyici kredi politikaları. Kredi genişlemesi özellikle gayrimenkul ve menkul değerler piyasasında fiyat arttırıcı bir etki yaratmaktadır. 2. Kısa vadeli borçlanarak yüksek fiyattan gayrimenkul ve menkul değer satın alınmasına yönelik yatırımcıların borçlarını geri ödeyememeleri, finansal sistemde istikrarsızlık yaratmıştır. Bankacılık veya döviz krizleri söz konusu ödeme güçlüklerini takiben meydana gelmiştir [7]. Meksika son dönem krizlerine örnek olarak gösterilebilecek bir ülkedir. Meksika'da finansal liberalizasyona bağlı olarak 1990 yılında bankalar özelleştirilmiştir. Söz konusu dönemde banka kredilerinde önemli artışlar meydana gelmiştir. Banka kredileri 1980 yılında GSYİH'nin %10'unu iken, 1994 yılında %40 düzeyine ulaşmıştır. Hisse senedi fiyatlarındaki yükselmeler 1990'lı yıllarda da devam etmiştir. Ancak 1994 yılında ulusal paranın yabancı paralar karşısında değer kazanması aktif fiyatlarındaki yükselmeyi azaltmıştır. Hisse senedi ve diğer varlıkların fiyatlarında meydana gelen düşüşler bankacılık ve döviz krizlerine neden olmuştur [7]. Kredi genişlemesi söz konusu olduğunda yatırımcılar, riski yüksek yatırım projelerine yönelmektedirler. Ayrıca gelecek dönemlerde kredi genişlemesi olacağına dair beklentiler arttığında, cari dönem varlık fiyatları yükselmektedir. Varlık fiyatlarındaki ani yükselmeler muhtemel bir krizin öncüsü olarak değerlendirilebilir [7].

Gelişmekte olan ülke krizlerinin oluşumunda sermaye akımlarının etkisi büyüktür. Sermaye akımlarını tamamen dışsal olarak değerlendirmek mümkün değildir. Bankacılık sektörünün sermaye akımlarını teşvik konusunda önemli bir işlevi vardır. Finansal sisteme giren yeni sermaye, bankacılık sistemi tarafından piyasaya kredi olarak verilerek likidite fazlası yaratıldığından, gayrimenkul ve hisse senetleri fiyatlarında artış meydana gelmektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki bankacılık sistemi, kısa vadeli finansman ihtiyaçlarını yabancı

kaynaklardan karşılamaktadır. Sermaye çıkışının söz konusu olduğu durumlarda kredi arzı daraldığından, finansal sistem istikrarsızlaşmaktadır [8]. Demirgüç-Kunt ve Detragiache [9] çalışmalarında, banka krizlerinin meydana gelmesinde, makroekonomik gelişmelerden kaynaklanan istikrarsızlıklar dışında, bankacılık sisteminin yapısından kaynaklanan sorunların da etkili olduğunu savunmuşlardır. Özellikle bankacılık sisteminin kredi arzını büyük ölçüde sermaye girişlerine bağlı hale getirmesi, sermaye çıkışlarının olduğu durumda sistemde kriz oluşumunu hızlandırmıştır. Ayrıca mevduat sigortası uygulaması, bankacılık sisteminin riske duyarlılığını azaltarak, geri dönüşü riskli yatırım projelerine kredi arzını arttırmıştır. Söz konusu uygulama, bankacılık sisteminin mali yapısının zayıflamasına neden olan önemli bir etkidir [9]. Kredi arzının sermaye akımlarıyla bağlantılı hale gelmesi, varlık fiyatlarındaki değişimi arttırmaktadır. Sermaye girişlerinin arttığı dönemde varlık fiyatlarının yükselmesi, çıkışlarının arttığı dönemde ise varlık fiyatlarının düşmesi, gelişmekte olan ülkelerin gayrimenkul ve hisse senedi piyasalarında istikrarsız bir fiyat yapısına neden olmaktadır.

Mc Kinnon and Pill [10] ve Krugman [11] gibi bazı iktisatçıların çalışmalarında ahlaki tehlike (Moral Hazard) ile son dönem gelişmekte olan ülke krizleri arasında bağlantı olduğu savunulmaktadır. Söz konusu görüşlere göre son dönem Asya krizi gelişmekte olan ülkelerdeki hükümet garantilerinin neden olduğu, aşırı borçlanma veya aşırı risk yüklenimlerinden kaynaklanmaktadır. Sachs'a göre [12] ise bu süreci finansal liberalizasyona bağlı olarak gelişen ve mali piyasalar üzerindeki denetimleri zayıflatan uygulamalar hazırlamıştır. Sermaye yapıları zayıf olan bankaların finansal liberalizasyon ile birlikte mevduat toplamak amacıyla faiz oranlarını yükseltmeleri ve söz konusu kaynakları riskli yatırım projelerine aktarmaları, gelişmekte olan ülkelere mali sistemi zayıflatan önemli bir başka faktördür [13]. Kurumsal düzenlemeler sağlanmadığında bankacılık sektörü, finansal liberalizasyon ile birlikte yönetim kapasitelerini aşan ölçülerde riskli yatırım projelerine yönelmektedir [14]. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerdeki bankacılık sektörünü likidite krizlerine açık bir hale getirmektedir.

Literatürde para krizlerinin bankacılık krizlerine bağlı olduğunu savunan görüşler mevcuttur. Söz konusu görüşler de bankacılık krizlerinin oluşumuna neden olan temel faktörün finansal liberalizasyon olduğu vurgulanmaktadır [15]. Para krizleri ile bankacılık krizleri arasındaki nedenselliğin yönü ile ilgili olarak Stoker [16] ise ödemeler dengesizliğinden bankacılık krizlerine doğru bir ilişki kurmaktadır. Stoker'a göre, yurtdışı faiz oranlarında yükselme şeklinde gerçekleşen bir dış kaynaklı şok, sabit döviz kuru şartlarında uluslararası rezervleri azaltmaktadır. Sterilizasyon politikaları uygulanmadığında bu durum, kredi arzının azalmasına, banka iflaslarına ve finansal krizlere neden olmaktadır.

Bu noktada devalüasyon uygulanması ise yabancı paralar cinsinden yükümlülükleri bulunan bankaların açık pozisyonlarını zayıflatmaktadır. Bazı çalışmalarda [17] ise finansal sektördeki sorunların para krizlerine neden olduğu savunulmaktadır. Söz konusu çalışmalara göre, merkez bankasının finansal kuruluşların açıklarını finanse etmek amacıyla para basması, Klasik Teoride vurgulandığı gibi, aşırı parasal genişlemeden kaynaklanan para krizlerine neden olmaktadır. Para ve bankacılık krizleri arasındaki nedenselliğin çift yönlü olduğunu savunan görüşler de [18] mevcuttur. Döviz kuruna dayalı istikrar programları bu duruma örnek olarak gösterilebilir. Çünkü bu programlarda enflasyon, uluslararası seviyesine aşamalı bir şekilde düşmektedir. Bu noktada reel döviz kuru kümülatif olarak değer kazanmaktadır. Programın ilk aşamasında dış borçlanma ile finanse edilen ithalata bağlı olarak ekonomik aktiviteler genişlemekte, ilerleyen aşamalarda ise giderek artan cari işlemler bilançosu açıkları nedeniyle istikrar programları sürdürülemez bir nitelik kazanmaktadır. Söz konusu aşama, ulusal paraya karşı spekülasyon ataklarının başladığı aşamadır [15].

Krugman'a göre [19], globalizasyon ve sermaye akımlarının liberalizasyonu, oldukça istikrarsız bir finansal sistem yaratmıştır. Benzer bir görüş Stiglitz [20], tarafından da paylaşılmaktadır. Stiglitz'e göre, gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarının yeni politika düzenlemeleriyle yönetilmesi gerekmektedir. Bu düzenlemeler, banka iflaslarını düzenleyen kanunları ve Şili tarzı sermaye kontrollerini içermelidir [21]. Gelişmekte olan ülkelere Asya krizi öncesinde, 1976-1996 döneminde 59 banka krizi yaşanmıştır. Gelişmekte olan ülkelere yaşanan bankacılık krizlerinin ortalama maliyeti, söz konusu ülkelerin GSYİH'lerinin %9'una eşittir [8]. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları, makroekonomik göstergelerdeki nominal ve reel değişkenliğin önemli sebeplerinden birini teşkil etmektedir. Önemli miktardaki sermaye giriş ve çıkışları gelişmekte olan ülkelerin yeterli kurumsal düzenlemeye sahip olmayan finansal sistemlerini istikrarsızlaştırmaktadır [8].

II.2. Sabit Kur Sisteminin Spekülasyon Ataklara Açık Yapısı ve Kriz Oluşumuna Etkileri

Sabit kur sistemi, yüksek faiz - düşük kur politikası uygulayan ülkelere, kısa vadeli fonların yönlendirilmesini kolaylaştırmaktadır. Sabit kur sisteminde, uluslararası rezervler yardımıyla kurun sabitliği sağlanmaktadır. Ancak spekülasyon atakları nedeniyle ulusal paraya olan talep azalarak, yabancı paraya olan talep arttığında, uluslararası rezervler azalacağından, kurun sabitliği korunamamaktadır. Ayrıca merkez bankalarının döviz satışıyla birlikte ulusal para, döviz döndüğünden, faiz oranları yükselmekte, ekonomik faaliyet hacmi ise daralmaktadır. Spekülasyon

ataklarla sabit döviz kuru sistemi arasındaki ilişkinin incelenmesi, son dönem finansal krizlerinin anlaşılmasını kolaylaştıracaktır. Bu çerçevede, öncelikle spekülâtif ataklara yönelik teorik yaklaşımlar incelenecektir. Sabit kur sistemleri ile finansal krizler arasındaki bağlantı ise diğer alt bölümün konusunu teşkil etmektedir.

II.2.1. Spekülâtif Ataklara Yönelik Başlıca Teorik Yaklaşımlar

Spekülâtif ataklara yönelik modeller iki ana başlık altında ele alınıp incelenebilir. Birinci kategoride yer alan modeller, Krugman'ın [22], görüşlerine dayanmaktadır. 1979 yılında yayınlanan makalesinde Krugman, krizleri rezerv kayıplarına neden olan ödemeler dengesi sorunu olarak değerlendirmektedir. Ödemeler dengesi krizleri ise sabit döviz kuru şartlarında otoritelerin genişleyici para politikası uygulamalarından kaynaklanmaktadır [22].

Krugman'ın [22] analizinde, ülke döviz piyasasına uluslararası rezervleriyle doğrudan müdahalelerde bulunarak kuru sabitlemektedir. Söz konusu kur seviyesinde uluslararası rezervler kurun sabitliğini korumak amacıyla aşamalı olarak azalmaktadır. Ancak ani spekülâtif ataklar nedeniyle uluslararası rezervlerin tükenmesi durumunda kurun sabitliği sağlanamamaktadır [22]. Ulusal para ile yabancı paradan oluşan uluslararası rezervler arasındaki ilişki, Krugman'ın analizinin merkezini oluşturmaktadır. Söz konusu ilişki bireylerin portföy dengelerinden hareketle incelenebilir.

Ülke sakinlerinin sadece ulusal ve yabancı para arasında seçim yapmak zorunda kaldıkları varsayımından hareketle, M/P = ulusal para stokunu, F = yabancı para miktarını göstermek üzere, toplam reel servet $W = M/P + F$ (1) olarak tanımlanabilir. Portföyde tutulacak para miktarı, servet düzeyine bağlı olduğundan portföy dengesi şartı, π = tahmini enflasyon oranını göstermek üzere, $M/P = L(\pi) \cdot W$ $L < 0$ (2) olarak tanımlanabilir. (1) no'lu eşitlik gereği, yabancı para miktarını arttırmak için reel ulusal para miktarını azaltmak gerekmektedir. Esnek döviz kuru şartlarında portföy kompozisyonunda meydana gelebilecek değişiklikler, döviz kurunu değiştirmektedir. Yabancı paralar cinsinden uluslararası rezervlerin (R) olduğu şartlarda, ve hükümetin sabit bir fiyat üzerinden yabancı para ile ulusal paranın değişimini sağladığı şartlarda ise hükümetin rezerv pozisyonunda ikâme edici bir değişim söz konusu olmaktadır. Hükümet talep edilen yabancı parayı piyasaya sürdüğünde varlık piyasasında $\Delta R = -\Delta F = \Delta M/P$ olacak şekilde bir değişim meydana gelmektedir. Bu noktadan hareketle, sabit döviz kuru sisteminde bekleyişlerdeki değişimler kısa dönemde doğrudan doğruya uluslararası rezervleri etkilemektedir [22]. Krugman'a göre standart olarak tanımlanabilecek bir kriz uluslararası rezervlerin azalmaya başladığı noktada gerçekleşmektedir. Spekülâtif ataklar, spekülâtorlerin

sabit kurdan vazgeçileceğini tahmin ettikleri şartlarda, yabancı paradan oluşan uluslararası rezervleri talep ettikleri aşamada başlamaktadır. Spekülâtorlerin sabit kurun geleceği ile ilgili olumsuz bekleyişlerini şekillendiren temel faktör ise kamu kesimi dengesizliğidir [22].

Aşırı parasal genişlemenin kamu kesimi dengesizliğinden kaynaklandığı ve satın alma gücü paritesinin geçerli olduğu şartlarda bireyler taleplerini aşan ulusal parayı reel para balanslarını dengelemek için yabancı paraya dönüştürmektedirler. Krugman'ın analizinde kriz oluşumuna neden olan temel sorun, politika yapıcılarının başarısızlıklarından kaynaklanan kamu kesimi dengesizliğidir. Ancak 1990'lı yılların başında spekülâtif ataklarla karşılaşan İsveç, İngiltere gibi Avrupa ülkelerinde ve Güney Kore, Tayvan gibi Asya ülkelerinde kamu kesimi dengesizliği sorunları bulunmamaktaydı. Bu noktada, söz konusu ülkelerde gerçekleşen krizleri Krugman tarzı uluslararası rezerv kayıplarıyla sonuçlanan spekülâtif ataklarla açıklamak mümkün görünmemektedir. Sabit kur sistemlerini uluslar arası rezerv desteğiyle sürdürmek mümkün değildir. Çünkü merkez bankasının sabit kur sistemleriyle uyumlu olmayan para politikaları, kurun sabitliğini zorlaştırmaktadır. Flood Garber [23], spekülâtif atak literatüründe standart olan para arzı spesifikasyonunu tanımlamışlardır.

S_t ; yabancı para biriminin ulusal para cinsinden fiyatını, P_t = yurtiçi fiyatlar genel seviyesinin, P_t^* = çıktının yabancı para cinsinden fiyatını göstermek üzere, $P_t = S_t P_t^*$ (1) ülkelerarasında satın alma gücü paritesinin sağlandığı varsayılmaktadır. Sınırlandırılmamış (uncovered) faiz haddi paritesinin sağlandığı varsayımından hareketle i_t ; ulusal varlıklara uygulanan nominal faiz oranını, i_t^* ; yabancı varlıklara uygulanan nominal faiz oranını göstermek üzere reel para talebi, $M_t^d / P_t = \lambda - \beta_1 i_t^*$ (2) olarak gösterilebilir. Para arzı tanımında ise uluslararası rezervler (R_t) ve ulusal krediler (D_t) yer almaktadır. $M_t^s = R_t + D_t$ (3). Söz konusu spesifikasyona göre para arzının içsel süreci, $D_t = D_{t-1} + \mu$ (4) biçiminde tanımlanmaktadır. μ ; analizde sabit döviz kuru politikalarıyla uyumlu olmayan örneğin mali açıkların monetizasyonu gibi, merkez bankası politikalarını temsil etmektedir. Analizde uluslararası rezervler kritik seviyenin üzerinde olduğunda, merkez bankası yabancı para alıp satarak döviz kuru sabitliğini sürdürmektedir. Ancak rezervler kritik seviyenin altına düştüğünde, döviz kuru dalgalanmaya bırakılmaktadır. (1-3) no'lu eşitliklerden hareketle, para piyasası dengesi,

$R_t + D_t = (\lambda - \beta_1 i_t^*) \bar{S}$ olarak ifade edilmektedir. Para piyasası dengesi, yurtiçi krediler zamanla artış gösterdiğinde uluslararası rezervlerdeki azalmaya bağlı olarak bozulmaktadır. Yeni denge durumunda sabit kur sistemi sürdürülemezdir [23].

İkinci kategoride yer alan modeller spekülâtif atakların özel kesimin öngörülerini sonucu oluşturduğunu savunan Obsfeld'in [24] görüşlerine dayanmaktadır. Buna göre, özel kesimin sabit kur sisteminin çökmesinden sonra para politikalarının genişleyici olacağına dair beklentileri arttığında, spekülâtif ataklar başlamaktadır. Devalüasyon beklentileri, iktisadi birimlerin ulusal paradan yabancı paraya yönelmelerini teşvik etmektedir. Yabancı paraya yönelme, uluslararası rezervleri tüketerek otoriteleri sabit kurdan uzaklaşmaya zorlamaktadır. Bu noktadan sonra, genişleyici para politikaları izlenerek ulusal paranın değer kaybı hızlandırıldığında, spekülâtorlerin görüşleri doğrulanmış olmaktadır [25].

Merkez bankalarının sabit döviz kuru sistemini spekülâtif ataklardan korumak için yeterli döviz rezervine sahip olmaları gerekmektedir. Tablo.1, sabit kur uygulayan ve 1990'lı yıllarda spekülâtif ataklara maruz

kalan ülkelerin parasal taban ve döviz rezervlerini göstermektedir. Tablo:1 verilerine göre, birkaç ülke dışında ülkelerin rezervleri parasal tabanın %80-%90'ını satın alabilecek düzeydedir. Merkez bankalarının kriz anında yabancı ülke merkez bankalarından da borçlanabildikleri dikkate alındığında, kriz anında kurun korunması teorik olarak mümkündür. Ancak uygulamada merkez bankaları, rezervleri tükeninceye kadar kuru savunmaya yönelmezler. Bunun temel nedeni faiz oranlarının ulaştığı yüksek seviyedir. Faiz oranlarındaki yükselme, spekülâtif ataklara bağlı olarak merkez bankasının piyasaya döviz satışıyla birlikte ulusal paranın yabancı paraya dönüşmesinden kaynaklanmaktadır [24]. Bu noktada sabit kur uygulayan ülkelerde meydana gelen finansal krizleri sadece uluslararası rezerv kayıplarıyla açıklamak yeterli değildir. Sabit döviz kurunu koruma maliyetlerini de analize dahil etmek gerekmektedir.

Tablo.1: Bazı Avrupa Ülkelerinin Parasal Taban ve Döviz Rezervi Karşılaştırmaları (GSYİH'larının %'si olarak)

Ülkeler	Parasal Taban	Rezerv Toplamı
Belçika	6,7	12,1
Danimarka	8,6	8,1
Finlandiya	11,2	10,4
Fransa	4,6	4,6
Almanya	9,9	6,2
İrlanda	9,1	16,1
İtalya	11,9	5,6
Meksika	3,9	4,7
Hollanda	10,0	13,6
Norveç	6,3	18,7
Portekiz	25,0	28,0
İspanya	12,6	9,6
İsveç	13,0	12,1
İngiltere	3,7	4,3

Kaynak: OBSFELD, M.; ROGOFF, K., "The Mirage of Fixed Exchange Rates", Journal of Economic Perspectives, Vol: 9, No: 4, 1995, s.78.

Krugman [22] ile Flood – Garber [23], tarafından ortaya atılan kriz modelleri, pek çok para krizinin yurtiçi ekonomi politikaları ile döviz kuru arasındaki tutarsızlıktan kaynaklandığını açıklamaktadır. Bu modellere göre finansal krizler, fiyatların istikrarsız hale gelmesi ile parayı elde tutmanın cazibesini kaybetmesi, bu gelişmenin de istikrar programlarını sona erdirici spekülâtif atakların oluşmasına yol açmasından kaynaklanmaktadır [1].

Uluslararası rezerv miktarının finansal krizleri ertelediği açıktır. Ancak ulusal varlıklara uygulanan faiz oranları uluslararası faiz oranlarının altına düştüğünde ve yatırımcılar varlıklarını satmaya başladıklarında, finansal kriz sürecine girilmektedir. Söz konusu durum, spekülâtif saldırının önceden tahmin edildiği bir süreci yansıtmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerdeki son dönem krizleri bu çerçevede daha iyi anlaşılabilir [13]. 1992-

1993 dönemindeki Avrupa Para Sistemi (APS) krizinden önce literatürde spekülâtif atakların ve ödemeler dengesi krizlerinin oluşumunda temel sebep olarak, sınırlı rezervler ile sabit kur sistemlerinin sürdürülememesi öne sürülmekteydi. Ancak APS krizinden sonra literatürde Obsfeld [24], tarafından temsil edilen görüşler ağırlık kazanmıştır.

Avrupa Para Sisteminde meydana gelen krizlerin oluşumunda Krugman'ın çalışmasında [22], vurgulandığı gibi politika yapıcılardan kaynaklanan tutarsızlıklar söz konusu değildir. Eichengreen ve Wyplosz [26], gibi iktisatçılar 1992 sonbaharında meydana gelen APS krizinin tanımlanmasında, Obsfeld'in modelinin daha iyi açıklamalar getirdiği görüşünü savunmaktadırlar. Ancak Özkan ve Sutherland'ın görüşüne göre [25] ise Obsfeld'in modeli APS krizinin açıklanmasında bazı unsurlara yer verilmediği için eksiktir. Özkan ve Sutherland, kendi

çalışmalarında bu eksikliği giderdiklerini ileri sürmektedirler. Yazarlara göre, Obsfeld'in modelinde APS üzerine Almanya'nın birleşmesinden kaynaklanan baskılara yer verilmemiştir. Eylül 1992 ve Temmuz 1993 krizlerinde İtalya, İngiltere ve Fransa gibi finansal piyasalara, diğer Avrupa ülkeleri piyasalarına negatif talep şokları olarak yansıyan Almanya'daki faiz yükselmeleri, önemli bir yük teşkil etmiştir. Bu dönemde spekülörler söz konusu ülke hükümetlerinin APS'den ayrılacaklarına dair beklentilerini arttırmışlardır. Söz konusu ülkelerde APS'nin güvenilirliğinde meydana gelen kredibilite kayıpları, ulusal paralar üzerindeki baskıyı arttırmıştır. Kredibilite kayıpları ve ulusal paralar üzerindeki baskıları önlemek amacıyla yükseltilecek faiz oranları ise krizlerin önemli bir sebebinin teşkil etmiştir [25]. Bu noktada APS içinde para otoritelerini sabit döviz kuru sisteminden uzaklaştıran faktörler arasında uluslararası rezerv kayıplarının olmadığı açıktır.

Spekülatif ataklara dayanma konusunda Fransa, APS içinde önemli bir yere sahip bulunmaktadır. 1992-1993 döneminde Fransız Frankı bir dizi spekülatif ataklarla karşı karşıya kalmıştır. APS içinde yer alan Fransa, Ağustos 1993'de Frank'ın dalgalanma marjını genişleterek, Avrupa Para Sistemi içinde kalmıştır. Fransız Frank'ı Eylül 1992'deki ilk spekülatif saldırıda Sterling ve İtalyan Lira'sı gibi yenik düşmemiş ve kur rejimi değişikliği söz konusu olmamıştır. Söz konusu dönemde Fransa'da ticaret dengesi pozitif olduğu gibi, bütçe açıkları ve kamu borcu/GSYİH rasyosu da diğer Avrupa ülkeleri ortalamasının altında gerçekleşmiştir. Fransa'nın ekonomik göstergelerindeki tek zayıf yön, yüksek ve giderek artmakta olan işsizlik oranıdır [27]. Bu durum, özellikle faiz oranları yükseltilecek ulusal paranın spekülatif ataklara karşı koruma maliyetlerini arttırmıştır.

II.2.2.Sabit Kur Sisteminin Kriz Oluşumuna Etkileri

Ekonomi için nominal çıpa belirlenerek, döviz kurlarının sabitlenmesi, görüşünün Klasik sunumu 1956 yılında Patinkin tarafından yapılmıştır. Patinkin'e göre, nominal değişken, parasal ekonomide içsel olarak belirlenmektedir. Nominal değişkenin döviz kuru olarak belirlendiği bir durumda, fiyat istikrarının amaçlandığı şartlarda arbitraj süreci vasıtasıyla fiyatlar sabitlenerek yüksek bir kredibilite sağlanmaktadır [28]. Ancak sabit döviz kuru sistemleri fiyat istikrarının sağlanmasında etkili değildir. Sabit döviz kuru sisteminde enflasyon oranının rezerv ülke seviyesine düşürülmesine dayanan mekanizma oldukça yavaş işlemektedir. Bu süreçte ulusal para reel olarak değer kazanarak, ülkenin uluslararası alandaki rekabetliliğini azaltmaktadır. Sabit döviz kuru sistemleri, ücret ve fiyat düzeyini değiştirerek nominal şokları önleyecek kadar kredibilitesi yüksek sistemler değildir. Ulusal paranın yabancı paralar karşısında değer kazanması, sistemi devalüasyon veya esnek dalgalanmaya açık hale getirmektedir [29].

Sabit döviz kuru sistemi ve gelişmiş ülkelerinkine oranla yüksek olan faiz oranları nedeniyle, 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere giren sermaye çok yüksek getiriler elde ederek yerli paranın değerlendirme sürecini pekiştirmiştir [30]. 1997 yılına kadar birçok gelişmekte olan ülkede makro ekonomi yönetimi, sabit kur uygulamıştır. 1995 yılının ikinci yarısından 1997 yılının sonuna kadar ABD Dolar'ının Japon yeni karşısında %50 oranında değer kazanması, söz konusu ülkelerin ihracat rekabetliliklerini azaltmıştır. Tablo.2; Kore, Endonezya ve Tayland'da, 1996-1997 döneminde nominal döviz kurlarının değişimini göstermektedir. 1997 yılında ulusal paraların önemli derecede değer kaybı, doların ulusal para cinsinden maliyetini yükseltmiştir. Doların fiyatındaki artış, kısa vadeli borçlanma maliyetlerini de yükselterek dış kaynaklara bağımlılığı arttırmıştır [31].

Tablo.2: Döviz Kuru Değişimleri (Dolar Başına Dönem Sonu Değerler İtibariyle)

Ülkeler	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1996-1997 %değişim
Kore	765.3	791.2	811.3	792.7	775.8	847.5	1695.0	100.0
Endonezya	2000.0	2070.4	2112.0	2202.6	2289.0	2361.0	5650.0	139.0
Tayland	25.3	25.5	25.6	25.1	25.2	25.7	46.8	82.4

Kaynak: EDISON, H., LUANGARAM, P.; MILLER, M., "Asset Bubbles, Leverage and Lifeboats: Elements of the East Asian Crisis", The Economic Journal, Vol:110, No.460, 2000, s.314.

1997 yılı başında Kore, Endonezya ve Tayland'da cari işlemler bilançosu dengesizlikleri ve hisse senedi piyasasında aşırı fiyat yükselmeleri söz konusu idi. 1997 yılı sonunda hisse senedi fiyatlarındaki ani düşüşler, ulusal para cinsinden hisse senetlerini yarı yarıya değer kaybına uğratmıştır. Kriz öncesi dönemde söz konusu ülkelere doğru olan sermaye girişleri kredi arzını artırarak özellikle taşınmaz mallar sektöründe varlıkların

değer kazanmasına neden olmuştur. Finansal kriz, aşırı değerlendirilmiş ulusal para üzerine spekülatif saldırılar olduğunda başlamıştır [31]. Mishkin'e göre [32], politik istikrarsızlık, resesyonist süreç, hisse senedi piyasasındaki fiyat düşüşleri, finansal piyasalardaki belirsizliği artırarak, bu ülkelerde ödünç verilebilir fon arzını azaltmıştır. Ödünç verilebilir fon arzındaki azalma ise yatırımları olumsuz yönde etkilemiştir [32]. Kredilerdeki

maddi teminat eksikliği ve ödünç fon talep edenlerin kredibilite düşüklüğü, ödünç verilebilir fon arzındaki azalmanın diğer sebepleridir [33]. Doğu Asya'da krize yol açan faktörler, Stanley Fisher [34], tarafından şu şekilde özetlenmektedir. Önemli miktardaki dış açıklar, gayrimenkul ve hisse senedi piyasasında aşırı fiyat yükselmeleri, dış borçlanmayı teşvik eden ve aşırı döviz riski yüklenimlerine neden olan sabit döviz kuru sisteminin uzun süre devam ettirilmesi bu ülkelerde kriz oluşumunu hızlandırmıştır [31].

Ülkeler resesyonist bir sürece rağmen, sabit döviz kuru sistemini korumak için sıkı para politikaları uygulamalarına yöneldiklerinde, işsizlik oranı yükselmektedir. Spekülatif atakların olmadığı durumlarda sıkı para politikaları uygulamalarına devam edilebilir. Ancak spekülatif ataklar söz konusu olduğunda, döviz kurunun dalgalanmaya bırakılması ve genişletici para politikaları uygulamaları kaçınılmaz hale gelmektedir. Avrupa Para Birliği içinde, Danimarka'nın Avrupa Para Birliği'ne karşı çıkması ve Fransa'nın belirsiz tutumu nedeniyle istikrarsızlıklar meydana gelerek ulusal para dalgalanmaları ve genişletici para politikası uygulamaları sıklaşmıştır. Söz konusu çoklu denge durumları (multiple equilibria) İtalya, İngiltere, Fransa, Finlandiya ve İsveç için de geçerliliğini korumuştur [29]. Merkez Bankası'nın spekülatif ataklara karşı savunma ağırlıklı uygulamaları iki türlüdür. 1.) Borçlanma senedi ihracıyla ya da kanuni karşılık oranlarının yükseltilmesine dayalı geniş çaplı sterilizasyona yönelik müdahaleler. 2.) Sterilizasyon dışı müdahaleler. 1. grup müdahalelerin etkinliği düşüktür. Söz konusu müdahaleler döviz kuruna çok az etkide bulunmaktadır. Piyasalara geniş çaplı müdahalelerde bulunmanın maliyeti yüksek olduğundan, bu noktada faiz oranı değişimlerini içeren sterilizasyon dışı müdahaleler ağırlık kazanmaktadır. Bu tarz müdahalelerde faiz oranları yükselttikçe zayıf para birimleri spekülatif ataklara karşı korunmaktadır. Faiz oranlarının yükseltilmesindeki amaç, spekülasyonun fırsat maliyetini arttırmaktır. Bu şekilde spekülasyonun yatırımlarını zayıf paraya yatırmak veya zayıf paradan uzaklaşmak arasında kayıtsız kalmaktadırlar [29].

Sabit kuru sürdürülebilirliğin ön şartı, merkez bankası rezervleriyle piyasaya müdahale edilmesidir. Piyasada döviz talebi arttığında merkez bankası sabit kurdan piyasaya döviz satmakta, döviz arzı arttığında ise döviz fazlalığını piyasadan satın almaktadır. Bu anlamda merkez bankasının rezervlerinin yüksek olması gerekmektedir. Sabit kur uygulayan ülkelerde hükümetlerin faiz oranlarını düşürerek kısa vadeli talebi teşvik etmeleri mümkün değildir. Bunun temel nedeni, sermaye akımlarıdır. Döviz kurunun değiştirilemediği ve sermaye mobilitesinin yüksek olduğu şartlarda, faiz paritesi şartı gereğince yurtiçi nominal faiz oranı yurtdışı nominal faiz oranına eşitlenmelidir.

Sabit döviz kuru sistemlerinde enflasyon oranının düşüşü yavaş olduğundan, reel döviz kuru değerlenerek dış ticaret açıkları meydana gelmektedir. Sermaye girişleri ise tüketim artışını teşvik ederek hizmetler ve yurtiçine yönelik sektörlerin gelişimine hız kazandırmaktadır. Hizmetler ve yurtiçine yönelik sektörlerdeki gelişme nedeniyle reel sektörün rekabet kaybı artmaktadır. Sabit kur sistemleri yukarıda özetlenen döngü sürecine açık olan sistemlerdir [30]. Sabit kur sistemlerinin uluslararası sermaye akımlarının mobilitesinin yüksek olduğu şartlarda sürdürülmesi zordur. Uluslararası sermaye akımları, sabit döviz kuru sistemlerini spekülatif ataklara açık hale getirmektedir.

Sabit döviz kuru sisteminde bağımsız bir para politikası izlenmesi, sermaye akımlarının mobilitesinin yüksekliği nedeniyle oldukça zordur. Çünkü faiz oranlarının uluslararası seviyenin altında veya üstünde belirlenmesine yönelik bir girişim, sermaye giriş ve çıkışlarıyla dengelenmektedir. Bu durumda para politikalarının kurun devamlılığını sağlama bakımından kullanımları mümkün değildir [14]. Sabit döviz kuru sisteminde hükümetler faiz oranlarını düşürerek kısa dönemli talebi teşvik edememektedirler. Döviz kurlarının değiştirilemediği şartlarda ve sermaye akımlarına açık olan bir ülkede, ulusal faiz oranları yabancı faiz oranlarına eşitlenmek zorundadır. Buradaki temel husus, ulusal faiz oranlarının yabancı para otoriteleri tarafından belirlenmesidir. Örneğin, açık piyasa işlemleri yoluyla iç borçlanma senetlerini satın alarak para arzını genişletmeye yönelik bir girişim, bireylerin cari faiz haddinin belirlediği seviyenin üzerinde para tutmalarına neden olmaktadır. İktisadi birimler likidite fazlalarını merkez bankasına satarak cari kurdan yabancı para satın almaktadırlar. Bu noktada hükümetin para arzını artırma girişimi gerçekleşmemektedir. Çünkü açık piyasa işlemleriyle elde edilen kazanç, döviz rezervlerindeki kayıp ile dengelenmiş olmaktadır [24].

Nominal çıpa uygulamasının başarısı üç koşulun yerine getirilmesine bağlıdır; 1. Kredi genişlemeleri kontrol altında tutulmalıdır. Kredilendirmede disiplin sağlanmadığında, uluslararası rezervlerde azalmalar meydana gelebilmektedir. 2. İşgücü piyasasındaki sertlikler (endeksleme gibi), reel düzenlemeleri engellememelidir. 3. Uluslararası piyasalarda sabit döviz kuru uygulamasına güven sağlanmalıdır. Aksi halde spekülatif ataklardan kaynaklanan finansal krizler söz konusu olabilmektedir [35]. Söz konusu finansal krizler sabit döviz kurlarına olan güveni sarsmaktadır. Başlıca ülkeler arasındaki döviz kurları, dünya ekonomisi için kamusal mal niteliğindedir. Dolar-Euro ve Dolar-Yen arasındaki dalgalanmalar gelişmekte olan ülkelerin döviz piyasalarında istikrarsızlık yaratmaktadır. Bu durum 1997 yılında paralarını ABD dolarına bağlayan Asya ülkelerinde de görülmüştür [36]. Söz konusu yaklaşım, Friedman'ın "Kedi Kuyruğu (Cat's Tail)" argümanında da vurgulanmaktadır. Friedman'a göre, gelişmekte olan

ülkelerin paralarını Euro ve Dolar gibi uluslararası geçerliliği olan ülke paralarına sabitlemeleri yerine dalgalanmaya bırakmaları veya ülke ticaretinde kapsadıkları nisbi öneme göre yabancı paraları ağırlandırdıkları bir sepete askılamaları, gelişmekte olan ülkelerin döviz kuru istikrarı açısından daha önemlidir [36]. Sabit kur sistemleri spekülasyon kazanç sağlayan sistemlerdir. Gelişmekte olan ülke yatırımcıları uluslararası piyasalardan düşük faiz oranlarından borç alarak, yüksek faiz oranları karşılığında gelişmekte olan ülkelere borç vermektedirler. Bu bir anlamda sabit kur sürdürdüğü sürece devam eden ve yüksek kâr sağlayan "taşınma ticaretidir (carry trade)". Ancak kur dalgalanmaya bırakıldığında ülkelerde likidite krizleri meydana gelmektedir. Söz konusu duruma örnek olarak 1990'lı yıllarda Meksika, Güneydoğu Asya ve Rusya'da yaşanan krizler gösterilebilir [37].

Sabit kur sürdürülemediğinde düşük maliyet ve yüksek getiri şartlarında arbitraj yapılmaktadır. Döviz kuru istikrarsızlığından kaçınmak için Williamson [38], tarafından "hedef bölge (target zone)", görüşü ortaya atılmıştır. Bu görüşe göre, döviz kurları bir band içinde dalgalanarak istikrarsızlık giderilebilir. Döviz kuru, reel denge döviz kuru değerinden ancak sınırlanmış bir değer dahilinde uzaklaşabilir [39]. Bandın sınır değerlerine ulaşıldığında merkez bankası müdahaleleri söz konusu olmaktadır. Örneğin piyasada aşırı parasal genişleme nedeniyle dolar arzı, arttığında doların değer kaybı ancak merkez bankası müdahaleleri ile piyasadaki dolar fazlalarını satın almak suretiyle giderilebilir. Hedef bölge görüşü, literatürde üç nedenle destek görmemektedir. 1. Referans alınacak reel döviz kurunun tespit edilmesi önemli bir sorundur. Ayrıca referans değer belirlenmesinde ekonomik değişkenlerden çok politik değişkenlerin ağırlık kazanması, denge döviz kurunun ekonomik değişkenlerden bağımsız bir şekilde belirlenmesine neden olmaktadır. 2. Bandın sınırlarına ulaşıldığında parasal baskı altında bulunan ülkenin merkez bankasının müdahale etmesi, ülkede resesyona bir süreç başlatılmaktadır. 3. Sistem değişken bir yapıya sahiptir. Bandın sınırlarına ulaşıldığında ve piyasada kredibilite sorunları yaşandığında ekonomide istikrarsızlıklar artmaktadır. Söz konusu istikrarsızlık, bandın sınırlarına yaklaşıldığında spekülasyonun maliyetinin oldukça azalmasından kaynaklanmaktadır [39].

Spekülasyon atakları yüksek enflasyon, ulusal paranın aşırı değerlenmesi önemli dış dengesizlikler ile sonuçlanan genişleyici para ve maliye politikalarının sonucunda oluşmaktadır. Spekülasyon ataklarının oluşumunda sermaye akımlarıyla finanse edilen cari işlemler bilançosu açıkları da etkilidir. Ancak gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımları ile finansman yönteminin sınırlarına ulaşılmıştır. Sermaye akımları tersine döndüğünde ve spekülasyoncular ulusal paranın değer kaybedeceğini öngördüklerinde döviz yöneldiklerinden bu ülkelerde uluslararası rezervler azalmaktadır. Dolayısıyla sermaye

akımları cari işlemler bilançosu açıklarının finansmanında kullanılacak uygun bir finansman yöntemi olma özelliğini kaybetmektedir. Spekülasyon atakları sadece Krugman tarzı modellerde vurgulandığı gibi resmi rezervler azaldığında meydana gelmemektedir. Döviz kurunu savunma maliyeti yükseldiğinde de spekülasyon atakları oluşabilmektedir [40]. İşsizlik oranının yüksek, ekonomik büyüme oranının düşük olduğu şartlarda faiz oranlarını yükselterek ulusal paraları spekülasyon atakları karşılığında korumanın maliyeti oldukça yüksektir. Bankacılık sisteminin zayıf olduğu şartlarda bazı bankalar ödeme gücünü içine düşmektedirler. Ayrıca yüksek faiz oranları kamu kesimi borç servisinin maliyetini arttırmakta ve borcun sürdürülebilirliği zorlaşmaktadır [40]. Başlıca ekonomik göstergelerde istikrar sağlanmaksızın faiz oranlarının yükseltilmesi, sabit kur sisteminin sürdürülmesinde yeterli olmamaktadır. Döviz kurunu nominal çıpa olarak kullanmaya dayalı uygulamalar, disiplin ve/veya kredibilite sağlanmasındaki güçlükler nedeniyle risk taşımaktadır. Gelişmekte olan ülkeler açısından nominal çıpa uygulanmasından çok dışal şoklara karşı esnek bir döviz kuru sisteminin benimsenmesi, daha uygundur.

III. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSAL KRİZLER ve UYGULANAN POLİTİKALAR

Türkiye ekonomisi 1990'lı yıllara, yüksek düzeyde bir kamu kesimi borçlanma gereği (KKBG) ile girmiştir. 1987 yılında KKBG/GSMH oranı %7.9 iken 1991 yılında söz konusu oran %14.4 olmuştur. 1990 yılında enflasyon oranı da yüksek bir düzeyde idi. 1990 yılında enflasyonu düşürmek için bir para programı uygulanmıştır. Söz konusu programda döviz kuru nominal çıpa olarak uygulanmıştır. Ancak nominal çıpa uygulaması ulusal paranın değerlenmesine neden olmuştur. Türk Lirası 1989 yılında %9.5, 1990 yılında ise %18.7 oranında değer kazanmıştır. Bunun üzerine nominal çıpa uygulamasına Şubat 1991'de son verilmiştir [41]. 1990-93 döneminin en önemli özelliği, yüksek faiz oranlarına dayalı iç borçlanma politikası izlenmiş ve kur artış oranlarının enflasyon oranının altında seyretmiş olmasıdır. Söz konusu gelişmeler Türkiye ekonomisini kısa vadeli fonlara açık hale getirmiştir. Yüksek faiz politikası uygulaması 1993 yılının ikinci yarısında baskı altında tutulmaya çalışılmıştır.

1994 yılı başında Merkez Bankası net iç varlıklar hesabı önemli ölçüde artış göstermiştir. Bu durum piyasadaki likiditeyi arttırmış, likidite fazlalığını dengeleyici açık piyasa işlemlerine ise başvurulmamıştır [41]. 1994 yılındaki döviz krizi tasarruflara mevduat sigortası uygulaması getirilmesi nedeniyle bankacılık krizine dönüşmemiştir. Yüksek faiz politikası uygulaması, kamu kesiminin artan fon ihtiyacına bağlı olarak 1990'lı yılların ikinci yarısında devam etmiştir. Söz konusu

dönem, küreselleşmenin getirdiği riskleri de taşımaktadır. 1997-1998 döneminde Türkiye ekonomisi dış kaynaklı krizlere maruz kalmıştır. 1997 yılındaki Asya krizi ve 1998 Ağustos ayındaki Rusya krizi küreselleşmenin etkisiyle Türkiye ekonomisini de etkisi altına almıştır.

1990'lı yıllarda ağırlıklı olarak uygulanan yüksek faiz politikaları yurtiçine doğru sıcak para akımlarını arttırmıştır. Söz konusu dönemde uygulanan yüksek oranlı faiz politikası kısa vadeli sermaye girişlerinin teşvik edilmesinde önemli bir araç olarak kullanılmıştır. Ancak kısa vadeli sermaye giriş ve çıkışlarının gerek ulusal paftanın değeri, gerekse bankacılık sektörü üzerindeki etkileri, finansal sistemi istikrarsızlaştırmıştır. Bankacılık sektörü bu dönemde açık pozisyonlarındaki artışlara rağmen yurtdışı piyasalardan borçlanarak kamu kesimini fonlamıştır. Sıcak para politikasının uygulanması ve bankacılık sisteminin giderek artan açık pozisyonları, 1994 yılındaki krizin temelini oluşturmuştur. Finansal piyasalara yönelik yapısal düzenlemelerin gerçekleştirilememesi nedeniyle Türkiye ekonomisi Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yeni ekonomik krizler ile karşı karşıya kalmıştır.

Türkiye ekonomisinde bankacılık sektörü, yüksek ülke riski nedeniyle normalin üzerinde faiz oranları ile borçlanarak borçlanma ile elde edilen kaynaklarla iç borçlanma senetlerini satın almakta idi. Döviz rezervlerinin yeterli düzeyde olması ve sermaye girişlerinin devam etmesi durumunda faiz - kur makası, faiz lehine açıldığından bankalar ülke içinde uygulanan yüksek faiz politikasından önemli kazanç elde edebiliyorlardı [41]. T.C.M.B'nin canlı tuttuğu repo piyasası, hazinenin borçlanma ihtiyaçlarının sürekliliği, bankaların kamu finansmanına yönelmeleri ve bütün bunlardan elde edilen vergi dışı yüksek faiz getirileri, Türkiye'yi önemli bir yatırım merkezi yapmıştır [1]. Ancak izlenen bu politika, bir yandan cari açıkları arttırmış diğer yandan da yüksek faizler nedeniyle iç borç stokunda artışlara neden olmuştur. Cari açıkta meydana gelen artışlar, dış kaynak ihtiyacını arttırarak, dış borçların geri ödenmesini zorlaştırmıştır. Gerek dış borcun geri ödenmemesi endişesi gerekse devalüasyon korkusu, Türkiye ekonomisinde sıcak para çıkışlarına zemin hazırlamıştır [42].

Türkiye ekonomisinde 1998 yılı başından itibaren kurala dayalı bir para politikası uygulanmıştır. Parasalcı iktisatçıların savunduğu kurala dayalı para politikası uygulamaları, para arzının duruma göre değil belirli bir oranda arttırılması esasına dayanmaktadır. Türkiye'de geçerli olan söz konusu sistemde parasal taban, net dış varlıklara göre belirlenmiştir. Para kuruluna benzer bu uygulamanın Türkiye ekonomisine olumsuz etkileri söz konusu olmuştur. Bu etkiler bankacılık sisteminin dış borçları ile birlikte şiddetlenerek krizlerin temel sebebinin teşkil etmiştir. Bankaların dış borçlanmalarının etkileri şu şekilde sıralanabilir; a. Nominal ve reel faiz oranlarında meydana gelen düşüşler. b. Tüketici kredilerinde artış.

c. TL'nin aşırı değerlenmesinin ithalata dayalı bir büyümeye neden olması ve ihracat gelirlerini azaltması [43].

1999 Aralık ayında imzalanan Stand-By anlaşmasında, 2000-2002 dönemini kapsayan bir enflasyonu önleme programı hedeflenmiştir. Programın temel hedefi, yapısal reformların gerçekleştirilerek, sıkı para ve maliye politikaları uygulamalarıyla enflasyon oranının düşürülmesi idi. Reel faiz oranlarındaki yükselmeye bağlı olarak iç borçların sürdürülemez boyutlara ulaşması ve yapısal istikrarsızlıkların devam etmesi nedeniyle 2000 yılı başında IMF ve Dünya Bankası tarafından desteklenen yeni bir istikrar programı hazırlanmıştır. Programda kur, nominal çıpa olarak kabul edilerek TL'nin 1\$ + 0.77 Euro'dan oluşan bir kur sepeti karşısındaki değer kaybı, yıl sonu itibarıyla TEFE hedefi olan %20 ile sınırlandırılmıştır. Ancak bankacılık krizleri nedeniyle programa olan güven sarsılmıştır.

2000 yılı başında açıklanan programın yürürlüğe konması ve kredi girişinin başlaması ile birlikte iç borçlanmada faiz bandı, %32-36 seviyelerine kadar düşürülmüştür. Söz konusu düşüş, banka faizlerine de yansıtıldığından, tüketim amaçlı kredilerde artışlar yaşanmıştır. Ancak faiz oranlarındaki düşüşten reel sektör yeterince yararlanamamıştır [44]. Bu dönemde 2,8 milyar dolar olması hedeflenen cari açık, ithalattaki artış nedeniyle 9,8 milyar dolara ulaşmıştır. Cari açık seviyesinin yüksekliği, döviz kuru çıpasının sürdürülmesini zorlaştırmıştır.

Türkiye'de 2000 yılının ikinci yarısında, kurala dayalı para politikası uygulaması sürdürülememiştir. Bu dönemde, yapısal reformların gerçekleştirilemeyeşi, özelleştirmeden beklenen gelirlerin elde edilemeyeşi ve iç borç faiz oranlarındaki yükselme, ekonomik kriz sürecini hızlandırmıştır. İç borç faiz oranlarındaki yükselme, kamu kesimi menkul kıymetlerini portföylerinde yoğun olarak bulunduran bankalarda likidite krizlerinin başlamasına neden olmuştur [45]. Yabancı yatırımcıların da devlet iç borçlanma senetlerini satarak yurtdışına çıkmaları ile birlikte, 22 Kasım finansal krizine girilmiştir. Söz konusu krizler sonucunda Merkez Bankası para ve kur politikalarını değiştirmiştir. Kasım Krizi'nden sonra parasal taban, net dış varlıklardan bağımsız bir şekilde değişmiştir. Aralık 1999 itibarıyla net dış varlıklar hesabı, 4.811 trilyon TL iken, parasal taban 3.879 trilyon TL olmuştur. Aralık 2000'de ise parasal tabanın net dış varlık karşılığı azalmıştır. Bu dönemdeki net dış varlık hesabı, 3.422 trilyon TL iken parasal taban 5.788 trilyon TL seviyesine ulaşmıştır.

Kamu kesimi, açık piyasa işlemleri, Hazine ihaleleri ve net döviz efektif alımı vasıtasıyla, piyasalara müdahale etmektedir. Açık piyasa işlemleri, Hazine ihaleleri ve net döviz efektif alımından oluşan kamu kesimi müdahalelerinin toplamı, net etkidir.

2000 yılı para piyasası gelişmeleri net etki yardımıyla analiz edildiğinde, Kasım ve Aralık ayları dışında, 2000 yılı boyunca net etkinin sürekli pozitif olduğu görülecektir. Kasım ve Aralık aylarında net etki negatife dönüşmüştür. Özellikle krizin yaşandığı Kasım ayında 3.821 trilyon TL'lik döviz satışı gerçekleştirilmiştir. Bu dönemdeki dövize olan talep, genellikle açık pozisyonlarını kapatmak isteyen bankalardan kaynaklanmıştır [46]. Gerek yabancı yatırımcıların portföylerinde bulunan iç borçlanma kağıtlarını dövize çevirme talepleri, gerekse ticari bankaların açık pozisyonlarını kapatma zorlukları, bu dönemde dövize olan talebi arttırmıştır. Tablo.3, Kasım

ayında yaşanan krizin öncesinde ve sonrasında dövize olan talebin seyrini göstermektedir. Tablo.3 verilerine göre, Kasım ayı öncesinde açık piyasa işlemleri, Hazine ihaleleri ve net döviz-efektif alımından oluşan net etki pozitif olmuştur. Krizin yaşandığı Kasım ayında döviz talebindeki artış, Merkez Bankası'nın piyasalara önemli miktarda döviz satmasına neden olmuştur. Bu nedenle Kasım ayında net etki negatif olmuştur. Ancak 30 Kasım'dan itibaren Merkez Bankası piyasalara likidite arzını durdurmuştur. Merkez Bankası'nın likidite arzını durdurmasının temel sebebi, IMF ile yapılan anlaşma gereği, net iç varlıklar hesabının sabit tutulmasından kaynaklanmaktadır.

Tablo.3: 2000 Yılı Para Piyasası Gelişmeleri (Trilyon TL)

Aylar	A.P.İ.	Hazine İhaleleri (itfa-satış)	Net Döviz Efektif Alımı	Net Etki
Ocak	573	170	-729	14
Şubat	-208	770	506	1 068
Mart	- 413	968	196	751
Nisan	80,6	895	-104	875
Mayıs	-409	796	435	822
Haziran	594	793	-55	1 332
Temmuz	1 235	555	-772	1 018
Ağustos	-1 521	2 487	-64	902
Eylül	175	-3	-113	59
Ekim	4	467	-200	271
Kasım	3 440	229	-3 821	-152
Aralık	-184	198	-797	-783

Kaynak: TCMB, 2000 Yılı Ekonomik Rapor, Ankara, 2001; GÜNAL, M., "Kasım 2000 Krizine Yönelik Teorik Yaklaşım: Minsky'nin Finansal İstikrarlılık Hipotezi", İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 2001, s.38.

2000 yılının ilk çeyreğindeki enflasyon oranı, TEFE'de %18,2, TÜFE'de %17,1 olarak gerçekleşmiştir. Elde edilen bu sonuçlar, programda hedeflenen enflasyon oranlarından uzaklaşıldığını ortaya koymaktadır. Söz konusu gelişmelere paralel olarak TL'nin reel olarak değer kazanması, yurtiçi kredilerin maliyetlerini arttırdığından, bankalar ve şirketler döviz ile borçlanmaya yönelmişlerdir [47]. TL'nin reel olarak değer kazanması, devalüasyon beklentilerini arttırdığından, yabancı kaynak girişi sınırlanmıştır. Bu durum, Türkiye ekonomisinde ciddi boyutlarda likidite krizlerine neden olmuştur.

Türkiye'de Hazine, bankacılık kesimi aracılığıyla borçlanmaktadır. Yeterli öz kaynağa sahip olmayan bankalar, iç borçlanma senetlerini satın alabilmek için kısmen mevduat, önemli ölçüde de sendikasyon kredileri ve repo gelirlerine başvurmaktadır. Sendikasyon kredilerinin önemli bir bölümünün bankalar tarafından iç borçlanma senetlerinin satın alınmasında kullanımı, bankaların açık pozisyonlarını büyütülmüştür. Kısa süreli mevduat ve repo yoluyla sağlanan kaynaklarla iç borçlanma senetlerinin satın alınması, bankacılık sisteminin likidite risklerini arttırmaktadır [48]. Şubat krizinde programın devamlılığına duyulan güvensizlik, yerel

bankaların döviz talebinden kaynaklanan likidite krizinin, kısa sürede finansal krize dönüşmesine neden olmuştur. Dış piyasalardan sağlanan borçların vadelerinin kısa olması da Türkiye ekonomisinde krizi derinleştiren önemli faktörlerden bir diğeridir.

Hazine'nin Şubat ayındaki yüklü itfası öncesinde kamu bankalarından kaynaklanan likidite krizleri ile karşılaşılmasına paralel olarak devalüasyon beklentileri daha da artmıştır. Söz konusu dönemde nominal çıpa olarak kullanılan kur politikasının, dövize olan iç ve dış talep nedeniyle sürdürülemez bir nitelik kazanması üzerine, siyasal bir gerginlik sonucu başlayan spekülasyon saldırılar nedeniyle 21 Şubat 2001 tarihinde dalgalı kur sistemine geçilmiştir [47]. "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP)" olarak adlandırılan yeni program, 14 Nisan 2001 tarihinde açıklanarak 15 Mayıs 2001'de IMF tarafından onaylanmıştır.

GEGP'nin temel hedefi, kamu borçlarının sürdürülemez boyutlara ulaşmasına neden olan borç dinamiğinin kırılması olarak açıklanmıştır. Program bozulmuş makroekonomik dengeleri kurarak dış kredilere bağımlılığı azaltmayı da hedeflemiştir [44]. GEGP

programında tarımda fiyat sübvansiyonlarının kaldırılması ve özelleştirme gelirlerinin artırılması gibi yapısal reformlara öncelik verilmiştir. Söz konusu reformlardan elde edilecek gelirlerle, piyasalara ek likidite sağlanması ve borç geri ödemelerinin gerçekleştirilmesi amaçlanmıştır.

Türkiye ekonomisinde kısa vadeli borç stokunun büyüklüğü önemli riskler yaratmaktadır. Riskin büyüklüğü, kısa vadeli dış borç/Merkez Bankası net rezervleri rasyosundan izlenebilir. Söz konusu oranın birden büyük olması, likidite sıkışıklığının arttığını göstermektedir. Tablo.4 verilerinden hareketle söz konusu oranın Türkiye ekonomisinde kriz dönemlerinde kritik seviyelerde olduğu görülmektedir.

Tablo.4: Kısa Vadeli Dış Borç/MB Uluslararası Net Rezerv Rasyosu'nun Gelişimi

Yıllar	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kısa Vadeli Dış Borçlar (Milyon \$)(1)	11 310	15 701	17 348	18 047	21 217	23 472	28 912	20 839
MB Döviz Rezervleri (Milyon \$)(2)	8 513	13 754	17 614	19 513	20 726	23 170	19 641	18 787
(1)/(2)	1.328	1.141	0,984	0.924	1.023	1,132	1.472	1.109

Kaynak: TCMB, Üç Aylık Bültenler.

2001 Şubat ayında yaşanan finansal krizin öncül göstergeleri, Kasım Krizinde ortaya çıkmıştır. Bankacılık sisteminin yetersiz sermaye yapısı ve faiz - kur makasına dayalı spekülasyon sermaye hareketlerinin ekonomiyi finansal krize sürüklemesi kaçınılmazdı [49]. Kasım krizi sonrasında likidite ve faiz riski nedeniyle sorunlar yaşayan bankacılık sektörü, Şubat krizi sonrasında ilave olarak kur riskinden kaynaklanan kayıplarla karşılaşmıştır. Kriz döneminde faiz oranlarındaki hızlı artış, bir yandan fonlama maliyetlerini yükselterek, diğer yandan menkul kıymetler cüzdanının piyasa değerini

azaltmak suretiyle banka bilançolarını olumsuz etkilemiştir [50].

2001 yılı programının 2000 yılı programı ile benzer yönü, makroekonomik istikrarın sağlanarak enflasyonun düşürülmesi ve bu çerçevede ekonominin sürdürülebilir bir büyüme sürecine girmesidir. Programın 2000 yılı istikrar programından farkı, ilk etapta mali piyasaların yeniden yapılandırılmasına yönelik yapısal reformlara öncelik verilmesi, ikinci etapta ise enflasyon hedefinin nominal çıpa olarak benimsenmesidir [47].

Tablo.5: Sermaye Girişleri Ve Cari İşlemler Bilançosu Açıklarının Karşılaştırılması (Milyon Dolar)

Yıllar	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Cari İşlemler Bilançosu Açıkları	-6,433	2,631	-2,339	-2,437	-2,638	1,984	-1,360	-9,767	3,414
Sermaye Girişleri*	6,971	-2,851	3,792	3,307	1,711	-755	4,188	5,057	10,312

* Doğrudan ve uzun vadeli sermaye akımlarını kapsamamaktadır.

Kaynak: TCMB, Üç Aylık Bültenler.

Tablo.5 verilerinden hareketle, Türkiye ekonomisinde 1994 ve 1998 yılları dışında sermaye girişlerinin cari işlemler bilançosu açıklarının üzerinde olduğu görülmektedir. Bu durum, spekülasyon amaçlı sermaye girişlerinin boyutlarını ortaya koymaktadır.

2002 yılı başından itibaren para politikası, dalgalı kur rejimi altında nominal çıpa olarak parasal tabanın ve örtük enflasyon hedeflemesinin kullanılması temelinde sürdürülmektedir. Bu çerçevede TCMB nihai hedefi olan fiyat istikrarını sağlamak amacıyla kısa vadeli faiz oranlarını enflasyon hedefi ve öngörülerine dayanarak belirlemiştir [51]. Döviz kuru rejiminin değişmesi ve kurun nominal çıpa olarak kullanımına son verilmesi, para politikası stratejisinin 2001 yılında yeniden düzenlenmesini gerektirmiştir. Bu amaçla bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması ve dalgalı kur rejimi

çerçevesinde TL'nin değerindeki hızlı düşüşün enflasyonist etkilerini sınırlamak amacıyla aktif para politikaları benimsenmiştir. Bu çerçevede net iç varlıklar için taban net dış varlıklar için ise taban değerler getirilmiştir [52]. 2002 yılında, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinden sonra sermaye yapısı giderek zayıflayan bankacılık sektörüne yönelik yeni düzenlemeler getirilmiştir. 2001 yılı Mayıs ayında Bankacılık Sektörünü Güçlendirme Programı çerçevesinde kamu ve TSMF bankalarının mali yapılarını iyileştirmek amacıyla bankacılık operasyonu başlatılmıştır. Bu çerçevede söz konusu bankalara Hazine tarafından verilen devlet iç borçlanma senetlerinin TCMB tarafından doğrudan satın alım ve repo işlemine tabi tutulması yoluyla likidite sağlanmıştır [51]. Alınan önlemler ile birlikte bankacılık sektörü Aralık 2001 tarihi itibarıyla 159 milyon dolar,

Mayıs 2002 tarihi itibarıyla de 713 milyon dolar yabancı para net genel pozisyon fazlasına sahip olmuştur [51].

IV. SONUÇ

Yapısal açıdan bakıldığında, gelişmekte olan ülkelerde sermaye/emek rasyolarının düşüklüğü ve aşırı yatırım talebi bu ülkelerde sermayenin marjinal verimliliğinin ve faiz oranlarının yüksek olmasını gerektirmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının yüksekliğini makroekonomide istikrarsızlık kaynağı haline getiren temel faktör, uygulanan düşük kur politikalarıdır. Söz konusu politikaları makroekonomide istikrarsızlık unsuru haline getiren unsur ise uygulanan politikaların kısa vadeli spekülasyon sermaye akımlarına yol açmış olmasından kaynaklanmaktadır. Kısa vadeli sermaye veya yaygın kullanım şekliyle "sıcak para" ülkelerarasında faiz oranı farklılığının harekete geçirdiği spekülasyon amaçlı sermaye grubunu temsil etmektedir. Faiz oranlarında meydana gelen düşüşler veya ülke ekonomisinde yaşanabilecek politik riskler söz konusu sermayenin hızlı bir şekilde ülkeyi terk etmesine neden olmaktadır. Sermayenin ülke dışına çıkışı ile birlikte ulusal ülke paraları üzerindeki spekülasyon atakları finansal piyasaları krizlere açık hale getirmektedir. Nisan 1994, Aralık 2000 ve Şubat 2001 tarihlerinde Türkiye ekonomisinde yaşanan krizlerin altyapısını söz konusu spekülasyon atakları hazırlamıştır. Ülkemizde sermaye hareketlerine yönelik yapısal düzenlemelerin eksikliği, Türkiye ekonomisinde 2000'li yılların ikinci çeyreğinde de krizlere açık hale getirmektedir. Çünkü sermaye mobilitesinin yüksekliği bağımsız para politikası uygulamalarını zorlaştırmaktadır.

Kanaâtimize göre, sermaye girişleri sınırlandırılarak merkez bankasının müdahale edemeyeceği büyüklükteki sermaye girişleri sterilize edilmelidir. Ülkemiz açısından değerlendirildiğinde ulusal paranın gelecekteki değeri ile ilgili belirsizlik yaratan dalgalı döviz kuru politikası uygulaması, kısa vadeli spekülasyon sermayeyi caydırıcı bir niteliğe sahiptir. Dalgalı döviz kurlarındaki esneklikten kaynaklanan risk faktörü, kısa vadeli sermaye girişlerini sınırlamaktadır.

Türkiye örneğinde de görüleceği gibi başlangıçta sadece cari işlemler bilançosu açıklarının finansmanına yönelik olarak teşvik edilen sermaye akımları, cari işlemler bilançosu açıklarının üzerinde gerçekleşmiştir. Bunun anlamı, Türkiye ekonomisinde spekülasyon kazançlarının yüksek olduğudur. Bu noktada önerilebilecek çözüm, sermaye kontrolleridir.

Dünya ekonomisinde sermaye akımları, sermaye çıkışlarının olduğu bir durumda kamu kesimi fonlarının finanse edemeyeceği bir büyüklüğe ulaşmıştır. Sermaye kontrolleri, ülkelerin finansal krizlerinden daha az

etkilenmelerini sağlamak ve kriz meydana geldiğinde ise krizlerin etkilerini azaltmak bakımından gereklidir. Bu anlamda 1978 yılında James Tobin tarafından literatüre kazandırılan ve döviz işlemlerinden belli oranda bir vergi alınması esasına dayanan "Tobin Vergisi" veya Şili'de uygulandığı şekliyle kanuni karşılık ayırmanın geçerli olduğu sermaye kontrolleri, yeniden tartışılmalıdır. Alınacak vergi ulusal parayı alıp satan yabancı yatırımcı açısından önemli bir maliyet unsuru olmalıdır. Günümüz literatüründe kısa vadeli sermaye akımlarının vergilendirilmesini savunan en önemli iktisatçılardan biri Barry Eichengreen'dir. Finansal piyasaların globalleştiği bir dünya ekonomisinde sermaye kontrolleri fikrini savunmak çelişebilir. Ancak gelişmekte olan ülkelerde yaşanan son dönem krizleri bu konuyu yeniden tartışılabilir bir duruma getirmiştir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- [1] AKDİŞ, M., *Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye*, Beta Yayınevi, İstanbul, 2000, ss.96,122,139.
- [2] MISHKIN, F., "Global Financial Instability:Framework, Events, Issues", *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 13, No: 4, 1999, ss.3-20.
- [3] McKINNON, R., *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C., 1973.
- [4] SHAW, E., *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, 1973.
- [5] DE Gregorio, GUIDOTTI, P., "Financial Development and Economic Growth", *World Development*, Vol: 23, No: 3, 1999, ss.436,445.
- [6] MISHKIN, F., "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", *NBER Working Paper*, No: 8087, 2001, s.8.
- [7] ALLEN, F.; GALE, D., "Bubbles and Crises", *The Economic Journal*, Vol: 110, No: 460, 2000, ss.236,238,239.
- [8] CAPRIO, G.; HONOHAN, P., "Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements", *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 13, No: 4, 1999, ss.44-46.
- [9] DEMİRGÜÇ-KUNT, A.; DETRAGIACHE, E., "The Determinants of Banking Crisis in Developing and Developed Countries", *IMF Staff Papers*, Vol: 45, No: 1, 1998, ss.83-84.
- [10] McKINNON, R.; PILL, H., "Credible Liberalizations and International Capital Flows", ed: ITO, T.; KRUEGER, A., *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, Chicago Uni Press, Chicago, 1996, ss.7-42.

- [11] KRUGMAN, P., *"Bubble, Boom, Crash: Theoretical Notes on Asia's Crisis"*, MIT, unpublished, 1998.
- [12] SACHS, J., *"Financial Crises in Emerging Countries"*, **Brookings Papers on Economic Activity**, No: 16, 1996, ss.147-215.
- [13] DOOLEY, M., *"A Model of Crises in Emerging Markets"*, **The Economic Journal**, Vol: 110, No: 460, 2000, ss.257,267.
- [14] EICHENGREEN, B.; MUSSA, M.; ARICCIA, G.D.; DETRAGIACHE..., *Capital Account Liberalization Theoretical and Practical Aspects*, Occasional Paper No: 172, IMF, Washington D.C., 1998.
- [15] KAMINSKY, G.; REINHARD, C., *"The Twin Crisis: The Causes of Banking and Balance of Payment Problems"*, **American Economic Review**, Vol: 89, No: 3, June 1999, ss.473,475.
- [16] STOKER, J., *Intermediatio and the Business Cycle Under a Specie Standart*, University of Chigago, Mimeo, 1994.
- [17] VELASCO, A., *"Financial Crises and Balance of Payment Crises"*, **Journal of Development Economics**, Vol: 27, No: 1-2, 1987, ss.263-283.
- [18] REINHARD, C.; VEGH, C., *Do Exchange Rate Based Inflation Stabilizations Sow The Seeds of Their Own Destruction*, IMF, Mimeo, 1996.
- [19] KRUGMAN, P., *"The Returns of Economic Depression"*, **Foreign Affairs**, Vol: 78, No: 1, 1999, ss.56-74.
- [20] STIGLITZ, J., *"Bleak Growth Prospects for the Developing World"*, **International Herald Tribune**, April 10-11, 1999.
- [21] EDWARDS, S., *"How Effective are Capital Controls"*, **Journal of Economic Perspectives**, Vol: 13, No: 4, 1999, s.65.
- [22] KRUGMAN, P., *"A Model of Balance of Payment Crises"*, **Journal of Money Credit and Banking**, Vol: 11, No: 3, 1979, pp.311-325.
- [23] FLOOD, R.; GARBER, P., *"Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples"*, **Journal International Economics**, Vol: 17, No: 1-2, 1984, ss.207-208.
- [24] OBSFELD, M.; ROGOFF, K., *"The Mirage of Fixed Exchange Rates"*, **Journal of Economic Perspectives**, Vol: 9, No: 4, 1995, ss.75,78,79.
- [25] ÖZKAN, G.; SUTHERLAND, A., *"A Currency Crisis Model with an Optimizing Policymaker"*, **Journal of International Economics**, Vol: 44, No: 2, 1998, s.341.
- [26] EICHENGREEN, B.; WYPLOSZ, C., *"The Unstable EMS"*, **Brookings Papers on Economic Activity**, No: 1, 1993, pp.51-143.
- [27] JEANNE, O., *"Are Currency Crisis Self Fulfilling ?"*, **Journal of International Economics**, Vol: 43, No: 3-4, 1997, s.277.
- [28] WILLIAMSON, J., *"Exchange Rate Management"*, **The Economic Journal**, Vol: 103, No: 4-6, 1993, s.194.
- [29] SVENSSON, L., *"Fixed Exchange Rates as a Means to Price Stability: What Have We Learned"*, **European Economic Review**, Vol.38, No: 3-4, 1994, ss.456-458,462-463.
- [30] YENTÜRK, N., *"Arjantin Krizi: Dış Borç İle Tango"*, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl: 17, Sayı: 193, 2002, ss.54,58.
- [31] EDISON, H.; LUANGARAM, P.; MILLER, M., *"Asset Bubbles, leverage and Lifeboats: Elements of the East Asian Crisis"*, **The Economic Journal**, Vol: 110, No: 460, 2000, ss.309,312,314.
- [32] MISHKIN, F., *"Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective"*, **NBER Working Paper**, No: 5600, 1996, s.19.
- [33] DEMİRĞÜÇ-KUNT, A.; DETRAGIACHE, E.; GUPTA, P., *"Inside The Crisis: An Empirical Analysis of Banking Systems in Distress"*, **World Bank Working Papers**, No: 2431, 2000, s.1.
- [34] FISHER, S., *"The Asian Crises: A View from the IMF"*, **IMF Survey**, Vol: 27, No: 2, Washington D.C., 1998.
- [35] CORDEN, M., *"Exchange Rate Policies for Developing Countries"*, **The Economic Journal**, Vol: 103, No: 4-6, 1993, s.201.
- [36] BENOIT; COEURE; PISANI; FERRY, *"The Euro, Yen and Dollar: Making the Case Against Benign Neglect"*, ed: KENEN P.; SWABODA, A.; ZETTELMEYER, J., **Reforming the International Key Issues in International Monetary and Financial Reform**, IMF, Washington D.C., 2000, s.24.
- [37] BLINDER, A., *"Let The Exchange Rates Float"*, ed: KENEN P.; SWABODA, A.; ZETTELMEYER, J., **Reforming the International Key Issues in International Monetary and Financial Reform**, IMF, Washington D.C., 2000, ss.50-51.
- [38] WILLIAMSON, J., **The Exchange Rate System**, MIT Press, Cambridge, 1983.
- [39] SIEBERT, H., *"The Case for Benign Neglect"*, ed: KENEN P.; SWABODA, A.; ZETTELMEYER, J., **Reforming the International Key Issues in International Monetary and Financial Reform**, IMF, Washington D.C., 2000, ss.68-69.

- [40] EICHENGREEN, B.; MASSON, P.; SAVASTANO, M., **Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange Rate Flexibility**, Princeton University Press, No:213, Princeton, 1999, ss.18-22.
- [41] TÜRKOĞLU, F., "*Krizin Ayak Sesleri*", **Görüş Dergisi**, Sayı: 47, 2001, ss.10,13,19.
- [42] ENÇ, E., "*Dış Ticaret, Cari açık ve Kriz*", **Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F.Dergisi**, Cilt: 3, Sayı: 2, 2001, s.31.
- [43] UYGUR, E., "*2000Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler*", **A.Ü. Mülkiye Dergisi**, Cilt: 25, Sayı: 227, 2001, ss.46-47.
- [44] ONGUN, T., "*İstikrar Arayışından Krize: Bir Değerlendirme*",**Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: 3, Sayı: 2, 2001, ss.4,6.
- [45] TCMB, **2000 Yılı Ekonomik Raporu**, Ankara, 2001, ss.71-72.
- [46] GÜNAL, M., "*Kasım 2000 Krizine Yönelik Teorik Yaklaşım: Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi*", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, 2001, ss.33-39.
- [47] ALSANCAKLI, A., "*Kasım ve Şubat Krizleri, Yeni Ekonomik Program ve Geleceğe Yönelik Beklentiler*", **Türkiye ve Siyaset Dergisi**, Sayı: 4, 2001, ss.3-4.
- [48] AKGÜÇ, O., "*Bankacılık Kesimi Kriz Nedeni midir?*", **İktisat Dergisi**, Sayı:410-411, 2001, ss.32-33.
- [49] YELDAN., <http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/yazilar>.
- [50] BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU, "*Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı*", 2001, s.8.[52] Devlet Planlama Teşkilatı, **T.C.2002 Yılı Katılım Öncesi Ekonomik Programı**, Ankara, 2002, s.6.
- [51] TCMB, **Para Politikası Raporu**, 2002, ss.19,20,38.