

## FINANSAL KRİZLERE KARŞI POLİTİKA TERCİHLERİ POLICY CHOICES FOR FINANCIAL CRISES

Koray DUMAN\*

### ÖZET

Bu çalışmada, finansal krizlerin oluşum nedenleri, uluslararası finansal sistemin reformuna yönelik çalışmalar ve krizlere karşı hangi politika tercihlerinin yapılacağı konusunda çıkarımlar yapılmıştır. Bu kapsamda; finansal sistemin yeniden yapılandırılması ve krizlere neden olan temel faktörler ele alınmıştır. Gelişen yeni şartlarda, IMF ve Dünya Bankası'nın rolü, piyasaların denetimi, sermaye hareketleri, uygulanan kur rejimi, Merkez Bankaları'nın politikaları incelenmiştir. Ayrıca; söz konusu finansal piyasaların krizlere karşı hangi politika seçenekleriyle yapılandırılması, bankacılık sorunları ve krizlerin nedenlerine ilişkin literatürde yer alan alternatif önerilere yer verilmiştir.

**Anahtar Sözcükler:** *Finansal Kriz, Bankacılık Sektörü, Sermaye Akımları, Finansal Liberalizasyon.*

### ABSTRACT

In this study, the reasons of financial crises, reforms needed for international financial system, policy choices for crises are discussed. Therefore, the reconstruction of financial system and main factors causing crises are examined. The consequences of recent developments are studied within the framework of the role of IMF and World Bank, the controlling of markets, capital movements, implemented exchange regime, policies of Central Banks. Moreover, alternative suggestions in the literature regarding problems of banking sector and reasons of crises are mentioned.

**Keywords:** *Financial Crisis, Banking Sector, Capital Movements, Financial Liberalization.*

---

\* Akdeniz Üniversitesi İ.İ.B.F. İktisat Bölümü Araştırma Görevlisi

## **GİRİŞ**

Krizler, yaşadığımız ortamda, toplumsal, politik ve ekonomik realite açısından önemli sonuçlar doğurmuştur. Özellikle 1990'lı yıllarda Güneydoğu Asya ve Latin Amerika ülkelerinde yaşanan krizler, gelişmekte olan ülkelerde finansal krizler konusunda bir bilinçlenme oluşturmuştur. Mevcut krizlerin etkilerinin sınırlandırılması ve muhtemel kriz riskinin azaltılması için alınması gereken tedbirlerle ilgili olarak uluslararası mali piyasalarda şeffaflığın artırılması, kamu ve özel mali kuruluşlar tarafından daha iyi bir bilgi akışının sağlanması, bankacılık dışındaki mali sektörün daha iyi izlenmesi ve denetlenmesi, gelişmekte olan ülkelerde modern bir hukuki ve sosyal mali altyapının uygulamaya konulması noktalarında geniş bir görüş birliği bulunmaktadır. Ancak, bu hususların gerçekleştirilmesinden sorumlu ve gözetimle ilgili uluslararası kuruluşun kim olacağı noktasında sıkıntılar ortaya çıkmıştır.

Bu bağlamda, krizlere karşı finansal piyasaların reformu tartışması, yeni olmamakla birlikte, bu tartışma özellikle 1995 yılında Meksika krizi sonrası gündeme gelmiş ve Asya krizi bu süreci daha da hızlandırmıştır. Burada söz konusu olan, uluslararası finansal piyasaların reform sürecinde sağlanacak yapısal değişimler ve iyileştirmeler vasıtasıyla dünya ekonomisinin mali risklere ve krizlere karşı korunmasıdır. Finansal piyasalarda yaşanan söz konusu (hisse senedi fiyatlarının artması ve döviz kurlarındaki değişimler) bu gelişmeler, ulusal ve uluslararası piyasalarda krizlere karşı geliştirilecek ne tür politika tercihlerinin uygulanacağı konusunda farklı yaklaşımların oluşmasına neden olmuştur.

Bu amaçla yapılan bu çalışmada, finansal krizlerin oluşum nedenleri, krize giren ülkelerin krizleri aşmada finansal piyasaların liberalizasyonu ve döviz piyasalarının istikrarına yönelik izledikleri yöntemler, dünya mali piyasalarına yön veren çeşitli uluslararası finans kuruluşlarının krizlere karşı geliştirdikleri genel yaklaşımlar ve literatürde yer alan alternatif önerilere yer verildikten sonra sonuç bölümünde genel bir değerlendirmeye yer verilmiştir.

## **FİNANSAL KRİZLERİN OLUŞUM NEDENLERİ**

Günümüzde finansal krizlerin oluşumuyla ilgili ağırlık kazanan görüş; eğer krize giren bir ülke kendi çabalarıyla girdiği krizden çıkamıyorsa, bu ülkenin tekrar krize girmesi kaçınılmaz görülmektedir. Bu doğrultuda verilen kredilerin geri dönme olasılığı kaybolmaktadır. Ayrıca verilen kredilerin ahlaki riski arttıracığı da vurgulanmaktadır. Bir finansal krizin oluşumu, uygulanmakta olan döviz kuru politikası, banka iflasları ve piyasadaki ödeme gücü yetersizlikleri gibi nedenlerden ortaya çıkmaktadır.

Eğer ülkede sabit kur politikası uygulanmakta ise, o ülkenin Merkez Bankasının temel görevi kuru sabit tutmaktır. Merkez Bankası riski yüklenmekte ve piyasaya döviz vermektedir. Böylece döviz ucuz, yerli para değerli olmakta, ihracat düşmekte ve cari işlemler açık vermektedir. Ülke, açığı kapatmak için devalüasyon baskısıyla karşı karşıya kalmaktadır. Sabit kur politikası uygulayan ülke, cari işlemler açığını kapatmak için dış borçlanmaya başvurmakta, genelde dış borçlanmanın türü de kısa vadeli sermaye akımı şeklinde olmaktadır. Böylece ülkede ki bankaların açık pozisyonları artmakta, bankalar da döviz cinsinden olan borçlarını, döviz cinsinden kredi vererek kur riskinden kaçma eğilimine girerek, kur riskini kredi verdiği işletmelere yüklemektedir. Devalüasyon baskısı, kredi vadelerinin kısa olması, firmaların hangi şartlarda olursa olsun borçlarını yenileme ihtiyaçları ile borsada meydana gelebilecek hızlı değer düşmeleri, faizlerin yükselmesine, firmaların ödeme güçlüğü içerisine girmesine ve bankaların kredi verme isteğinin yok olmasına neden olacaktır. Ekonomide böyle bir durumda daralacak, batık kredi miktarındaki artış banka iflaslarını hızlandıracaktır.

Finansal krizlerin bir diğer nedeni de kriz öncesi iyimser bir hava ile birlikte spekülâtif yatırımlarda büyük artışların gözlemlenmesidir. İyimser ortamda fiyatları yükselen mallar kredilere teminat olmakta, daralma ile birlikte bu malların likit değerleri düşmekte, kredilerin geri dönüşüne imkan vermemektedir. Bankacılık sisteminin liberalize edildiği fakat bankacılık denetlemelerinin zayıf ve kanuni yaptırımların olmadığı veya kanuni boşlukların olduğu ülkelerde banka krizleri, bankaların boşaltılmasıyla ortaya çıkmakta olup banka yöneticileri sadece yüksek riskli projelere yatırım yapmakla kalmamakta ayrıca batacağı garanti olan projelere de yatırım yaparak bu projelerden çıkar sağlamaktadır (Yılmaz, 2001:60).

Bunun yanında gelişmekte olan ülkelerde borçlanmalar, özellikle uzun vadeli borçlanmalar, döviz cinsinden sağlanabildiğinden, merkez bankalarının para politikaları, krizden kurtulmak için yeterli olmamaktadır. Halbuki gelişmiş ülkelerde vadelerin uzun olması, borçlanmaların yerli para ağırlıklı olması, merkez bankasının açık piyasa işlemleri ile borç vererek likiditeyi arttırması, kriz için çözüm oluşturabilmektedir. Örneğin, Amerika' da büyük buhran sonucu FED'in para arzını arttırması, New York borsasında ki 1987 yılındaki düşüş FED'in müdahalesiyle ekonomik büyümeyi arttırmıştır. Bu bağlamda gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlere karşı alınacak önlemlerin başında, finansal liberalizasyon, döviz piyasalarındaki istikrarsızlığın azaltılması, kısa vadeli sermaye akımlarının sınırlandırılması ve ahlaki riskin engellenmesi gelmektedir.

## **FİNANSAL LIBERALİZASYON**

Finansal liberalizasyon; genellikle hükümetlerin, gelişmiş ülkelerin, uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için bankacılık finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli bir ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilmektedir.

Öte yandan, finansal liberalizasyonun itici gücü olan finansal liberalleşmenin benimsenmesinde, 1980'lere egemen olan iktisadi düşüncenin rolü de büyük olmuştur. Neo-klasik teori bağlamındaki bu düşünce yerli tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturacağı temeline dayanmıştır. Bu düşünceye göre, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi (dış finansal serbestlik) sonucunda, tasarruflar sermaye darboğazı çeken ülkelere akacak, diğer bir deyişle ekonomik etkinliği geliştirerek büyüme ve istihdamı gerçekleştirmek için yurt içi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelerde faiz oranını yükselterek, tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları çekilecektir (Khoury, 1992:1-206). Bu süreç, gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranları, uluslararası faiz oranına inene kadar devam edecektir.

Bu açıdan bakıldığında, finansal liberalizasyonla birlikte bankacılık sisteminin kırılganlığı da büyük ölçüde artmaktadır. Faiz tavanlarının kalkması ile faiz oranlarının artan volatilitesi, bankaları ciddi faiz riskleri ile karşı karşıya getirmektedir. Regülasyon uygulamaları ile kısa vadeli faizlerin, her zaman uzun vadeli faizlerin altında kalması garantilenirken, finansal liberalizasyon ile birlikte bu garanti ortadan kalkmış ve vade uyumsuzlukları nedeniyle banka bilançoları daha riskli hale gelmiştir (Velasco, 1987:1-26). Ayrıca Fry'a göre (1997) bankaların mevduat verdiği faiz oranının, bankacılık sistemi dışı enformel piyasalara verilen faizlerden çok düşük kalması durumunda, bankaların arz edeceği fonlar azalırken, bankaların aracılık görevi zorlaşmaktadır.

Böyle bir ortamda da bankacılık sistemi birçok sorunla karşı karşıya kalacaktır. Bu sorunlardan ilki, döviz kuru riskidir. Bu risk, krize açık pozisyonla yakalanan bankaların ödeyebilirliğini yitirme ihtimalini ortaya çıkarmaktadır. İkinci önemli risk, kredi riskidir. Çünkü bu aşamada geri ödenmeyen krediler hızla artar. Bu koşullarda merkez bankası son durak mercii işlevini yerine getiremezse, banka iflasları kaçınılmaz hale gelir. Banka iflasları gerçekleşmeye başladığında para arzı daralır ve kriz daha da derinleşir. Finansal liberalizasyonun banka iflasları üzerindeki etkisi (ABD örneği için) tablo 1'de görülmektedir. Tablodan da izlenebileceği gibi, ABD'de finansal liberalizasyona yönelik yasaların çıkması ile banka iflasları artmıştır. Bütün bu riskler, batan bankaların sayısını hızla artırdığı gibi,

bankacılık sistemlerini de liberalizasyon sonrası krizlere karşı daha açık hale getirmiştir (Fraser 1988:25-63).

**Tablo 1. 1977-1987 Arası ABD’de Banka İflasları**

Yıl	İflas Eden Banka Sayısı	İflas Eden Bankaların Toplam Varlıkları (000) (\$)
1977	6	232.612
1978	7	994.035
1979	10	132.988
1980	10	236.164
1981	10	4.859.060
1982	42	11.632.415
1983	48	7.026.923
1984	79	3.276.641
1985	120	8.741.268
1986	138	6.991.600
1987	184	6.850.700

Finansal liberalizasyon sonrası, genişleyen sermaye akımları aynı zamanda ülke ekonomilerinde verilen kredi miktarlarının da artmasına neden olmuştur. Bu süreç tamamıyla gerekli finansal düzenlemeler gerçekleşmeden gidilen finansal liberalizasyon sürecinin tehlikeli boyutlarını gözler önüne sermektedir. Eğer kredi miktarındaki artışlar, para arzındaki artışlardan daha fazla ise merkez bankalarının döviz rezervleri de o ölçüde erimektedir (Flood 1992, s.357). Böyle bir durumun yaratacağı etki, tablo 2’den de izlenebileceği gibi, spekülative bir saldırı anlamına gelmektedir (Wyplosz, 2001:26).

**Tablo 2. Finansal Liberalizasyon ve Krizler**

Ülke	Finansal Liberalizasyon	Kriz
Arjantin	1977	03/1980-05/1989-12/1994-12/2001
Bolivya	1985	10/1987
Brezilya	1975	11/1985-07/1994
Şili	1980	09/1981
Kolombiya	1980	07/1982
Meksika	1989	09/1982-09/1992-09/1994
Paraguay	1990	1995
Uruguay	1976	03/1981
Venezüella	1976	10/1983
Endonezya	1989	1992
Güney Kore	1983	09/1997
Malezya	1991	07/1985-09/1997
Tayland	1989	03/1979-10/1993-09/1997
Filipinler	1981	01/1981

İsrail	1990	1985
Ürdün	1988	08/1989
Kenya	1991	1993
Tanzanya	1993	1988
Türkiye	1987	03/1994-02/2001
Mısır	1991	---
Zambiya	1992	01/1995
Guatemala	1989	---
Peru	1980	04/1989
El Salvador	1991	1989

Kaynak: C. Wyplosz (2001) How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries?, Discussion Paper Series UN, s.26

Bunun en güzel örneği ise, son güneydoğu Asya krizinde görülmektedir. Özellikle finansal liberalizasyon sürecinden sonra Tayland'da ülkeye giren yabancı sermaye miktarı GSMH'nin %12,5'ine ulaşmıştır. Yani finansal liberalizasyonla birlikte teşvik edilen sermaye akımları, yüksek faiz oranları pahasına bu ülkeye girmiştir. Sonuçta kısa vadeli borç miktarları artmış ve finansal kriz gerçekleşmiştir (Lee 1998, s. 84). Bu konuda Demirgüç ve Detragiache (1997)'nin yaptığı kesit veri analizinde de benzer sonuçlar ortaya çıkmıştır. Şöyle ki 65 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeyi içeren bu analiz, bir bankacılık krizi riskinin yetersiz piyasa disiplini ve makro ekonomik dengesizlikler tarafından arttığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmada ayrıca finansal liberalizasyonun da etkileri analiz edilmiştir. Bu çerçevede, finansal piyasaların liberalizasyonu, bankacılık krizi olasılığını arttırmaktadır. Ayrıca bu çalışmada mevduat sigorta sisteminin, bankacılık sisteminin kırılganlığını arttırdığını ve faiz oranlarını deragüle ettiğini gösteren bulgular da elde edilmiştir (Demirgüç,1997:45). Finansal liberalizasyon ile ilgili diğer bir çalışmada Rossi (1999)'nin yaptığı çalışmadır. Bu çalışmada 15 gelişmekte olan ülke incelenmiştir. Bu çalışmanın sonuçlarına göre, finansal liberalizasyon kriz riskini arttırmaktadır (Rossi, 1999:21).

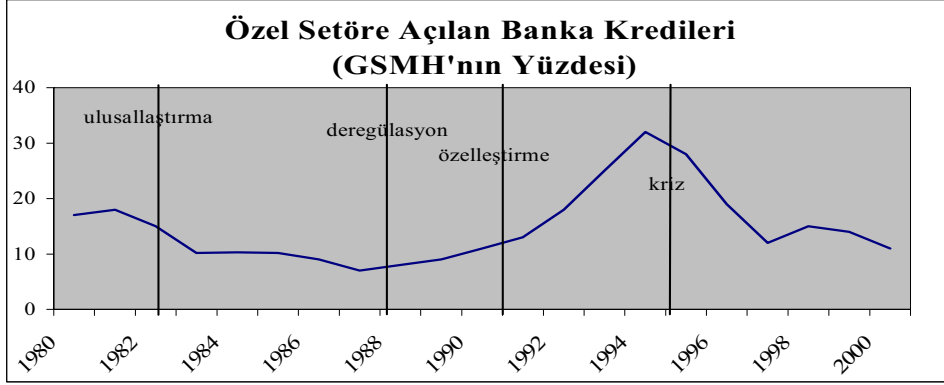
Chang ve Velasco'ya göre (1998), finansal serbestleşmeyi takiben yerli bankalar, yurtiçi mevduatlar yanında ülke dışından döviz cinsinden borçlanıp, döviz mevduatları alırken, verdikleri krediler genellikle yerli para cinsinden olmaktadır. Böyle olunca bankalar, sahip oldukları kısa vadeli döviz yükümlülüklerinin, kısa vadede elde edebilecekleri döviz miktarını aşması halinde kolayca uluslararası likidite sıkıntısına düşebilmektedir.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Bu sonuç Kaminsky ve Reinhart'ın sonucunu desteklemektedir. Banka krizlerinin %70'i finansal kesimin serbestleşmesini izleyen beş yıl içinde ortaya çıkmaktadır ve finansal serbestleşme, bütün banka krizlerinin %67'sinin işaretidir. Diğer yandan bu sonuç, öngörülebilir bankaya hücum modelleri ile tutarlıdır. Zayıf gözetime sahip olan bankaların deregülasyonuna eşlik eden örtük ya da açık mevduat garantileri, aşırı borç verme, aşırı risk alma ve bir finansal krizle sonuçlanabilir.

Yapılan tüm analizler ve ülke deneyimleri (tablo 3), finansal liberalizasyon sürecine giren ülkelerde bankacılık krizlerinin arttığı ve bu krizlerin gelişmekte olan ülkeleri istikrarlı bir büyüme patikasından uzaklaştırdığı görülmektedir.

**Tablo 3. Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Kriz (Meksika)**



Kaynak: Alparslan, M (2002) 1995 Yılındaki Kriz Sonrasında Meksika Bankacılık Sistemi, TBB, S.4

Dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerde, hızla artan krizler, yeni bir regülasyon sürecinin er ya da geç yaşanmasını zorunlu kılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin, belli bir evrim içerisinde olmadan ve makro ekonomik dengeler sağlanmadan çok çabuk bir şekilde finansal serbestleşmeye gitmeleri, krizle karşı karşıya kalmalarına neden olmaktadır (Meksika'da ve Asya'da olduğu gibi) (Coggins, 1988:1-65). Nitekim, sermaye hareketlerinin serbestleşmesini öngören neo klasik yaklaşım dahi finansal liberalleşme karşısında, gelişmekte olan ülkelerde sorunların çıkmaması için önce kamu ve para piyasası dengesinin sağlanmış olması, dış ticaret açığının kapanması gerektiğini belirtir. Bu görüşe göre, makro ekonomik denge oluşturulmadan ve para politikaları üzerinden kalkacak müdahalenin yerini alacak araçlar yaratılmadan finansal serbestleşmeye gitmek hatalı görülmektedir.

O halde, belli bir evrim içerisinde olmadan ve makro ekonomik dengeler sağlanmadan çok çabuk bir şekilde finansal serbestleşmeye gitmek, krizle karşı karşıya kalınmasına neden olmaktadır.

## DÖVİZ PİYASALARININ İSTİKRARINA YÖNELİK ÖNERİLER

Döviz piyasalarında istikrara yönelik önerilerin tüm amacı, finansal işlemler alanında spekülasyon unsurlarının azaltılması veya finansal işlemlerin reel iktisadi etkilerinin asgariye indirilmesi zorunluluğudur. Bu amaçla döviz piyasalarında istikrarın sağlanması için önerilen dört temel yaklaşım

bulunmaktadır. Bu yaklaşımlar; Tobin vergisi, hedef bölge yaklaşımı, kurların sabitlenmesi ve para kurulunun oluşturulması olarak sıralanabilir.

Özellikle döviz piyasalarını istikrarlı hale getirmek için en çok başvurulan yöntemlerden bir tanesi, işlemlerin vergilendirilmesidir. Bu amaçla sermaye hareketlerinin ya doğrudan ya da dolaylı olarak vergi aracılığıyla kısıtlanması üzerinde ciddi görüşler ortaya atılmıştır. James Tobin tarafından ortaya atıldığı için Tobin vergisi olarak ifade edilen bu düşünceye göre; uluslararası sermaye hareketlerinin yaratacağı istikrarsızlıklar, özellikle kısa vadeli para sermaye akımlarına uygulanacak düşük vergi oranları ile düzeltilebilecektir. Bu verginin en önemli özelliği, dövizli işlemlerini vergi nedeniyle daha maliyetli hale getirmek suretiyle, spekülasyon amaçlı olarak yapılan işlemleri engellemektir. Bu şekilde kısa dönemli spekülasyon amaçlı işlemler azalacağı için, döviz kurlarının istikrarının sağlanacağı düşünülmektedir (Tobin, 1978: 21). Bu tür bir politika tercihinin sermaye hareketlerini engelleyeceği düşünülerek, bu görüş eleştirilmiştir.

Tercih edilen diğer bir politika aracı ise, hedef bölge (Target zone) sistemidir. Bu sistem ile uygulamada ulusal politikalarda artan oranda uluslararası koordinasyona gidilmesi ile gerçek olmayan kur değişikliklerinin önlenmesi amaçlanmaktadır. Merkez bankalarının döviz alışı ve satışı şeklindeki müdahaleleri, belirli durumlarda döviz piyasaları için tamamlayıcı mesajlar içermektedir; ancak iştirakçi ülkelerde iktisadi alandaki yanlış gelişmenin ortadan kaldırılmasını sağlayamamaktadırlar. İktisat politikasının artan şekilde uluslararası işbirliğine önem vermesi, hem farklı piyasa şartlarına dayanan spekülasyon işlemlerinin önünün alınmasında, hem de iktisat politikası şokları vasıtasıyla piyasa esaslarının asimetrik olarak etkilenmesini önlemede etkili olmaktadır (Krugman, 1999:1-35).

Kurların sabitleştirilmesi veya kur limitlerinin belirlenmesi yaklaşımı ise, temel alınan gelişmelerin ve politikaların sürekli uyumunu ve de ulusal politikaların önemli bir bölümünün uluslararası kararlara tabi olmasını gerekli kılmaktadır. Ancak ulusal devletlerin böyle bir bağımsızlıktan feragat etmeleri, özellikle Amerika ve diğer sanayileşmiş ülkeler bakımından pek kabul edilebilir gözükmemektedir. Bu konuda bir uygulama öneren Arjantin'in ABD Dolarına bağlanması düşüncesi ABD tarafından kabul görmemiştir. Ancak AB şu anda böyle bir geçişi başlatmış bulunmaktadır (Akdiş 2000, s. 92).

Hem kur dalgalanmasından, hem de sermaye kontrolleri uygulamasından kaynaklanacak olumsuzluklardan kurtulmanın yollarından biri de para kurulu uygulamasıdır. Para kurulu, ülke parasının seçilecek olan yabancı bir para ile sabit kurdan değişim esasını tespit eden, uzman kişilerden oluşan ve belirli yasal düzenlemeleri gerektiren bir organdır. Para kurulu uygulaması Hong Kong'da 1983, Arjantin'de ise 1991 yılından 2001 yılına kadar uygulanmıştır. Bu uygulamada yeni para basımı sadece sabit bir



kur üzerinden aynı miktarda bir döviz girişi olması durumunda mümkün olmaktadır. Bu durumda para otoritesinin elinden, kurları değiştirebilme ve otonom bir para politikası izleme imkanı alınmış olmaktadır. Bir başka ifadeyle, para kurulu merkez bankasının yerini alacaktır. Sistem kredibilite sağlamakla beraber, ortaya çıkacak herhangi bir mali krizde ekonominin son borç veren rolünü üstlenecek bir kurumdan mahrum bulunmaktadır (Williamson, 1999:25-36).

Para kurulu oluşumunu sağlayan kanunların değiştirilebilmesi ihtimali sebebiyle, para kurulunun da tam kredibilite sağlayamama ihtimali mevcuttur. Örneğin, ABD’de faizlerin %1 artış kaydettiği dönemlerde, 1991 yılında para kurulu uygulamasına geçen Arjantin’de artış %3’ler seviyesinde gerçekleşmiştir (Bergsten 1999:1-13).

Bu durumda dolarizasyon bir çözüm olabilmektedir. Dolarizasyonda milli para birimi yerine muhakkak doların kullanılması şart değildir. Euro veya mark gibi başka para birimleri kullanılsa da sistemin adı dolarizasyon olarak geçmektedir. Dolarizasyonun fayda sağlayabileceği ülkeler sınırlı gözükmektedir. Beklenen faydanın sağlanabilmesi için ülke ekonomisindeki ortamın aşağıdaki gibi olması gerekmektedir (Balino, 1998:1-32):

Birincisi, Hong Kong gibi küçük fakat dünya ekonomisine oldukça bağımlı bir durumda bulunmak. Dolarizasyon, böyle bir ülkenin döviz kuru dalgalanmalarından büyük ölçüde etkilenmesini önleyecektir.

İkincisi, ülke ekonomisinin hiperenflasyon geçirmiş olması, bu sebeple parasal istikrarı sağlayacak bir çığaya ihtiyaç duyulması ve vatandaşların da bunun doğuracağı yüksek faiz, durgunluk ve işsizliğe tahammül gösterebilmesi gerekmektedir.

Fakat dolarizasyonun, uygun şartlara sahip ekonomiler açısından, para kuruluna göre üç ilave avantajı bulunmaktadır: Birincisi, devalüasyon ihtimalini ortadan kaldırdığı için sistemin kredibilitesi daha yüksektir. İkincisi, Para birimi kullanılan ülkeden (ABD, AB) daha istikrarlı fiyat seviyesi ve daha düşük faiz oranları ithal edilecektir. Son olarak ise, para birimlerinin birbirine çevrilmesi esnasında doğan işlem masrafları ortadan kalkacak ve para birimi kullanılan ülke ile olan ilişkiler ve entegrasyon artacaktır. Yani parasını kullanacağı ülke ile sıkı ekonomik ilişkilerinin bulunması gerekmektedir.

Sonuç olarak, döviz piyasalarının istikrarına yönelik önerilen politikalar, sabit kur mekanizması altında önemli ölçüde risk faktörü içermektedir. Özellikle Arjantin ve Türkiye örnekleri tarafından doğrulanan kanıtlara göre, iç kapasite ve ihracat arttırılmadan uygulanan döviz kuru tabanlı politikalar, uzun vadeli istikrarsızlık pahasına sadece kısa vadeli istikrar sağlamaktadır.

## **SPEKÜLATİF SERMAYE HAREKETLERİNE KARŞI GELİŞTİRİLEN POLİTİKA TERCİHLERİ**

Güneydoğu Asya ülkelerinde yaşanan krizlerin en önemli nedenlerinden birisi olarak, bu ülkelere gelen yoğun sermaye akımları gösterilmektedir. Bu ülkelerde yaşanan asimetrik bilgi probleminin de etkisiyle uluslararası sermaye akımlarının, finansal istikrarsızlığı daha da arttırdığı bilinmektedir. Sermaye akımlarının yarattığı aşırı risk alma ve borç miktarındaki artışlar, banka bilançolarının daha da kötüleşmesine neden olmuştur (Mishkin 1996, s.12). Uluslararası sermaye akımlarının küreselleşme sürecinde edindiği özelliklerin, oynaklığı arttırıcı, istikrarsızlığı besleyici etkilerinin yanısıra, yöneldiği ülkelerde, büyüklükleri de benzer etkiler yaratacak yönde bozduğu savı, öne sürülen en önemli tezlerden birisidir (Berksoy ve Saltoğlu 1998:1-63). Bu doğrultuda Güneydoğu Asya ülkelerinde yaşanan son finansal krizlerin bir nedeni olarak görülen sermaye hareketlerinin, günümüzde hükümetler tarafından bir takım kısıtlamalara tabi tutulması düşünülmektedir (Talay ve Erdönmez 1999:1-45).

Bu doğrultuda global finansal krizlerden kurtulabilmek için kısa vadeli sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar, doğrudan ve dolaylı kontroller olarak iki ana gruba ayrılmaktadır (Mishkin 1996, s.18). Doğrudan kontroller; açık yasaklamalar, miktar kısıtlamaları ya da onay süreci ile, sermaye işlemlerinin veya ilgili ödemelerin ve fon transferlerinin kısıtlanmasıdır. İdari kısıtlamalar, ilgili sınır ötesi finansal işlemlerin hacmini etkilemeyi amaçlar. Bu kontrollerin genel özelliği, sermaye akımlarının kontrolü için bankacılık sistemine idari yükümlülükler getirmesidir.

Diğer bir kontrol türü ise, dolaylı kontrollerdir. Buna göre; çift ya da çoklu döviz kuru sitemleri, sınır ötesi finansal akımların açık ya da gizli vergilenmesi (Tobin vergisi) ve diğer piyasa temelli önlemlerle sermaye hareketlerinin daha maliyetli kılınarak kısıtlamaya çalışılmasıdır. Bu kontroller, yalnızca fiyatı ya da hem fiyatı hem de işlemin hacmini etkileyebilmektedir.

Çift ya da çoklu döviz kuru sistemlerinde, farklı işlemlere farklı döviz kurları uygulanır. Bu sitemde, genellikle, yüksek kısa dönemli faiz oranlarının ülke içi yerleşikler için büyük yük oluşturduğu durumlar da para otoriteleri, finansal kuruluşların spekülatif amaçlı krediler vermesini yasaklayarak yerli para piyasasını bölümlere ayırır. Özünde ikili piyasa, yerli para cinsinden kısa pozisyonda kalmak için yerli kredi ihtiyacı olan spekülatörlerin maliyeti yükseltirken, spekülatif olmayan kredi talebinin, normal piyasa oranlarından karşılanması girişimidir. İkili sistemle aynı zamanda aşırı sermaye girişi ile cari işlemler döviz kurunun olumsuz etkilenmemesi amaçlanır. Bu sistem hem sermaye işlemlerinin fiyatını hem de miktarını etkilemeyi amaçlar. İdari kurallarda olduğu gibi, bunlarda belirli kurallara uyulmayı zorlayarak, cari ve

sermaye işlemlerini ayırmak için yerleşiklerin döviz kuru işlemleri ile yerleşik olmayanların yerli para işlemlerinin idaresi anlamına gelmektedir.

Sınır ötesi akımların açıkça vergilendirilmesi ise, finansal işlemelerin vergilendirilecek yerleşiklerin yabancı finansal aktif, yerleşik olmayanların yerli finansal aktif tutumlarının çekiciliğini ve elde ettikleri getiriye sınırlamayı ve böylece getiri oranlarının düşürülmesi ya da maliyetlerinin arttırılması ile bu yatırımların caydırılmasını ifade etmektedir.

Sınır ötesi akımların dolaylı vergilendirilmesi ise, faizsiz zorunlu rezerv/mevduat karşılığı ayrılması şekliyle en çok başvurulan piyasa merkezli kontrollerden birisidir. Bu uygulamada, banka ya da banka dışı kurumların, kendi hesaplarındaki sermaye girişlerinin ya da yabancı para net pozisyonlarının belirli oranını, yerli para ya da döviz cinsinden, merkez bankasına faizsiz mevduat olarak yatırmaları gerekmektedir.

Diğer dolaylı regülatif kontroller ise, para piyasası ve bankacılık sistemine ilişkin ihtiyati, fiyat ve miktar merkezli tedbirler olup, işlem ve yatırımcılar arasındaki farklılaşmayı amaçlar. Bu kontroller, yerleşik ve yerleşik olmayanların pozisyonlarını farklılaştırmak için ticari bankaların yabancı para pozisyonlarına ya da açık pozisyonlarına konulan limitleri, dışardan borçlanabilmek için kuruluşların belirli rating koşullarını sağlamalarını ifade eder.

Böylelikle, kısa vadeli portföy yatırımlarının caydırılması ve piyasalarda ortaya çıkan ani hareketlenmelerden ülkelerin korunması amaçlanmaktadır. Bu düşünceyi destekler nitelikte olarak da, kısa vadeli sermaye hareketlerine sınırlandırma getiren Şili, Kolombiya, Malezya, Brezilya, Tayland ve Slovenya örnekleri verilmektedir. Ancak sermaye kontrolleri aynı anda ülke içi ve uluslar arası faiz farklılıklarını korurken, döviz kuru üzerindeki baskıyı hafifletme çabası, hiçbir ülkede başarılı olmamış; cari işlemler dengesinin bozulması ve döviz kurunun değerlenmesi sonucunda, döviz kuru ayarlamaları gerekmiştir. Malezya ve Tayland, sermaye kontrolleri ile sermaye girişlerinin miktar ve bileşimini etkilemeyi başarırken, Kolombiya ve Şili’de sadece sermayenin bileşimi değiştirilebilmiş; Brezilya’da ise finansal piyasaların çok gelişmiş olması ve türev araçlarının yaygın kullanılması ve dolayısıyla vergiden kaçınmanın kolaylaşması nedeniyle başarısız olmuştur. Özellikle Şili, kısa vadeli sermaye hareketlerine getirdiği sınırlamalarla, 1994 ve 1995 Meksika krizinden etkilenmemiştir (Corsetti ve Posenti 1998, s.12). Bu ülkelerde uygulanan sermaye kontrollerinin amacı (Tablo 4), 1990’lı yıllardaki sermaye akımlarının hacim ve değişkenliğinin olumsuz makroekonomik sonuçlarını sınırlayabilmek ve otonom para politikası sürdürebilmek olarak belirlenmiştir. (Yay, 2003. 19). Bu ülkelerde büyük sermaye girişlerine karşı ilk tepki olarak sterilizasyona başvurulmuşsa da, bunun daha fazla sermaye girişini teşvik etmesi nedeniyle sermaye girişlerine kontrol uygulaması tercih edilmiştir (Reinhart, 2000:12).

Tablo 4. Sermaye Kontrollerine İlişkin Ülke Örnekleri

Kısa vadeli sermaye girişleri için sermaye kontrolleri	Finansal kriz esnasında sermaye çıkışları için sermaye kontrolleri	Finansal kriz esnasında yoğun döviz kontrolleri	Uzun süreli yoğun kontroller ve liberalizasyon	Sermaye kontrollerinin hızlı liberalizasyonu
Brezilya (1993-97)	Malezya (1998-02)	Romanya (1998-97)	Çin	Arjantin (1991)
Şili (1991-98)	İspanya (1992)	Rusya (1998-)	Hindistan	Peru (1990-91)
Kolombiya (1993-98)	Tayland (1997-98)	Venezuela (1994-96)		Kenya (1991-95)
Malezya (1994)				Türkiye (1988-1991)
Tayland (1995-97)				

Aslında, Dünya da artan globalleşme ile birlikte ulusal anlamda hiçbir sınır tanımayan sermaye akımlarının yaşanan krizlerin temel nedeni olarak görülmesi (Tablo 5) , sermaye hareketlerinin ekonomik büyümenin temel dinamiklerinden birisi olması gerçeğini de yadsıyamaz (Mishkin 1996, s.21).

Tablo 5. Bazı Doğu Asya Ülkelerinin Sermaye Akışının GSYİH'ya Oranı(%)

	1994	1995	1996	1997
<b>G.Kore</b>				
Doğrudan Yatırımlar	-0,3	-0,4	-0,4	-0,2
Net Portföy Yatırımları	1,8	1,9	2,3	-0,3
Diğer Net Yatırımlar*	1,7	2,5	3,0	3,4
<b>Endonezya</b>				
Doğrudan Yatırımlar	1,4	2,3	2,8	2,0
Net Portföy Yatırımları	0,6	0,7	0,8	-0,4
Diğer Net Yatırımlar*	1,9	3,1	2,7	0,1
<b>Tayland</b>				
Doğrudan Yatırımlar	0,7	0,7	0,9	1,3
Net Portföy Yatırımları	0,9	1,9	0,6	0,4
Diğer Net Yatırımlar*	7,0	10,0	7,7	-12,6
<b>Malezya</b>				
Doğrudan Yatırımlar	5,7	4,8	5,1	5,3
Net Portföy Yatırımları	-	-	-	-
Diğer Net Yatırımlar*	-4,1	4,1	4,5	-0,6
<b>Filipinler</b>				
Doğrudan Yatırımlar	2	1,8	1,6	1,4
Net Portföy Yatırımları	0,4	0,3	-0,2	-5,3
Diğer Net Yatırımlar*	2,5	2,4	8,5	4,5
<b>Çin Halk Cumhuriyeti</b>				
Doğrudan Yatırımlar	5,9	4,8	4,6	4,3

Net Portföy Yatırımları	0,7	0,1	0,3	0,2
Diğer Net Yatırımlar*	-0,9	0,2	-0,3	-0,8

Kaynak: *World Economic Outlook*, IMF, Aralık 1997.

\*Diğer yatırımlar dış borçların tamamını ifade etmekle beraber, Doğu Asya ülkelerinin dış borçlarının çoğunluğu kısa vadeli borçlardır.

Bu gerçeğe rağmen sermaye akımlarının boyutuna bakıldığında, gelen sermayenin daha çok spekülâtif amaçlı yatırımlara yöneldiği yukarıda ki tablodan da açıkça görülmektedir. Bu bağlamda, dünya ölçeğinde bir çok ülkede uygulanan sermaye kontrollerinin amacı, spekülâtif sermaye akımlarının yarattığı borçlanma ve aşırı risk alma olgusunun etkilerini engellemektir. Bunun için sağlam ve etkin bir bankacılık sisteminin kurulması gerekmektedir. Bankaların borçlanmalarına getirilecek bir takım sınırlamalar bunun en sağlam yollarından bir olarak kabul edilmektedir. Bu tür uygulamalar sermaye akımlarını kademeli olarak sınırlandırırken finansal sistemin etkinliğini de beraberinde arttırmaktadır.

## ULUSAL VE ULUSLARARASI MALİ SİSTEMİN ŞEFFAFLAŞTIRILMASI

Yeni global finansal sistemin yapılanmasında, hem piyasaların hem de ulusal ve uluslararası kuruluşların etkin ve rekabetçi olarak faaliyetlerini sürdürmelerinde şeffaflık giderek daha fazla önem kazanmaktadır. Piyasaların entegrasyonu artıkça yayılma etkisi nedeniyle bir ülke ya da bölgedeki gelişmeler çok kısa sürede ve hızlı biçimde başka bir bölge ya da ülkeye(lere) yayılabilmektedir. Özellikle uluslararası finansal kuruluşlar, yabancı yatırımları çekmek isteyen gelişmekte olan ülkelerin hem şirketler hem de kamu kurumlarından talep etmeleri gereken bilgilere ilişkin önemli tavsiyelerde bulunmaktadır.

Son dönemdeki finansal krizlere ilişkin literatür incelendiğinde, IMF' tipi istikrar politikalarına göre, şeffaflığın yeterli düzeyde olmaması, söz konusu krizlere neden olan ya da ortaya çıkmalarına katkıda bulunan faktörlerden birisi olarak gösterilmektedir. Yine literatürde, şeffaflık, iyi yönetim ve ekonomik istikrar arasındaki muhtemel bağlantıların da altı çizilmiştir. Bu çerçevede, daha açık ve kapsamlı bilgi paylaşımının kamuoyunun politik kararlar hakkında bilgi sahibi olmasına imkan vereceği, hükümetlerin hesap verebilirliklerini artıracacağı, rüşvet ve yozlaşmanın azaltılmasına yardım edeceği ileri sürülmektedir. Çünkü kötü yönetimin yarattığı negatif etkiler ele alındığında, şeffaflığın artırılmasının hem piyasaların etkin olarak işlemesi hem de iyi yönetim anlayışının yerleştirilmesi yoluyla kamuoyunun yararına olacağı düşünülmektedir.

Ancak, önemli yararlarına karşın, şeffaflığın artırılması pek de kolay olmamaktadır. Özellikle bilginin dolaşımının sağlanması için gerek

düzenleyici kurallar gerekse teşvikler oluşturulması yoluyla kamuoyu bilgilendirmelerinin özendirilmesi gerekmektedir. Bir hükümet ya da bir özel şirket kendi kurumsal çıkarları dolayısıyla şeffaf olunmasını haklı bulabilecek olsa dahi söz konusu kurumlarda çalışanlar kurumla ilgili yetersizliklerinin saklanması, mevcut iş olanaklarının korunması ya da gereksiz araştırmalarla kamuoyunun huzurunun bozulmak istenmemesi gibi sebeplerle gizliliği tercih edebilirler. Hatta bir hükümet ya da şirket finansal rezervleri hakkında gerçeği söylememekte ise (ki böylece bir finansal kriz riskini alıyor demektir) bunu yapması için görünür teşvikler mevcut demektir (Alparslan 2000, s. 10).

Bu nedenle globalleşen piyasalarda sayıları hızla artan yatırımcılar çeşitli ülkelerde yatırımları içeren portföylerinin niteliğini ve taşıdıkları riskleri değerlendirmenin yollarını aramaktadırlar. Bunun için gelişmiş ülkelerin global finansal düzenlemelere yaklaşımlarında şeffaflığı, finansal düzenlemelerdeki temel unsurlardan birisi olarak kabul etme eğilimi görülmektedir (Florini 1999, s.29).

Özellikle, 1990'lı yıllarda yaşanan finansal krizler yalnızca finansal sektörde şeffaflığın önemine işaret etmekle kalmamış, aynı zamanda göreceli olarak daha dar kapsamlı bu sorunu yönetimde şeffaflık gibi daha geniş bir boyuta taşımış ve yapılan çalışmalarda şeffaflık, iyi yönetim ve ekonomik istikrar arasındaki muhtemel bağlantıların altında çizilmiştir (Vishwanath, 1999:15-16).

Yapılan ampirik çalışmalara göre ise, şeffaflığın önemiyle ilgili bulgulara rastlanılmıştır. Hükümetlerin ekonomi ve maliye politikaları hakkında ve bankaların ile şirketlerin faaliyetleri hakkında daha çok bilginin piyasa disiplini güçlendireceği ve politika yapanların düzeltici önlemler alma ihtiyacını ortaya çıkaracağı, dolayısıyla şeffaflığın artmasının finansal krizlerin tekrarlanma oranını azaltabileceği belirtilmektedir (Caprio, 1998:12-19). Gerçekten de daha fazla bilgi hükümetlere, yatırımcılara ve finansal kuruluşlara yaptıkları risk değerlendirmelerinin güvenilirliğini artırma imkanı verecek ve dolayısıyla daha iyi yatırım kararları ve daha iyi politik kararlar ile sonuçlanacaktır (Alparslan 2000, s. 41).

Kaufman ve Mehrez'in yapmış olduğu çalışmada da, bir bankacılık krizinin gerçekleşme olasılığının geçmiş bilgilerin kesin olmadığı ve geçiş döneminde olan ekonomilerde çok daha yüksek olduğu sonucu yer almaktadır. Özellikle şeffaflığın yetersiz olduğu ülkelerde piyasaların deregülasyonu sonrasında bankaların özel müşterileri hakkında daha sınırlı bilgiye sahip olacakları, dolayısıyla yatırım yapılacak projeler üzerinde doğru seçim yapılması için öğrenme sürecinin kredi dağılımının etkinliğini olumsuz olarak etkileyeceği ve bir kriz yaşanma olasılığının yüksek olduğu belirtilmektedir. Bu görüş ülkelerin finansal liberalizasyona gitmelerine bir engel oluşturmamalı, fakat özellikle geçiş dönemlerinde çok daha şeffaf

olunması konusunda bir ders alınması gerekmektedir. Bu anlamda, yeterli şeffaflık olmayan ülkelerde, finansal sistemlerin daha yavaş liberalize edilmesi gerektiği öne sürülmektedir (Kaufman ve Mehrez 2000, s.24).

Diğer bir görüşe göre ise, şeffaflığın tek başına finansal krizlerin nedeni olarak algılanması doğru olmayacaktır. Örneğin İskandinavya ülkeleri en şeffaf sistemlere örnek gösterilirken bu durum onları finansal krizlerden korumaya yetmemiştir. Hatta bazı durumlarda şeffaflığın zararları bile olabileceği, örneğin zamanla kendini düzeltme imkanı bulabilecek bazı zayıf finansal kuruluşların kapatılmasına yol açacağı öne sürülmektedir (BIS, 1998:25-28). Ne var ki genel olarak düzenli ve uygun şeffaflığın ekonomik etkinliği artıracığı ve önemli maliyetler yaratılmasına yol açabilecek negatif bilginin etkisini azaltabilecektir.

O halde kamu bilgilendirmelerindeki yetersizlik ve finansal göstergelerin şeffaf olmaması Asya'da yaşanan finansal krizi ne ölçüde tetiklediği konusunda kesin bir yargıya varılmamakla birlikte, finansal bilgilerdeki eksikliklerin erken uyarı sistemlerinin etkin olarak işlemesini engellemekte ve dolayısıyla gerekli önlemlerin alınamamasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, uluslararası muhasebe ve raporlama standartlarının geliştirilmesi ve bunlara uyum için gerekli çabanın gösterilmesi tavsiye edilmekte, aksi takdirde finansal kriz yaşama olasılığının artacağı belirtilmektedir (Rahman 1998 ,s.48).

Sonuç olarak; şeffaflık ve sorumluluk, ekonomi politikası ve karar verme süreciyle ilgili yaklaşımlardır. Her ikisi de gelecekteki krizlerin sıklığını ve şiddetini çeşitli yollarla azaltmaya çalışmaktadırlar. Makro ekonomik açıdan şeffaflığın ve sorumluluğun artırılması politika ayarlamalarının daha erken başlamasını teşvik etmektedir. Ayrıca belirsizliği azaltarak krizlerin çözümüne yardımcı olmaktadır. Özel sektör açısından da kurumların hem kendilerinin hem de ortaklarının faaliyetlerinin içerikleri hakkında da bilgi sahibi olmalarına olanak sağlamaktadır (TBB 1999: 12). Yani bilginin doğru zamanlı ve güvenilir olması ve teşvik mekanizmaları oluşturmak ve kamuoyu bilgilendirmelerine ilişkin standartlara uyumu sağlamak üzere gerekli düzenlemelerle desteklenmesi halinde daha fazla bilginin piyasa disiplini güçlendireceğini söylemek yanlış olmayacaktır.

## **DÜNYA BANKASI VE IMF'İN ÖNERDİĞİ ÇÖZÜMLER**

IMF'in yeni yaklaşımı, IMF Direktörü Michel Camdessus tarafından belirtildiği üzere "bir onsluk (28Gram) önlemin bir poundluk (458 gram) tedaviden daha iyi olduğu" şeklindedir. IMF iyi yönetim, şeffaflık ve işbirliğinin mali krizlerin önlenmesinde anahtar olduğuna inanmakta ve hem kredi alanların, hem kredi verenlerin, hem de uluslararası kuruluşların ayrı ayrı sorumlulukları olduğu görüşünü dile getirmektedir. IMF ayrıca kredi

verenlerin, kredi alanlar gibi disipline edilmeleri gerektiğini de savunmaktadır. Kredi alanların sorumlulukları ise (IMF, 2002:1-31);

- Kredi alanlar imzaladıkları anlaşmalara uymalıdır,
- Kredi alan tarafın hükümeti istikrarlı bir büyümeye yönelik makroekonomik politika uygulama konusunda yükümlü tutulmalıdır,
- Ekonomi ve mali politikalar şeffaf olmalıdır,
- Kapsamlı, doğru ve zamanında veri sağlanmalıdır,
- İşlerliği olan bir iflas kanunu dahil olmak üzere sağlam bir hukuki altyapı ve bağımsız bir yargı sistemi oluşturulmalıdır,
- Uluslararası kabul edilmiş yönetim ve beyanat standartlarına uyulmalıdır,
- Mali sektörün etkin denetim ve gözetimi için sağlam bir altyapı oluşturulmalıdır,
- Aşırı kısa vadeli borçlanmanın önlenmesi amacıyla sağlam bir borç yönetimini teşvik edecek türden politika ve uygulamalar sağlanmalıdır,

Kredi verenlerin sorumlulukları ise şu şekildedir;

- Kredi veren özel sektör ve onun düzenleyicileri risk değerlemesi ve yönetimi konusunda yeterli teknikler geliştirmelidir,
- Kredi verenler daha ucuza ve daha fazla tutarda kredi vermek için kredi talebinde buluna ülkelerin uluslararası standartlara uymaları şartını aramalıdır,
- Özel kreditorler kredi verdikleri ülkenin küresel krizin bulaşıcı etkilerinden korunup döviz likiditelerini korumaları amacıyla yeni finansman anlaşmaları düzenleyebilmelidirler,
- Kredi alanlar ile kredi verenler arasında sağlam işbirliği, güçlü bir iletişim olmalıdır.

Yukarıda açıklanan temel politikalar aslında öncelikli olarak uluslararası mali sistemin etkinliğini arttırmaya yönelik politikalar olarak kabul edilebilir. Bu kapsamda IMF'ye önemli bir görev düşmektedir. Mali piyasaların yeniden düzenlenmesinde IMF'in reforma tabi tutulması gerekmektedir. Ayrıca, IMF ve Dünya Bankası'nın görev sahaları net olarak tanımlanmalıdır, yani görevlerin birbiri ile kesişmesi önlenmelidir. IMF, kendini asli görevleri ile sınırlandırmalıdır. Bu görevler makro ekonomik gözetim, kısa vadeli likidite desteği ve kriz yönetimi olarak adlandırılabilir. Kalkınma politikası ise, Dünya Bankası'nın görev sahası içinde bulunmalıdır. Her iki kuruluşun programlarında etkinliğin sağlanabilmesi için, Dünya bankası ve IMF



arasında kesin bir iş bölümü gerçekleşmelidir. IMF , bir parasal kuruluş; Dünya Bankası ise daha çok bir kalkınma organizasyonu olarak bilinmektedir. IMF ve Dünya Bankası'nın görevleri arasında net bir ayrıma gidilse bile bazı görevlerde kesişmeler yaşanabilmektedir. Burada hedef, en uygun fayda maliyet analizinin gerçekleştirilmesidir.

Bu doğrultuda Dünya Bankası ve IMF gibi kuruluşların özellikle merkez bankalarının ve mali kurumların faaliyetlerinin daha "şeffaf" olmasını sağlamak amacıyla iyi uygulamalar kurallarını geliştirmiştir. IMF' nin Güneydoğu Asya krizinin hemen ardından geliştirdiği "Para Politikaları ve Mali Politikalara İlişkin İyi Uygulamalar Kuralları" temel iki prensibe dayanmaktadır (IMF, 1999:1-45).

Merkez bankaları ile mali kurumların uyguladığı politikaların amaçlarının ve söz konusu politikaları uygulamak için kullandıkları araçların kamuoyu tarafından bilinmesi ve anlaşılması, kurumların sorumluluklarının ve güvenilirliklerinin artmasından dolayı para politikası ve mali politikaların daha etkin olmasını sağlamaktadır.

"Para Politikası ve Mali Politikalara İlişkin İyi Uygulamalar Kuralları", IMF' nin Ara Komitesi (Uluslararası Para ve Mali Komite'nin ilk hali) tarafından Eylül 1999'da kabul edilmiştir. Ayrıca, IMF kuralların uygulanmasına yönelik "Destekleyici Belge"yi (Supporting Document) de onaylamıştır. Bu belgede şeffaflık uygulamalarıyla ilgili detaylı bilgi verilmekte olup, kuralların uygulanmasıyla ilgili bazı hususlara dikkat çekilmektedir.

Para politikası ve mali politikalara ilişkin iyi uygulamalar kurallarının temelini oluşturan şeffaflık kategorileri şunlardır:

Sorumlulukların, hedeflerin ve rollerin açıkça belirlenmesi,

Politik kararların açıkça belirtilmesi ve raporlanması ile ilgili süreç,

Para politikaları ve mali politikalara ilişkin bilgilerin kamuoyu tarafından bilinmesi,

Merkez bankalarının hesap verebilirliği ve güvenilirliği.

Sonuç olarak, IMF ve Dünya Bankası'nın son Güneydoğu Asya krizinde gösterdikleri başarısızlıklar (Stiglitz, 2002:45-46) (Tobin ayrıca IMF gibi uluslararası kuruluşların oynaklığı önlemede başarısız kaldıklarına ve reforme edilmeleri gerektiğine inanmaktadır) bu iki kurumun çözüm önerilerinin de değişmesine neden olmuştur. Bu doğrultuda yeni çözüm önerileri geliştirilirken ülkelerin kendi iç dinamikleri de dikkate alınmaya başlamıştır.

## **MERKEZ BANKASI POLİTİKALARI**

Finansal krizleri önlemede kullanılabilir araçlar içinde, gerek maliyeti gerekse sonuçlarını açısından en çok tartışma konusu olanlardan biri, son kredi verme mercii kavramıdır. Özellikle mevduat sigortasının olmadığı sistemlerde son kredi verme mercii politikası, krizleri önlemede en önemli araç haline gelmektedir. 1900'lü yıllarda gerçekleşen uzun tartışmalardan sonra son kredi verme mercii işlevini kimin yerine getireceği netlik kazanmıştır. Fakat, ne zaman, kime, ne kadar soruları hala tartışılmaktadır. Günümüzde son kredi verme mercii politikası, merkez bankalarının önemli görevlerinden bir haline gelmektedir (Karabulut, 2002: 1-125).

Merkez bankalarının nihai borç verme fonksiyonlarının varlığı, sağlıklı sistemleri korumak için bir araç olarak çıkmıştır. Ancak bu aracın ne zaman kullanılacağı veya kullanılıp kullanılmayacağı konusunda farklı görüşler vardır. Örneğin, Monetarist iktisatçılar, bunun serbestçe kullanılmasından yana değillerdir. Bunlara göre, bu araç sadece mevduat sahiplerinin ani para çekme isteklerinin karşılanması amacıyla kullanılmalıdır. Bunun dışında, mesela, etkin olmayan bankaların kurtarılması için kullanılmamalı; sadece para arzının yeterli derecede olmasını sağlayacak şekilde kullanılmalıdır.

Ancak bazı iktisatçılar finansal krizin sadece bankaların batışına neden olmadıklarını, aynı zamanda genel ekonomiyi etkilediklerini kabul etmektedirler. Bu çerçevede, nihai borç verme işleminin sadece bankaları kapsamaması, diğer firmaları da kapsamaması gerektiği ileri sürülebilmektedir.

Nitekim son Güneydoğu Asya krizinde asimetrik bilgi yaklaşımı çerçevesinde krizden çıkış için son kredi verme mercii izlemesi gerekli politikalar şu şekilde ifade edilmektedir. (Mishkin 2001, s. 45).

- Finansal sistemde verimli yatırım fırsatları için gerekli tahvil ve fon akışını sağlamak amacıyla gerekli düzenlemeler yapılmalıdır,
- Likitide ihtiyacı ne kadar çabuk sağlanırsa krizden çıkış da o kadar çabuk olmaktadır,
- Finansal kesim ve finans dışı kesimin bozulan bilançoları yeniden yapılandırılmalıdır,
- Krizi engellemek amacıyla yapılan müdahalelerin yarattığı ahlaki çöküntü mutlaka azaltılmalıdır.

Bu dört temel politika, ödünç veren son mercii yarattığı ahlaki çöküntünün sınırlandırılması gerektiğini ifade etmektedir. Çünkü mevduat sahipleri ve bankalardan kredi alanlar kriz ortamında kendilerinin korunacaklarını düşünmektedirler. Son Güneydoğu Asya krizinde, krizi yaşayan ülkelerde devlet mevduat sahiplerini korumak amacıyla IMF desteğiyle kredi veren bankacılık sisteminin kayıplarının karşılanması talep

edilmiştir. Bu talep aslında, merkez bankasının sisteme likidite sağlamak amacıyla yurt içi krediler genişletilerek sağlanmaktadır. Aşırı kredi genişlemesi, eninde sonunda sabit döviz kurunun çöküşüne yol açan bir spekülâtif saldırıya neden olacaktır. Aslında bu tür bir kredi desteği çok iyi bilinen ahlaki riski de beraberinde getirmektedir (Kaminsky ve Reinhart, 1999:479). Son kredi mercii aynı zamanda finansal kesimin, verilen güvenceye bağlı olarak daha fazla risk almasını teşvik etmektedir.

Son kredi veren mercii politikası için getirilen önerilerden biri de, son durak borç meciinin cezai bir faiz oranı uygulamasıdır. Piyasa faizinin üstünde bir faizle borç verilmesi yoluyla bankaların ilk önce interbank piyasası ve diğer ihtimalleri tercih etmeleri sağlanarak borç merciiinin son durak olması garantilenir (Solow, 1982;24). Ayrıca bu yolla, bankaların aşırı risk almasından da kaçınılmaktadır.

Son kredi mercii müdahalelerinin zamanlaması da çok önemlidir. Geç kalma, krizin yaygınlaşmasına neden olurken, erken müdahale ise para arzının aşırı artmasına neden olmaktadır. Artan para arzıyla birlikte merkez bankalarının enflasyonu kontrol etmesi güçleşmektedir. Eğer enflasyon beklentileri de bu doğrultuda artarsa yüksek oranlı faizlerden borçlanma da artmaktadır. Nakit akımı ve bilanço denklığı de kötüleşmeye başlamaktadır (Mishkin 1996:1-45).

Son kredi mercii politikasının etkisiz kalacağı durumlarda ise para kurulu sistemi önerilen diğer bir politika tercihidir. Bu doğrultuda para kurulu sistemi parasal bir kurum olup baz parayı ancak yabancı varlıklar, özellikle de rezerv para olarak kabul edilen yabancı para karşılığında ihraç etmektedir. Sistem böylece ulusal para ihracını ülkenin yabancı varlık kazanımına endekslemektedir (Walters, 1992: 45).

Para kurulu sisteminin yararları ise ; konvertibilitiyi sağlaması, makroekonomik disiplini aşılması ve parasal sistemde güveni sağlayarak ticaret, yatırım ve büyümeyi teşvik etmesi şeklinde sıralanabilir.

Buna karşılık sistemin fiili ya da potansiyel sakıncaları ise şu şekilde sıralanmaktadır; senyoranj sorunu, sisteme başlama sorunu, geçiş sorunları, düzeltme mekanizması sorunları, aktif bir para politikası yönetme sorunu, kriz sorunu ve para kurulunun mali disiplini sağlayıp sağlayamayacağı sorunudur.

Burada bizi özellikle ilgilendiren para kurulunun kurulmasının mali krizler konusunda yarattığı sorunlardır. Para kurulu ,ulusal parayı yabancı paralar cinsinden ihraç edebileceği için bir ulusal finansal kriz karşısında teorik olarak son kredi verme mercii olarak işlev göremez. Teorik olarak ticari bankaların rezervleri ve kredi limitleri yeterli değilse para kurulu bu bankalara yardım edemez ve bir finansal kriz ortaya çıkmaktadır. Para kurulu sistemi son kredi verme mercii işlevini elimine ederek bankaların

ödeyebilirliği ile ilgili sorunların boyutunu ve tehlikelerini artırmaktadır. Sistemin uyguladığı iki paralı sistemin bir panik yaratacağı baskıları çözebileceği belli değildir.

Bundan dolayı, bir kriz anında yapılabilecek en iyi şeyin ne olduğu iyice tartışmalı ve sonuçların ne olacağı düşünüldükten sonra uygulanmaya konmalıdır. Ama uluslararası kredi verme merciinin bir kriz olasılığı durumunda tekrar yardım elini uzatarak bir takım sorunlara neden olacağı ihtimali hala bulunmaktadır. Ortaya çıkabilecek en önemli sorunun da yüksek fiyat artışları olduğu bilinmektedir.

## SONUÇ

Gelişmiş ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde, istikrarlı bir kalkınma ve gelişmenin en önemli koşullarından biri, sağlıklı ve verimli çalışan kurumlardan oluşan bir finansal yapının gelişmesi ve bir bütün olarak iyi örgütlenmiş şekliyle yerleşmesidir. Bu yapının oluşturulamaması, tasarrufların uygun maliyetle ve ülke koşullarına uygun biçimde yatırımlara kanalize edilmesini önleyecek tarzda kısa vadeli, yüzeysel ve spekülâtif amaçlar taşıyan ekonomik faaliyetlerin teşvik edilmesini sağlayarak, makro ekonomik istikrarsızlığa neden olacak gelişmelerden kaçınmak gerekmektedir.

Bu bağlamda Güneydoğu Asya, Latin Amerika ve son dönemde Türkiye'de yaşanan finansal krizlerin bir takım ortak özellikleri bulunmaktadır. Bunlardan bir tanesi etkin bir denetim ve gözetim mekanizmasının yokluğudur. Bunun yanında bu ülkelerin daha fazla sermaye çekebilmek amacıyla izledikleri yanlış makro ekonomik politiklardır.

Bu aşamada gelişmekte olan ülkelerin küreselleşen dünyada ortaya çıkan krizlerin etkilerinden korunabilmek, oluşabilecek krizleri önlemek için her şeyden önce makroekonomik temelleri güçlendirmeleri ve finansal piyasalarını geliştirmeleri ve ihtiyari tedbirlerle düzenleme ve denetimi sağlamaları gerekmektedir. Sermaye kontrolleri ancak geçici olarak bu amaçları gerçekleştirmeye yönelik diğer politikaların tamamlayıcısı olarak düşünülebilir. Bu süreçte IMF'in Dünya Bankasıyla ortaklaşa yaptığı, ülkelerin makro ve finansal göstergelerine ilişkin standart bilgi sağlama ve yayma çalışmaları ve gelişmekte olan ülkelerin uygulayacağı istikrar programlarında sosyal maliyetlere daha fazla önem verilmesi olumlu gelişmelerdir. Uluslararası finansal sistemin borç finansmanına dayalı yapısının, hisse senedi finansmanına ve doğrudan yatırımlara ağırlık veren bir yapıya kavuşturulması önerisi anlamlı görünmektedir. Eğer böyle bir gelişme olursa, krizlerin ya da risklerin otomatik olarak paylaşılması söz konusu olacaktır. Dolayısıyla, bir ülkenin borcunu ödeyemediği durumlarda yerel hisse senedi piyasaları çökecektir, ama ne likidite sorunu olacak, ne son

başvuru mercii ne de kriz yönetimine gerek olacaktır. Bu sayede risklerin paylaşımı yanında yatırımların daha etkin dağılımı ve daha yüksek büyüme sağlanabilecektir.

Sonuç olarak uygulanacak düzenleme araç ve politikalarının saptanmasında, her ülkenin iktisadi şartları ve finansal sisteminin yapısının dikkate alınması ne kadar önemli ise, düzenlemelerin finansal sistemdeki tüm tarafların davranış güdülerini bankacılık ve finans sisteminin sağlam, güvenilir ve etkin bir şekilde çalışmasına yöneltici nitelikte olması da o kadar önemlidir.

## **KAYNAKÇA**

- AKDIŞ, M (2000) Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye. *Beta Yayıncılık*:İstanbul.
- ALLEN, F ve GALE, D (1998) Optimal Financial Crises, *The Journal of Finance*, 53(4):1245-184.
- ALPARSLAN, M (2000). *Şeffaflığın Önemi Üzerine Bir Değerlendirme*, Türkiye Bankalar Birliği: İstanbul.
- BALLINO, T ve BENNETT, A (1999) Monetary Policy in Dollarized Economies, *IMF, Occasional Paper* .
- BERGSTEN, F (199) Dollarization in Emerging-Market Economies and its Implications For The United States, International Economy Institution,1999.
- BERKSOY, T ve SALTOĞLU, B. (1998). *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*, İstanbul Ticaret Odası, İstanbul.
- BIS (1998) Enhancing Bank Transparency, Basel Committee on Banking and Supervision. *Basel Committe Publications* No. 41, 1-85
- BURÇAK, T ve ERDÖNMEZ, P, A (1999). Küresel Krize Yeni Yaklaşımlar. *Bankacılar Dergisi* 31(4):1-17.
- CAPRIO, G (1998) Banking on Crises: Expensive Lessons from Recent Financial Crises, *The World Bank Policy Research Working Paper*. 1-38
- CHANG, R ve VELASCO, A (1998) Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model, *NBER Working Paper*, 1-56
- COĞİN, B (1988) Does Financial Deregulation Work: A Critique of Free Market Approaches, Edward Elgar, UK.
- COOPER, S . K ve FRASER, D (1988) Banking Deregulation and The New Competition in The Financial Service Industry, *Ballinger Publishing Company, Cambiridge*.

- CORSETTI, G . POSENTI, P ve ROUIBINI, N. (1998) What Caused The Asian Currency and Financial Crises. *National Bureau of Economic Research Working Papers Series*.
- DETRAGIACHE, E ve DEMİRGÜÇ KUNT, A (2002) Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation , *Journal of Monetary Economics*, 49(7); 46-58.
- DOOLEY, M (1997) A Model of Crises in Emerging Markets, *NBER Working Paper*, 1-35
- DUMAN, Y. KORAY (2002) Finansal Krizler ve Bankacılık sektörünün yeniden Yapılandırılması. *Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 2(1): 135-148*.
- FLOOD, R ve DİĞERLERİ (1998) Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crises, *International Money Fund Staff Papers* 39( 2): 357-394
- FLORINI, A (1999) Does the Invisible Hand Need a Transparency Glove? The Politics of Transparency, Paper prepared for ABCDE Conference, Washington.
- FRY , M (1997) In Favor of Financial Liberalization, *Economic Journal*, 18(2), 754-770.
- GÖKTAŞ, A (2000) *Küresel Kriz ve Türkiye*, Özen yayıncılık:Ankara.
- IMF (2002) *Global Financial Stability Report A Quarterly Report on Market Developments and Issues* , 1-31
- IMF (1999) Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies: Declaration of Principles.
- KAMINSKY, G. L ve REINHART, C. M (1999) The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems, *American Economic Review* , 89(4):473-500.
- KARABULUT, G (2002) *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri* . Der Yayınları, İstanbul.
- KAUFMAN, D ve MEHREZ, M (2000) Transparency, Liberalization and Banking Crises *The World Bank, Policy Research Working Paper*, 228:1-65.
- KRUGER, A ve TORNELL, A (1999) The Role of Bank Restructuring in Recovering From Crises: Mexico 1995-1998, *NBER Working Paper Series* No 7042.
- LORIAUXS, M ve CUMING, M. W (1997) *Capital Ungoverned Liberalizing Finance in Interventionist States*, Cornell University Press.

- LEE, E (1998) The Asian Financial Crises: Origins and Social Outlook. *International Labour Review*, 137(1): 81-91.
- MISHKIN, F (1996) Preventing Financial Crises on International Perspective. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series* 4636: 1-29.
- MISHKIN, F (2001) *Issues in Inflation Targeting in Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy*. Bank of Canada: Ottawa, Canada.
- MISHKIN, F (2001) *Prudential Supervision: Why Is It Important and What are the Issues? What Works and What Doesn't*. University of Chicago Press, Chicago.
- MISHKIN, F (1996) Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective, in Michael Bruno and Boris Pleskovic, eds., *Annual World Bank Conference on Development Economics World Bank*, Washington D.C
- RAHMAN, Z (1998) The Role of Accounting Disclosure in the East Financial Crisis: Lessons Learned? *Paper for the United Nations Conference and Development* 456:1-.48.
- REINHART, C. M ve SMITH, T (2000) Temporary Controls on Capital Inflows, *Journal of International Economics*,57(2), 327-351.
- SOLOW, R. M (1982) *On The Lender of Last Resort*, Kindleberger ve Laffargue, Ed., *Financial Crises- Theory, History and Policy*, Cambiridge Press, London.
- STIGLITZ, J. E. (2002) *Globalization and Its Discontents* 1-337 *W.W. Norton & Company, New York*
- TOBIN, J (1978) A Proposal for International Monetary Reform, J. Tobin(Ed). *Essays in Economics Theory and Policy*, Cambiridge: MIT Press.
- TBB (1999) Şeffaflık ve Sorumluluk Uluslararası Mali krizler Mali sistemlerin Güçlendirilmesi, *Türkiye Bankalar Birliği Bankacılık ve Araştırma Grubu*, İstanbul.
- YAY, T (2002) Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu üzerine bir Değerlendirme, *İktisat Dergisi*, 16-34.
- VISHWANATH, T ve KAUFMANN, D (1999) Towards Transparency in Finance and Governance, *The World Bank Policy Research Working Paper*.
- WALTERS, A ve HANKE, S (1992) *Currency Boards* , Macmillan Series,
- WILLIAMSON, J (1999) Are Intermediate Regimes Vanishing?, *International Economy Instution*.

WYPLOSZ, C (2001) How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries?, *Discussion Paper Series, UN*.

YILMAZ, R (2001) Bankacılık Krizleri, Makroekonomik İstikrar ve Ahlaki Tehlike, *İşletme Finans Dergisi*.



Copyright of Akdeniz University Faculty of Economics & Administrative Sciences Faculty Journal / Akdeniz Universitesi Iktisadi ve Idari Bilimler Fakultesi Dergisi is the property of Akdeniz University Faculty of Economics & Administrative Sciences and its content may not be copied or emailed to multiple sites or posted to a listserv without the copyright holder's express written permission. However, users may print, download, or email articles for individual use.