

DÖVİZ KRİZİ MODELLERİ

Prof. Dr. Murat DOĞANLAR
Çukurova Üniversitesi
İ.İ.B.F. İktisat Bölümü
muratd@cu.edu.tr

Doç. Dr. Harun BAL
Çukurova Üniversitesi
İ.İ.B.F. İktisat Bölümü
harunbal@cu.edu.tr

Yrd. Doç. Dr. Mehmet ÖZMEN
Çukurova Üniversitesi
İ.İ.B.F. Ekonometri Bölümü
mozmen@cu.edu.tr

ÖZET

Bu çalışma döviz krizi modellerini gözden geçiren bir literatür taramasıdır. Çalışma öncelikle, birinci nesil döviz krizi modellerini açıklamaktadır. Bu modeller tutarsız makro ekonomik politikalar sonucunda temel ekonomik göstergelerde meydana gelen bozulmaların döviz kuru sisteminin çökmesine neden olacağını ve krizin oluşacağını kabul etmektedir. İkinci nesil modeller ise döviz krizlerinin kendi kendini besleyen özelliklerini incelemektedir. Bu modeller, ekonomik göstergelerde sürekli bozulma gözlemlenirse bile krizlerin çıkabilme olasılıklarını dikkate almaktadır. Üçüncü nesil modellerde finansal kesim ve özel sektör firmalarının ilişkileri ile zayıflıklarının spekülasyon atakları tetiklemesine vurgu yapılmaktadır. Bu kapsamda para politikasının rolüne özel olarak dikkat çekilmektedir. Çalışmanın son kısmında ikiz krizler olarak adlandırılan döviz ve banka krizlerinin birbirlerini etkilemeleri açıklanmaktadır. Banka sektöründeki krizlerin döviz krizlerine sebep olduğu ve döviz krizlerinin de banka krizlerini daha da derinleştirerek bir kısır döngüye sebep olduğu ileri sürülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Döviz Krizleri, Ödemeler Bilançosu Krizleri, Spekülasyon Atakları, Ahlaki Risk, İkiz Krizler.

MODELS OF CURRENCY CRISES

ABSTRACT

This paper reviews theoretical models of currency crises. The paper initially explains the first-generation models of currency crises. These models assume that the crises occur as a consequence of inconsistent macroeconomic policies which cause deterioration in economic fundamentals and leads to the collapse of the exchange rate system. The second-generation models deal with the self fulfilling aspects of the currency crises. These models consider the possibility of the crises even if a continuous deterioration in the economic fundamentals is not observed. Third generation models assume the interaction between the financial sectors and private businesses and stress the weaknesses of alerting the speculative attacks. In this context, the role of the monetary policy is specifically mentioned. Final part of the paper explains the interaction of currency and banking crises which is named twin crises. It was argued that problems of the banking sector cause currency crises and currency crises further deepens the banking crises which results in a vicious circle.

Keywords: Currency Crises, Balance Of Payments Crises, Speculative Attacks, Moral Hazard, Twin Crises.

1.Giriş:Avrupa Para Sisteminin, 1992-1993 yıllarında, Meksika ve Türkiye ekonomilerinin 1994 yılında, Asya ekonomilerinin 1997 yılında, Türkiye ekonomisinin 2001 yılında ve diğer pek çok ekonomide değişik zamanlarda yaşanan ekonomik krizler nedeniyle, akademik çalışmalar içerisinde döviz krizleri yoğun bir ilgi alanı haline gelmiştir. Genellikle aniden ortaya çıkan ve ekonomilerde büyük olumsuzluklara yol açan bir fenomen olarak krizlerin nedenlerini ve oluşum süreçlerini analiz eden çalışmalar zaman içinde yapılan katkılara paralel önemli ilerlemeler göstermiştir. Ortaya çıkan kapsamlı analizler kendi içlerinde gruplandırılmış ve bu sayede birinci nesil kriz modelleri, ikinci nesil kriz modelleri, üçüncü nesil kriz modelleri ve ikiz kriz modelleri geliştirilmiştir.

Çalışmamız, sözkonusu kriz modellerinin bir literatür derlemesi kapsamında sunum ve analizini yapmayı amaçlamaktadır. Bu amaç çerçevesinde hazırlanan çalışmamız beş bölümden oluşmaktadır. İkinci bölümde, Krugman Modeli olarak da bilinen birinci nesil modeller çerçevesinde; temel ekonomik değişkenlerde meydana gelen sürekli bozulmaların döviz krizlerini oluşturma mekanizması kapsamlı bir analiz çerçevesinde ortaya konulacaktır. Üçüncü bölümde, ikinci nesil modeller incelenecek ve bu modeller çerçevesinde bir ekonomide, makro ekonomik göstergeler olumlu iken dahi, beklentilerin değişmesi ve spekülasyon atakların başlaması veya buna yönelik bir gelişmenin, bir krizi nasıl başlatabileceği ele alınarak analizi yapılacaktır. Dördüncü bölümde, üçüncü nesil kriz modelleri ele alınacak ve Ahlaki risk (Moral Hazard)'in krizlerle ilgili çerçevesinde açıklamalar yapılacaktır.

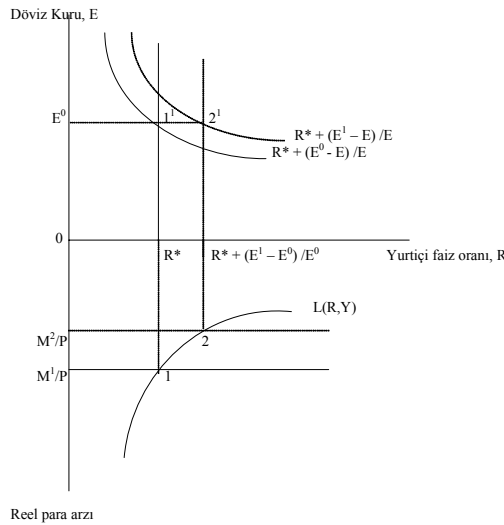
Beşinci bölümde ise, ikiz krizler olarak da bilinen döviz ve banka krizleri birlikte ele alınacaktır. Bu bölümde döviz krizlerinin banka krizlerine veya banka krizlerinin döviz krizlerine neden olabilme süreçleri değerlendirilecektir. Çalışmamız kriz modellerine ilişkin genel bir değerlendirmenin yapılacağı sonuç bölümü ile tamamlanacaktır.

2.Birinci Nesil Modeller (Krugman Modeli): Ödemeler dengesi krizlerinin oluşumunu açıklamaya yönelik ilk çalışma Krugman'a (1979) aittir. Buna göre standart bir döviz krizi kısaca aşağıda belirtileceği şekilde oluşur: Bir ekonominin sabit döviz kuru rejimi izlediği varsayımı altında, kur üzerinde oluşacak baskıların merkez bankasının döviz rezervlerini kullanarak döviz piyasasına müdahale etmesi, zamanla rezervlerin azalmaya başlamasına neden olacaktır. Belli bir süre sonra, genelde döviz rezervlerinin tamamen erimesinden önce, ortaya çıkan spekülasyon hareketler merkez bankasının elinde bulunan en son rezervlerin de erimesine neden olacaktır. Bu durumda hükümet döviz kurunu geçerli düzeyden daha fazla sürdürmeyecek ve sonuç olarak kuru serbest dalgalanmaya bırakacak veya devalüasyon yapmak zorunda kalacaktır (Krugman, 1992, s.61).

Şekil 1 yardımıyla ödemeler dengesi krizinin nasıl ortaya çıkacağını gösterebiliriz. Buna göre para piyasasındaki denge 1 noktasında ve döviz piyasasındaki denge ise 1¹ noktasında gerçekleşmektedir. M¹ bu denge durumuyla tutarlı para arzını göstermektedir. Sözgelimi, cari işlemler dengesinde meydana gelen bir bozulmanın neticesinde, döviz piyasasında hükümetin devalüasyon yapacağına dair beklentiler ağırlık kazanmaktadır. Dolayısıyla devalüasyondan sonra yeni döviz kurunun (E¹),

geçerli döviz kurundan (E^0) daha yüksek bir düzeye çıkması beklenmektedir. Şekil 1'in üst kısmı bu beklentilere bağlı olarak döviz cinsinden varlıkların, yerli para cinsinden beklenen değerini gösteren eğrinin sağa yukarıya doğru kaydığını göstermektedir. Geçerli döviz kuru hala E^0 olduğundan, döviz piyasasının dengede kalabilmesi (2^1 noktası) veya bir diğer ifadeyle döviz kurunu E^0 düzeyinde tutabilmek için, faiz oranlarının $R^* + (E^1 - E^0)/E^0$ 'a yükselmesini gerektirir. Bu durumda sadece bu yeni faiz düzeyinde yabancı mali varlıkların, yerli para cinsinden beklenen getirisine eşit olacaktır.

Şekil 1



Krugman ve Obstfeld, 1997, s.505'den alınmıştır.

Buna göre yurtiçi faiz oranı ilk başta R^* düzeyinde kaldığı için, yabancı varlıkların getirisinin altında kalacaktır. Bu getiri farklılığı döviz piyasasında döviz cinsinden olan varlıklara karşı bir aşırı talebin oluşmasına neden olacaktır. Döviz kurunu sabit seviyesi olan (E^0) düzeyinde tutabilmek için merkez bankasının döviz piyasasına müdahale ederek, piyasaya döviz satması gerekecektir. Bu durumda ekonomide para arzında bir azalma meydana gelecektir. Dolayısıyla ekonomideki para arzı yeterli miktarda azaldıktan sonra (M^2 düzeyi), faiz oranları $R^* + (E^1 - E^0)/E^0$ düzeyine yükselerek, hem para piyasası hem de döviz piyasası dengeye gelmiş olacaktır. Dolayısıyla devalüasyon yapılacağına dair beklentiler, ödemeler dengesi krizine yol açmakta ve beraberinde, rezervlerde ani bir düşüşe, yurt içi faiz oranlarının da yabancı faiz oranlarının üzerine çıkmasıyla sonuçlanmaktadır. Devalüasyon korkusuyla birlikte ülkenin uluslararası rezervlerinde meydana gelen azalma ülkeden sermaye kaçıışı sonucunu doğurmaktadır. Ülke sakinleri için yerli paradan kaçış başlamış ve karşılığında döviz satın almaya başlamışlardır. Bunun sonucunda, zaten azalmaya başlayan rezervler sermaye kaçıışının artmasıyla birlikte daha da azalarak hükümeti devalüasyon yapılması yönünde zorlayacaktır (Krugman ve Obstfeld, 1997, s.504-506).

2.1.Ödemeler Dengesi Krizinin Ortaya Çıkış Zamanı: Yukarıdaki analizde, ödemeler dengesindeki krizin merkez bankasının döviz kurunu geçerli düzeyinden daha fazla koruyamayacağına dair olumsuz beklentilerin ortaya çıkmasıyla oluşacağını belirttik. Fakat krize neden olan faktörler, kurun sürdürülebileceğine dair güvensizliğin ne zaman ortaya çıkacağına dair herhangi bir bilgi vermemektedir. Krugman'a göre döviz krizleri, temel ekonomik değişkenlerde meydana gelen sürekli bozulmalar sonucunda döviz kurunun belirlenen düzeyinden daha fazla sürdürülememesi sonucu ortaya çıkmaktadır. Krugman'ın modelinde, sorunun temelinde bütçe açığını kapatmak veya zayıf olan banka sistemini desteklemek için yurtiçi kredilerde meydana gelen aşırı genişleme yatmaktadır (Esquivel ve Larrain, 1998, s.3). Bir diğer ifadeyle sorun, merkez bankasının politikalarıyla, sürdürülmek istenen sabit kur politikası arasındaki tutarsızlıktan kaynaklanmaktadır. Parasal yaklaşım yurtiçi krediler sürekli artarsa, uluslararası rezervlerin azalacağını önermektedir. Dolayısıyla rezervler zamanla eriyecek ve izlenen sabit kur terk edilmek zorunda kalacaktır. Daha doğrusu, spekülörler tarafından, spekülatif ataklar hızla çoğalacak ve merkez bankasının rezervleri daha bitmemişken, bir anda bu ataklar sonucunda eriyecektir.

Birinci nesil kriz modelleri Krugman (1979), Flood ve Garber (1984), ve Obstfeld (1986) tarafından önerilmişlerdir. Aşağıda Agénor, Bhandari ve Flood (1992) takip edilerek, sözü edilen birinci nesil modeller mantığı içerisinde ödemeler dengesi krizinin ortaya çıkış zamanı formülize edilerek açıklanacaktır. Buna göre model aşağıdaki şekilde tanımlanabilir:

$$m_t - p_t = \phi \bar{y} - \alpha i_t \quad \phi, \alpha > 0 \quad (1)$$

$$m_t = \gamma D_t + (1 - \gamma) R_t \quad 0 < \gamma < 1 \quad (2)$$

$$\dot{D}_t = \mu \quad \mu > 0 \quad (3)$$

$$P_t = s_t \quad (4)$$

$$i_t = i^* + E_t \dot{s}_t \quad (5)$$

m_t nominal para stoku, \bar{y} geliri, D_t yurtiçi kredileri, R_t merkez bankasının döviz rezervlerini, s_t nominal döviz kurunu, P_t fiyat seviyesini, i^* yabancı ülkelerin faiz oranını, i_t yurtiçi faiz oranlarını, E_t beklentileri göstermektedir. Değişkenlerin üzerindeki nokta büyümeyi göstermektedir.

(1) numaralı denklem reel para talebini tanımlamaktadır. Buna göre para talebi gelirin pozitif ve faiz oranının negatif bir fonksiyonudur. (2) numaralı denklem para stokunu, rezervlere ve yurtiçi kredilere bağlayan bir tanımlı göstermektedir.

Yurtiçi krediler (3) numaralı eşitlikte gösterildiği üzere μ oranında artmaktadır. Satın alma gücü paritesi (yabancı fiyatların bire eşit olduğu varsayımı altında) ve korumasız faiz paritesi (4) ve (5) numaralı eşitliklerde tanımlanmıştır. İleriye dönük beklentilerin tam olarak öngörülebildiği varsayımı altında, $E_t \dot{s}_t = \dot{s}_t$ ve $\bar{y} = i^* = 0$ olduğunu kabul edersek ve (1), (4), ve (5) numaralı denklemleri birleştirirsek, (6) numaralı denklemi elde ederiz.

$$m_t = s_t - \alpha \dot{s}_t \quad (6)$$

Döviz kuru s düzeyinde sabitse $\dot{s}_t = 0$ olur. Dolayısıyla merkez bankası, para talebinde meydana gelebilecek herhangi bir değişikliği uluslararası rezervlerle müdahale ederek giderecektir. (2) ve (6) numaralı denklemleri kullanarak (7) numaralı denklemi elde ederiz.

$$\begin{aligned} s_t &= \gamma D_t + (1-\gamma) R_t \\ R_t &= (\bar{s} - \gamma D_t) / (1-\gamma) \end{aligned} \quad (7)$$

Buradan (3) numaralı denklemden yararlanarak, (8) numaralı denklemi elde edebiliriz.

$$\begin{aligned} \dot{R}_t &= -\gamma \theta / (1-\gamma) & \theta &= (1-\gamma) / \gamma \text{ olursa,} \\ \dot{R}_t &= -\mu / \theta \end{aligned} \quad (8)$$

(8) numaralı denklem bize eğer yurtiçi kredilerdeki genişleme aşırı ise yani (6) numaralı denklemle gösterdiğimiz sabit para talebini ($\dot{s}_t = 0$ ve $s_t = \bar{s}$) geçiyorsa, kredilerdeki genişleme oranında, rezervlerin de azalacağını ifade etmektedir. Dolayısıyla merkez bankasının sınırlı miktardaki uluslararası rezervleri, belirli bir süre sonra tamamen eriyecektir.

Merkez bankası, rezervler, R gibi bir düzeye düştükten sonra, kuru geçerli düzeyinden daha fazla sürdüremeyerek döviz piyasasından çekilecek ve bu noktadan sonra döviz kurunu serbestçe dalgalanmaya bırakacaktır. Rasyonel davranan ekonomik birimler spekülasyon hareketleri olmadan, rezervlerin belli bir düzeye düşeceğini ve dolayısıyla en sonunda sistemin krize dönüşeceğini ve çökeceğini öngörebileceklerdir. Merkez bankası geçerli rezerv düzeyinden, döviz kurunu daha uzun süreli sürdürebilecekken, spekülasyoncuların dövizde yönelmeleri nedeniyle rezervlerin tamamen erimesiyle ortaya çıkacak kriz zamanı önceye alınmış olacaktır. Bir diğer ifadeyle, sistemin çökeceğini öngören spekülasyoncular dövizde yönelerek rezervlerin daha çabuk erimesine neden olacaklar ve böylece krizin ortaya çıkış zamanını önceye almış olacaklardır (Agénor, Bhandari ve Flood, 1992, s.360).

Burada cevap bekleyen soru sabit döviz kuru sisteminin çökeceği veya serbest kur sistemine geçilecek zamanın belirlenebilmesidir. En temel ifadesiyle, piyasa göstergeleri tarafından belirlenen “gölge dalgalanan (serbest) döviz kuru”nun geçerli olan sabit döviz kuruna eşit olduğu düzeyde kriz ortaya çıkacaktır. Gölge döviz kuru, t zamanında merkez bankasının rezervlerinin tamamen eridiği, kuru dalgalanmaya bıraktığı, fakat yurtiçi kredilerin genişlemesine izin verdiği kur olarak tanımlanmaktadır (Krugman ve Obstfeld, 1997, s.530). O halde sabit döviz kuru, gölge dalgalanan döviz kurunu geçmişse, bir diğer ifadeyle sabit döviz kuru daha fazla değer kaybetmişse, sabit kur sistemi güvende demektir. Fakat gölge kuru sabit kuru geçmeye başladığı andan itibaren sistem daha fazla sürdürülemezdir. Gölge kuru sabit kuru altında ise, spekülasyoncuların dövizde yönelmeleri karlı olmayacaktır, ama gölge kuru, sabit kuru üzerinde ise, spekülasyoncular için anında kar sağlayacaktır. O halde yapılması gereken gölge kurunun ne olduğunun bulunmasıdır. Gölge kuru aşağıdaki şekilde yazılabilir.

$$s_t = k_0 + k_1 m_t \quad (9)$$

(9) numaralı denklemdeki değişkenleri büyüme oranları cinsinden gösterirsek (2 numaralı denklem dalgalı kur sisteminde $\dot{m}_t = \gamma \dot{D}_t$ 'ye dönüşecektir).

$$\dot{s}_t = k_1 \gamma \mu \quad (10)$$

(10) numaralı denklem, kriz sonrası oluşan döviz kuru sisteminde kurun yurtiçi kredilerdeki büyüme oranına bağlı olarak değer kaybedeceğini göstermektedir. (10) numaralı denklemi (6) numaralı denklemde yerine koyarsak, (11) numaralı denklemi elde ederiz.

$$s_t = m_t + \alpha k_1 \gamma \mu \quad (11)$$

(11) ve (9) numaralı denklemleri karşılaştırırsak $k_0 = \alpha \gamma \mu$, $k_1 = 1$ olduğunu görürüz. $D_t = D_0 + \mu t = m_t / \gamma$ olduğundan ve bunu (11) numaralı denklemde yerine koyarsak, (12) numaralı denklemi elde ederiz.

$$s_t = \gamma (D_0 + \alpha \mu) + \gamma \mu t \quad (12)$$

Sabit döviz kuru sisteminde uygulanan kur \bar{s} , gölge dalgalı kuruna s_t eşit olduğunda sabit döviz kuru sistemi çökecektir. (12) numaralı denklemden sistemin krize gireceği zamanı (tc) elde edebiliriz. Krizin başlangıç anında $\bar{s} = s_t$ olacağından;

$$\begin{aligned} \gamma \mu tc &= \bar{s} - \gamma (D_0 + \alpha \mu) \\ tc &= (\bar{s} - \gamma D_0) / \gamma \mu - \alpha \end{aligned} \quad (13)$$

(2) numaralı denklemden yararlanarak $\bar{s} = \gamma D_0 + (1 - \gamma) R_0$ yazabiliriz. R_0 başlangıçtaki rezerv miktarını vermektedir. Bunu (13) numaralı denklemde yerine koyarsak, (14) numaralı denklemde, krizin ortaya çıkış zamanını bulmuş oluruz.

$$\begin{aligned} tc &= [(1 - \gamma) R_0] / \gamma \mu - \alpha \\ tc &= \theta R_0 / \mu - \alpha \end{aligned} \quad (14)$$

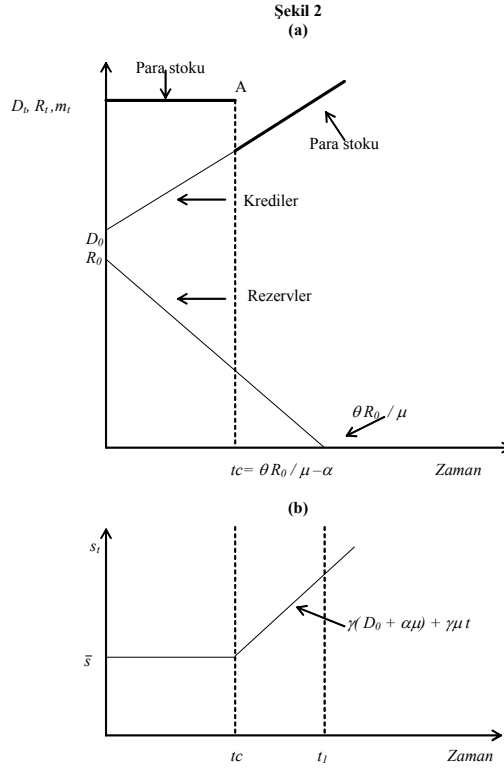
(14) numaralı eşitliğe bakarak aşağıdaki sonuçlara ulaşabiliriz.

- i) Başlangıçtaki rezerv miktarı (R_0) ne kadar fazla ise krizin ortaya çıkış zamanı da o kadar gecikecektir.
- ii) Kredilerdeki genişleme oranı (μ) ne kadar düşük ise, krizin ortaya çıkış zamanı da o kadar gecikme gösterecektir.
- iii) $\alpha = 0$ ise, bir diğer anlatımla, spekülasyon yoksa, döviz krizi rezervler tamamen eriyinceye kadar ortaya çıkmayacaktır. Para talebinin faize olan duyarlılığı (esnekliği) para talebinde ve rezervlerde meydana gelen azalmanın büyüklüğünü belirleyecektir. O halde α ne kadar büyük ise kriz de o kadar önceye alınmış olacaktır.
- iv) Spekülasyonun olmadığı bir ortamda sistemin tabii çöküş zamanı $\theta R_0 / \mu$ olacaktır.
- v) Son olarak, para stoku içerisinde yurtiçi kredilerin oranı ne kadar büyükse, yani (γ) ne kadar büyük ise kriz daha çabuk ortaya çıkacaktır.

Bu analiz bize, spekülatif atakların daha merkez bankasının rezervleri tamamen erimeden ortaya çıkacağını göstermektedir (Agénor, Bhandari ve Flood, 1992, s.361-363).

Bu süreç, Şekil 2 yardımıyla da açıklanabilir. Şekil 2 (a), rezervler, para stoku ve kredilerin gelişimini göstermektedir. Aşağıdaki (b) şekli ise döviz kurunun gelişim seyrini göstermektedir. Krizin başlama anı olan tc 'den önce, para stoku A noktasına kadar sabit bir düzeyde kalacaktır. Fakat krediler μ oranında arttığı ve rezervler de sürekli düştüğü için para stokunu oluşturan unsurların dağılımı sürekli değişmektedir. Yukarıda anlatıldığı üzere sistem değişmeden önce, spekülasyon atakları sonucunda rezervler azalacak ve dolayısıyla para stoku da düşecektir. Spekülasyon atakları sonucunda rezervler tamamen eridiği için, döviz kuru sistemi değiştirilip serbestçe dalgalanan kur rejimine geçilmesiyle birlikte, para stoku sadece yurtiçi kredilerden oluşacaktır. Şekil 2 (b) de ise, döviz kuru, kriz ortaya çıkıncaya kadar \bar{s} düzeyinde sabit olarak kalacaktır. Spekülasyon olmazsa, sabit kur politikası t_1 zamanına kadar sürdürülebilecektir. Fakat, çok kısa bir süre sonra sistemin çökeceğinin farkında olan ekonomik birimler, enflasyonun da yükseleceği yönündeki beklentileri sebebiyle ellerindeki yerli parayı yabancı varlıklara yönlendirecekler ve rezervler hızla eriyecektir. Dolayısıyla, sabit kur sisteminden dalgalı kur sistemine geçiş aşamasında, reel para talebi düşecektir. Yerli para bulunduranların, döviz krizinin meydana getireceği zararlardan korunmak için yabancı varlıklara yönelmeleri sonucu oluşan spekülasyon atakları sebebiyle kriz tc zamanında ortaya çıkacak ve sabit kur rejiminden serbest kur rejimine geçiş daha erken gerçekleşmiş olacaktır ve bu noktada gölge kur ile geçerli olan sabit kur düzeyleri birbirlerine eşit olacaklardır (Agénor, Bhandari ve Flood, 1992, s.363; Sachs ve Larrain, 1993, s.336; Flood, Garber ve Kramer, 1996, s.226).

Sabit kur sisteminin takip edilmediği, fakat sürünen pariteler veya güdümlü dalgalanma sistemlerinin benimsendiği ve merkez bankasının döviz kurunun belirlenen değerlerden sapması durumunda döviz piyasasına müdahale edeceği bir stratejinin belirlendiği bu sistemlerde de yukarıda yapılan açıklamalar geçerliliğini sürdürmektedirler. Yine sürünen pariteler veya güdümlü dalgalanma sistemlerinde de döviz kurlarındaki dengesizlikler veya döviz rezervlerinde hızlı azalışlar, izlenen aşırı genişleyici politikaların sonucunda reel döviz kurunun aşırı değerlenmesiyle birlikte, sermaye hareketleri üzerine de herhangi bir kısıt bulunmuyorsa, piyasalarda spekülasyon için bu durumdan yararlanma fırsatı ve kriz ortaya çıkacaktır (Eichengreen, Rose ve Wyplosz, 1995, s.257).



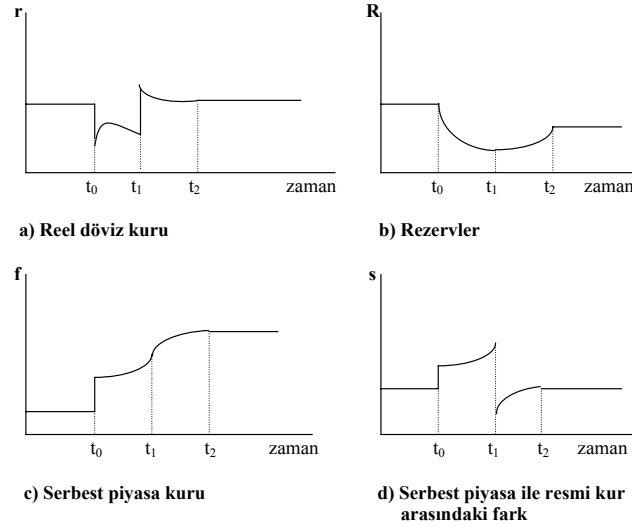
Agénor, Bhandari ve Flood, 1992 s.364'den uyarlanmıştır.

Alternatif bir yaklaşımla Edwards (1989), yurtiçi kredilerde beklenmedik ve aşırı bir genişleme sonucunda oluşacak devalüasyondan önce, reel döviz kuru, rezervler, serbest piyasa kuru, ve serbest kur ile resmi kur arasındaki farkın gelişimlerinin Şekil 3'de gösterildiği gibi oluşacağını belirtmektedir. Buna göre üç farklı zaman birimini ele alarak; t_0 anında kredilerde beklenmedik genişlemenin gerçekleştiğini varsayalım. Bu durumda halk rezervlerin düşük bir düzeyde olduğunu biliyorsa, bir müddet sonra devalüasyon yapılacağını beklemektedir. t_1 anında devalüasyonun yapıldığını varsayalım ve son olarak da t_2 anında uyum sürecinin sona erdiğini kabul edelim.

Şekil 3'de a) reel döviz kurunun (r) gelişimi, b) uluslararası rezervlerin (R) gelişimi, c) serbest piyasa kurundaki (f) gelişimi ve d) paralel piyasa ile resmi piyasa arasındaki kur farkında (s) meydana gelecek değişimi izlemek mümkündür. Bu durumda, reel döviz kuru t_0 zamanında aşırı değerlenmeye başlayacak ve t_1 zamanında yapılan devalüasyon nedeniyle aşırı değerlenme ortadan kalkacaktır ve t_2 zamanında tekrar uzun dönem denge seviyesine geri dönecektir. Rezervler ise kredilerde meydana gelen aşırı genişleme nedeniyle t_0 zamanından itibaren azalmaya başlayacak ve t_1 zamanında devalüasyonun yapılmasıyla birlikte kısmen artacaktır. Serbest kur ise kredilerdeki genişleme ile birlikte t_0 zamanında aniden yükselecek, devalüasyon anına kadar artan oranda, devalüasyondan sonra ise azalan oranda artarak daha yüksek bir düzeyde durağanlaşacaktır. Serbest piyasa kuru ile resmi sabit kur düzeyi arasındaki

fark devalüasyon öncesinde hızla açılırken, devalüasyon sonrasında t_2 zamanında eski düzeyine dönmektedir (Edwards, 1989, s.68-71).

Şekil 3



Edwards, 1989, s.71'den uyarlanmıştır.

Bu açıklamalardan sonra Edwards, döviz krizi ortaya çıkmadan önce **i)** reel döviz kurunun aşırı değerleneceğini, **ii)** uluslararası rezervlerin düşeceğini, **iii)** serbest piyasa kuru ile resmi sabit kur düzeyi arasındaki farkın giderek açılacağını ve bu ekonomik göstergelerde meydana gelen değişimler izlendiğinde döviz krizinin yaklaştığı sinyali verdiğini iddia etmektedir.

3.İkinci Nesil Modeller: İkinci nesil modeller, özel sektör davranışlarında değişme meydana geldiği zaman bu değişime hükümetlerin reaksiyon göstermeleri durumunda ne gibi bir sonucun ortaya çıkacağına veya hükümetlerin sabit döviz kuru politikası ile diğer hedefleri arasında tercih yapmak zorunda kalırlarsa ortaya nasıl bir sonuç çıkacağına açıklık getirmeyi hedeflemektedirler. İkinci nesil modellere göre izlenen makroekonomik politikalar döviz kuru politikası ile tutarlı olsa bile, piyasa beklentilerinde meydana gelen bir değişme hükümetlerin tercihlerini değiştirebilir ve ekonomi bu şekilde kendiliğinden oluşan, (kendi kendini besleyen) bir krize girebilir. Dolayısıyla ikinci nesil modellere göre, ekonomi, spekülasyon hareketlerinin olmadığı denge durumunda iken, beklentilerin değişmesine ve spekülasyon ataklarının başlamasına neden olan herhangi bir gelişme, birdenbire krizi başlatabilir (Flood ve Marion, 1998, s.13). Buna göre birinci nesil modellerde olduğu gibi makroekonomik göstergelerin sürekli bozulma göstermesi krizin oluşması için gerekmeyebilir, temel ekonomik göstergeler sürekli bozulma göstermese de ödemeler dengesi krizi başlayabilir (Esquivel ve Larrain, 1998, s.4).

İkinci nesil modellerin ortaya koyduğu krizlerin kendi kendini beslemesi (self-fulfilling) şeklinde isimlendiren ilk iktisatçı Obstfeld (1986) olmuştur. Daha sonra yapmış olduğu çalışmalar, [Obstfeld, (1994 ve (1996))] ikinci nesil kriz literatüründe önemli bir yer almaktadır.

İkinci nesil modeller birden fazla (çoklu) denge (multiple equilibria) durumu önermektedir. Birinci denge durumunda, döviz kuruna yönelik spekülasyon hareketleri olmadığı sürece, sabit döviz kuru değiştirilmeyecek veya terk edilmeyecektir; çünkü, sürdürülen politikalar sabit döviz kuru sistemi ile tutarsızlık içermemektedir. İkinci denge durumunda ise sabit döviz kuru değiştirilecek veya terk edilecektir; çünkü, spekülasyon atakları sonucunda yeni döviz kuru sistemiyle tutarlılığı sağlayabilmek için izlenen makroekonomik politikalar değiştirilecektir (Kenen, 1996, s.473).

Bu durumu şu örnekle açıklayabiliriz. Yerli parayı elinde bulunduran iki birey olduğunu varsayalım. Her birey bu paradan n birim buldursun. Bir diğeri elinde ne kadar para olduğunu ve merkez bankasının döviz rezervlerinin ne kadar olduğunu bilsin. Son olarak da eğer döviz kuruna yönelik spekülasyon atakları oluşursa merkez bankasının geçerli kuru sürdürmeyeceğine ve devalüasyon yapılacağına inansınlar. Buna göre üç olası durum söz konusudur.

1.Durum: Yüksek-rezerv durumu: Bu durumda merkez bankasının rezervleri her iki bireyin ellerinde buldukları yerli para toplamından daha fazla ($R > 2n$). Bu durumda spekülasyon atak ortaya çıkmayacaktır. Çünkü, her birey bilmektedir ki ikisi birden spekülasyon hareketinde bulunsa bile merkez bankasının rezervleri daha fazladır olduğundan atak başarılı olmayacaktır.

2.Durum: Düşük-rezerv durumu: Bu durumda, merkez bankasının toplam rezervleri, bireylerden sadece birisinde bulunan para miktarından daha azdır ($R < n$). Buna göre döviz krizi kaçınılmaz olacaktır. Çünkü, bireylerden birisi spekülasyon atak gerçekleştirirse, diğeri katılmasa bile kriz ortaya çıkacaktır.

3.Durum: Ara durum: Bu durumda merkez bankasının rezervleri her bir bireyin elindeki para miktarından daha fazla, fakat her ikisinin sahip oldukları toplam para miktarından daha azdır ($2n > R > n$). Buna göre spekülasyon atak olma olasılığı bulunmaktadır, fakat kriz çıkmayabilir. Bireylerden birisi spekülasyon atakta bulunur, fakat diğeri katılmazsa, kriz ortaya çıkmayacaktır. Ancak her ikisi birden spekülasyon atakta yer alırlarsa kriz ortaya çıkacaktır. Çünkü, her iki bireyin ellerinde buldukları yerli para miktarının toplamı merkez bankasının döviz rezervlerinden daha fazladır. O halde burada birden fazla denge durumu (multiple equilibria) söz konusudur. Bireylerden birisi spekülasyon hareketinde bulunur ve diğeri izlerse bir denge, bireylerden birisi atakta bulunmaz ve diğeri de bulunmazsa ikinci bir denge durumu oluşacaktır.

Buna göre, krizin ortaya çıkma olasılığı merkez bankasının döviz rezervlerinin büyüklüğüne bağlı olmakla birlikte, yerli parayı elinde bulunduranların meydana gelebilecek bir spekülasyon hareketlenmesi sonucunda yerli paranın değerini kaybedeceğine ve takip edilen döviz kuru sisteminin çökeceğine dair inanışlarıyla da yakından ilgili olacaktır (Kenen, 1996, s.473-474).

Bu açıklamalardan şu genellemeleri yapabiliriz. Bir yatırımcı eğer izlenen döviz kuru sisteminin tehlikede olduğunu sezinlemese, yani sistemin güvende olduğuna inanıyorsa, parasını ülke dışına çıkarmayacaktır veya döviz kuruna yönelmeyecektir. Fakat döviz kuru sisteminin sürdürülemeyeceğine dair kötümser beklentiler ağırlık kazanırsa ve yatırımcıların çoğunluğu sermayelerini yurt dışına çıkartırlarsa döviz krizi ortaya çıkacaktır. Diğer taraftan, ekonomi, krizin kendi kendini beslediği bir durumda bile, döviz rezervlerinin miktarı, kamu kesiminin mali durumu, hükümetin döviz kurunu sürdürmedeki kararlılığı gibi temel faktörler zayıf olursa ancak o zaman spekülasyon

ataklara karşı dayanaksız hale gelebilecektir. O halde geçerli döviz kurunu kararlılıkla ve etkin olarak sürdürebilecek bir hükümet varsa spekülasyon atakları başlamayacaktır, buna karşın döviz kuru sistemini kaldırmaya eğilimli bir hükümet varsa, bu durumda spekülasyon ataklarının artan baskısıyla karşılaşacaktır. Bu açıklamaları genelleştirirsek: *i*) temel makroekonomik göstergelerin krizi ortaya çıkarmayacak büyüklükte oluşması, *ii*) bu ekonomik göstergelerin krizin oluşmasını kaçınılmaz hale getirmesi ve *iii*) son olarak da kendi kendini besleyen (ikinci nesil) modellerin iddia ettikleri ara durum yani temel makroekonomik göstergelere bakılarak döviz krizinin ortaya çıkabileceği gibi, ortaya çıkmasını gerektirecek bir durumun olmamasıdır (Krugman, 1997, s.5-6). Dolayısıyla bu son durum, makroekonomik büyüklüklerin belirli aralıklarda olmasını gerektirmektedir. Bu ekonomik büyüklükler belirli aralıkları aştıkları zaman ekonomi bir yol ayrımına gelecek ve çoklu denge durumu oluşarak spekülasyon ataklarının başlaması için zemin hazırlanmış olacaktır (Jeanne, 1997, s.265-273).

Özkan ve Sutherland (1994), (1995) geliştirdikleri çalışmalarında, fiyat ve ücretlerin yapışkan oldukları durumda, toplam üretimin yurt içi faiz oranlarına ve nominal döviz kuruna bağlı olduğunu öngörmektedirler. Sabit döviz kuru sistemi altında, yurt içi faiz oranı yabancı faiz oranını yakalamak zorundadır. Bu durumda merkez bankası toplam çıktı üzerine olan kontrolünü kaybetmektedir. Daha da ötesi yabancı faiz oranının yerli üretim üzerine daraltıcı etkisini giderecek yol bulunmamaktadır. Dolayısıyla yabancı faiz oranlarındaki artış sabit döviz kurunu sürdürmenin maliyetini artıracığından, serbest kur sistemine geçiş ekonomi otoritelerince de daha cazip hale gelecektir. Bu durumda beklentiler, sabit kur sisteminin terk edilmesi ve beraberinde yurtiçi faiz oranlarının yabancı faiz oranlarından daha fazla artacağı ve bunun sonucunda da toplam çıktının daha da düşeceği şeklinde gelişecektir. Buna göre para ve maliye politikaları izlenen kur politikası ile tutarlılık gösterse bile, ekonomi otoritelerinin iradeleri dışında, belki de ülke dışından kaynaklanan sebeplerden dolayı toplam çıktıda meydana gelen düşüşler ve beraberinde işsizliğin artması, hükümetlerin iktidar da kalabilmek için genişleyici politikalar takip etmeye ve pariteyi terk etmeye zorlayabilecektir. Dolayısıyla bu durumu öngören spekülasyonlar, politika değişimleri gerçekleşmeden önce spekülasyon ataklarında bulunarak krizi başlatabilirler. Özkan ve Sutherland tarafından ulaşılan sonuçlara göre birinci nesil modellerde olduğu gibi, genişleyici para ve maliye politikaları sonucunda rezervlerin erimesiyle birlikte kriz ortaya çıkmamakta, işsizlik ve diğer ekonomik gelişmelerle bağlantılı olarak hükümetlerin iç dengeyi sağlamaya yönelik ve döviz kuru kısıtı altında politika seçimine bağlı olarak ortaya çıkabilmektedir.

Yukarıda açıklanan nokta üç farklı durum önererek genelleştirilebilir.

- a) Spekülasyon ataklarının olmadığı durum: Bu durumda sabit döviz kuru sistemi sürdürülür ve yurtiçi faiz oranı düşük bir seviyede bulunur.
- b) Sabit kur sisteminin başarıyla savunulduğu sistem: Burada spekülasyon atakları olacaktır, fakat yurtiçi faiz oranları yükseltilerek sabit döviz kuru sürdürülür.
- c) Döviz kuru sisteminin değiştirildiği durum: Bu durumda dövize yönelik spekülasyon atakları sonucunda yurtiçi faiz oranlarında daha fazla yükselmeyi önleyebilmek için sabit döviz kuru sistemi terk edilir.

Bu üç farklı durum göz önüne alınarak, (a, b) ve (a, c) şeklinde, iki çift çoklu denge (multiple equilibria) durumu oluşturulabilir. (a, b) denge durumunda, spekülasyon

ataklar başarılı olamayacaktır ve hatta piyasa aktörleri merkez bankasının (b) durumunu (c)'ye tercih edeceğinin farkında iseler, yani sabit döviz kuru sistemini sürdürmek için faiz haddini yükselteceğini biliyorlarsa, spekülâtif bir harekete bile girişmeyeceklerdir. (a, c) durumunda eğer piyasa aktörleri spekülâtif atakta bulunurlarsa başarılı olacaklardır. Piyasa aktörleri rezervlerin yüksek olduğu, makroekonomik göstergelerin zayıf olmadığı bir durumda, merkez bankasını sabit kuru değiştirmeye zorlayamayacaklarına inanıyorlarsa spekülâtif atakları başlatmayacaklardır. Benzer şekilde, eğer spekülâtörler, ekonominin yukarıda açıklanan ara-durumda olduğunda, spekülâtif atakları başlatırlarsa, yeterli sayıda spekülâtörün yer almayacağına inanıyorlarsa da spekülâtif ataklara başlamayacaklardır.

Merkez bankasının (c) alternatifini (b) ye tercih ettiğini varsayalım. Bu durumda merkez bankası faizleri yükseltmekten sabit kuru terk etmeyi tercih edecektir. Yukarıda açıklanan ara durumu (3.durum) genelleştirerek en son haliyle tekrar açıklayalım. Parayı elinde bulduran m kadar birey olduğunu varsayalım ($m > 2$) ve her bir birey n birim kadar para bulduruyor olsun ($m \times n > R$). Eğer spekülâtörlerin hepsi aynı anda spekülâtif ataklarda bulunsalardı, döviz olan atak başarılı olacaktır. Eğer çok az sayıda spekülâtör alımda bulunurlarsa, kriz ortaya çıkmayacaktır. O halde spekülâtif atağın ortaya çıkma olasılığı m ve R 'nin büyüklükleriyle ters orantılı olarak değişecektir. m , yani spekülâtörlerin sayısı çok fazla ise veya R , $m \times n$ 'den çok düşük değil ise, spekülâtif atağın ortaya çıkma olasılığı zayıftır. Bu durumda ortaya çıkacak kötü haberler çok fazla sayıda spekülâtörün krizin ortaya çıkacağına inanmasını ve bu hareketlenmenin krize dönüşebilmesi için de yine çok fazla sayıda spekülâtörün katılımını gerektirecektir. Bir diğer ifadeyle atağın krize dönüşebilmesi güçleşmektedir. O halde çok sayıda ve birbirinden bağımsız yatırımcı ve spekülâtörün olduğu piyasada krizin oluşması olasılığı zayıflamaktadır. Buna karşın, spekülâtörlerin sayısı (m) az ise ve rezervler çok fazla değil ise, spekülâtif atakların çıkma olasılığı oldukça yüksek olacaktır. Herhangi bir kötü haberin yayılması, kolaylıkla spekülâtif atakların ortaya çıkmasına neden olacak ve büyük spekülâtörlerin davranışlarına göre küçüklerin de hareketlenmeye dahil olmasıyla birlikte ataklar krize dönüşebilecektir (Kenen, 1996, s. 475-476).

Ekonomide oluşan devalüasyon beklentilerini kırabilmek için yurtiçi faiz oranlarının hükümetler tarafından yükseltilmesi ekonomiye bir takım maliyetler getirecektir. Bunlar yukarıda Özkan ve Sutherland modellerinde görüldüğü üzere ekonominin içinde bulunduğu mevcut durgunluğu daha da arttırarak işsizliğin artmasına neden olmasının yanısıra, kamu kesimi borçlarının artması, banka ve finans sisteminin zayıflamasını da dahil edebiliriz (Bensaid ve Jeanne, 1997, s. 1465; Obstfeld, 1996, s.13-14). Buna göre, çok fazla miktarda ve kısa vadeli borçlanan hükümet, piyasada beklentilerin milli paranın büyük bir oranda değer kaybedeceğine veya devalüasyona uğrayacağı şeklinde oluşması sonucunda faiz oranlarının yükselmesine ve böylece de hükümetlerin mali yükümlülüklerinin artmasına neden olacağından faizlerin fazla yükselmesini tercih etmeyecektir. Aynı şekilde piyasa faiz oranları beklenmedik şekilde yükselirse, bankalar yükselen bu faizler karşısında baskı altında kalacaklarından, bankaların batma aşamasına gelerek bütçe üzerine yük olmasını önleyebilmek için de hükümetler devalüasyonu tercih edebileceklerdir (Obstfeld, 1996, s.16). Mevduat sahipleri bankaların likidite sıkıntısına düşmeleri durumunda merkez bankası tarafından destekleneceğini bilmeleri durumunda, bankaların verdiği kredilerin kalitesini ve

özelliklerini gözlemlemeyeceklerdir. Özellikle bankaların verdiği kredilerin vadesinin, mevduat hesaplarının vadesinden daha uzun olup olmadığına dikkat etmeyeceklerdir. Dolayısıyla, merkez bankası, iflas eden bankaları kurtarabilmek için parasal tabanı genişletmek zorunda kalacaktır (Calvo, 1996, s.7).

Piyasadaki devalüasyon beklentilerini kırabilecek bir nominal faiz oranı her zaman için vardır. O halde nominal faiz oranlarının yükseltilmesi ekonomiye bir maliyet getirmiyorsa döviz kuru sistemi terk edilmeyecektir ve döviz krizi oluşmayacaktır. Fakat hükümetler, geçerli döviz kuru sistemini sürdürmek için faiz oranlarının yükseltilmesi ekonomiye maliyet oluşturuyorsa, döviz sisteminin terk edilmesi daha kazançlı olacağından devalüasyonu tercih edeceklerdir (Bensaid ve Jeanne, 1997, s.1463).

Yukarıda verilen örnekler ekonomideki mali dengesizlikler sonucunda ortaya çıkabilecek bir döviz krizi için geçerli olmaktadır. Ekonomide mali dengesizliğin olmadığı, bütçe açığının bulunmadığı bir durumda, özel kesimin tüketim harcamalarındaki aşırı artış nedeniyle cari işlemler dengesinde meydana gelebilecek bir açık da döviz kurunun geçerli düzeyinden sürdürülemeyeceği ve devalüasyon yapılacağı yönünde beklentileri arttıracaktır (Calvo, 1996, s.18).

Spekülatif atakların kendi kendini besleyen bir sürece girmesi yukarıda anlatılan şekilde makroekonomik göstergelerdeki gelişmelerden bağımsız bir şekilde ve tamamıyla dövize yönelik spekülatif atakların sonucunda da döviz krizinin oluşma olasılığı, bulaşıcılık (contagion) etkisi olarak adlandırabileceğimiz olgudan kaynaklanabilir. Buna göre dört farklı bulaşıcılık etkisinden söz edebiliriz. Bunlar, *i*) temel ekonomik büyüklükler açısından, *ii*) reel bütünleşme açısından, *iii*) sürü psikolojisi (herding) açısından, ve *iv*) kurumsal açıdan bulaşıcılıklar olarak adlandırılabilir.

i) Temel ekonomik büyüklüklere dayalı olarak krizin sıçraması, krizin bir ülkeden diğerine geçebilmesi için ülkelerin benzer ekonomik büyüklüklere sahip olmaları veya aynı dış şokla karşı karşıya kalmaları durumunda ortaya çıkacaktır. Bir ülkede finansal kriz ortaya çıkarsa, yatırımcılar ve spekülatörler diğer ülkelerdeki risklere karşı çok daha duyarlı hale geleceklerdir ve krizin başladığı ülkedeki gibi zayıf ekonomik göstergelerin benzerlerine sahip olduğuna inanılan ülkelerdeki portföylerini azaltacaklar veya çekeceklerdir ve bu şekilde kriz yayılmış olacaktır.

ii) Reel büyüklüklerle birbirleriyle bütünleşmiş iki ekonominin birinde meydana gelen kriz, ekonomik göstergeler iyi olsa bile, diğer ekonomiye de yansıtacağı beklentisi sebebiyle bu ülkede de krizi başlatabilir.

iii) Sürü psikolojisine bağlı olarak ortaya çıkan kriz ise yatırımcıların kendi beklentilerini oluşturmadan veya ilk elden bilgileri elde etmeden, diğer yatırımcılardan elde ettikleri duyumlara dayalı olarak davranışlarını oluşturmaları durumunda ortaya çıkacaktır. Bu davranışı tamamen irrasyonel olarak algılamamak gerekir. Çünkü küçük yatırımcılar için bu bilgilere ulaşmak maliyetli olabilir, o nedenle piyasadaki büyük yatırımcıları takip etmek tutarlı bir davranış olarak kabul edilebilir. Buradan hareketle, piyasadaki birkaç büyük yatırımcının kötümser beklentilerinin piyasaları hareketlendirip, krizleri kendi kendilerini besleyen sürece nasıl sokacaklarını anlayabiliriz. Bu davranışlar özellikle spekülatif atakların başarıya ulaşabilmesi için gereklidir. Çünkü, spekülatörler yeteri kadar yatırımcıyı hareketlendirerek ellerindeki

yerli paraları dövize çevirmelerini sağlayıp rezervleri azaltmalı ve bunun sonucunda da hükümetleri devalüasyona zorlayabilmelidirler.

iv) Bulaşıcılık etkisinin bir diğer şekli kurumsal olarak ortaya çıkmasıdır. Bir ülkede oluşan finansal kriz menkul kıymetler piyasasında düşüşlere neden olacağından, yatırımcıların diğer ülkelerdeki menkul kıymetler piyasalarındaki yatırımlarını çekmelerine neden olacaktır. Her ne kadar başlangıçta yatırımcılar etkilenmese bile bu ülkenin finans piyasalarına da krizin sıçrayabileceği beklentisi ile yatırımcılar fonlarını çekeceklerdir. Dolayısıyla krizin başlamadığı bu ülkenin ekonomik göstergeleri olumlu olsa bile, kriz bu ülkeye de (reel bütünleşmede olduğu gibi) yayılabilecektir (Fratzscher, 1999, s.667-669).

Yukarıda sayılan unsurların yanısıra, uygulanacak ekonomi politikaları ve hükümetlerin itibarları da önemlidir. Açıklanan programa (örneğin enflasyonla mücadeleye mi, yoksa işsizliğe mi ağırlık verildiği) uyulup uyulmayacağı önemli olmaktadır. Buna göre, enflasyonla mücadeleyi hedefleyen bir hükümet programı, itibarını bu program üzerine oluşturacaktır. Para politikasında gözlemlenebilen değişimler, hükümetin tercih ettiği enflasyon büyüklüğü hakkında bilgi verecek ve böylece uygulanan politikanın geleceği de etkilenmiş olacaktır. Bir diğer anlatımla, hükümetin açıkladığı program, enflasyonu düşürme konusunda kararlı olduğunu ortaya koyuyorsa, hükümetin takip edeceği sıkı politikalar nedeniyle, hem itibarı, hem de anti-enflasyonist politikalara olan bağlılığı nedeni ile, kredisi zaman içerisinde yükselmiş olacaktır. Fakat unutulmamalıdır ki, programı uygulamaya kararlı hükümetler bile anti-enflasyonist programların işsizliği arttıracaklarını bilmektedirler. Bu durumda yeteri kadar olumsuz gelişmeler oluşursa ve istihdamın artırılması yönünde baskılar çoğalır, hükümet, anti-enflasyonist programdan taviz vermeye ve programı gevşetmeye başlatabilir. O halde başlangıçta açıklanan katı politikalar, ileride ortaya çıkan olumsuzluklar sonucunda yeni politikalar için hareket kabiliyetini kısıtlıyorsa, başlangıçta açıklanan katı ve kararlı gözükken politikaların kredisini arttırmak yerine zarar verebilir. Bu durumda, enflasyonla mücadele programından vazgeçilerek, işsizliği düşürmek için daha genişleyici politikalar takip edilirse, devalüasyon yapılması üzerine baskılar oluşacak ve beklentiler de bu yönde oluşarak, spekülasyon atakları başlatacaktır (Drazen ve Masson, 1994, s.735-737).

4.Üçüncü Nesil Modeller: Birinci ve ikinci nesil kriz modellerinin Uzak Doğu Asya ülkelerinde 1997-1998 yıllarında yaşanan krizi öngörme ve açıklama kapasitesindeki problemler, üçüncü nesil kriz modellerinin çıkış gerekçesidir. Krugman (1998a,b ; 1999) tarafından öncülüğü yapılan üçüncü nesil modellerde finansal kesim ve özel sektör firmalarının ilişkileri ile zayıflıklarının spekülasyon atakları tetiklemesine vurgu yapılmakta ve bu kapsamda para politikasının rolüne özel olarak dikkat çekilmektedir. Bu modeller varsayımlarında büyük ölçüde farklılaşabilmekle birlikte, finansal krizlerin “Ahlaki Risk” (Moral Hazard)’ten kaynaklandığına ilişkin yaygın bir birliktelik sergilerler (Agenor, 2004).

Krugman’a göre, finansal araçların yaratmış olduğu yükümlülüklerin açık veya zımni olarak hükümet garantisine alınmaları bu soruna yol açmaktadır. Özellikle, finansal kesimin riskli özel sektör projelerini kredilendirme davranışının yaygınlaşması ve kredi hacminin aşırı büyümesi, menkul kıymetlerin fiyatlarını yükselterek aşırı derecede büyütmelerine neden olmaktadır. Finansal bir balonun oluşmasına neden olan bu yapı ise, balonun patlamasıyla bu süreci tersine çevirmekte ve ekonomide bir yandan

menkul kıymetlerin fiyatları düşerken, diğer yandan da bankaların toplam kredi stoku içindeki sorunlu olanların oranının payını önemli ölçüde arttırmaktadır. Bu durum, bir süre sonra finansal yapıda kilitlenmelere ve bankacılık krizlerinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bankacılık krizleri ise para krizlerine yol açmaktadır (Krugman, 1998 ; Yılmaz ve Diğ., 2005). J. Sachs'a göre, yükümlülüklerin vade yapısının aktiflerin vade yapısından daha kısa olması, bankalara yönelik hücumun potansiyel kaynağını oluşturmaktadır. Vade ve kur riskinin birlikte var olması birbirini besleyerek, bankalar açısından likitide problemi yaratmakta ve ülkenin temel makro iktisadi göstergelerinde sorun olmasa bile krizin nedeni haline gelebilmektedir (Sachs and Radalet, 1998 ; Yılmaz ve Diğ., 2005). Finansal sektör problemleri ulusal para biriminin değer kaybına yol açma eğilimlerine neden olurken, bir devalüasyon da banka pozisyonlarını ciddi bir biçimde zayıflatmaktadır.

Krugman (1999), Asya krizinde rol oynayan iki temel faktörün altını çizmiştir: Transfer problemi ve bilanço problemi. Transfer problemi, cari işlemler dengesinde yaşanan büyük tersine dönüşün ülke ekonomileri üzerindeki etkisine işaret etmektedir. Asya ülkelerinde yaşanan büyük miktarda sermaye çıkışları ülkelere büyük cari açıklarını cari fazlaya dönüştürme zorunluluğu getirmiştir. Cari hesaplarda bu boyutta bir değişim, kısmen reel kurda ciddi bir değer kaybı, kısmen de ithalatı baskı altına alan büyük çapta bir resesyonla mümkün olabilmektedir. Bilanço problemi ise, yabancı para borçların yerel para cinsinden aşırı değerli hale gelmesi sonucu bilançolarda yaşanan bozulmayı ifade etmektedir.

Satışlardaki düşüş, yükselen faiz oranları ve ülke para biriminin değer kaybı sonucu sermayelerini büyük ölçüde kaybeden firmaların zayıflayan yapıları, kriz sonrası toparlanma sürecini zorlaştırmıştır. Bu iki faktör bir araya getirildiğinde, ikinci-nesil modellerde örneklenen çoklu-denge modelinde olduğu gibi, yatırımcı güvensizliğini doğrulayan bir sonuç ortaya çıkmaktadır. İlk basamak olarak güven kaybı sermaye akımlarının yön değiştirmesine neden olur. İkinci basamakta ülke para birimi cari dengede gereken değişimi sağlayacak şekilde büyük reel değer kaybına uğrar. Bu reel değer kaybı yatırımcı beklentilerini doğrulayacak şekilde bilançolarda topyekün bir bozulmayı beraberinde getirir. Para biriminin reel değer kaybı sınırlandırıldığı takdirde, beklentiler üretimin düşmesiyle doğrulanmaktadır (Krugman, 1999 ; Hacıhasanoğlu, 2005).

Krugman (1999)'ın değindiği her iki problemin özünde ise ahlaki risk sorunu yatmaktadır. Sermaye akımlarının serbest olduğu bir ekonomide, hükümet bankaların ya da şirketlerin yurtdışından aldıkları borçlara, doğrudan ya da dolaylı şekilde garanti verir. Ancak hükümetin, finansal birimleri kontrol etme yetersizliği sonucu, ciddi "Ahlaki Risk" problemleri ortaya çıkar. Alınan borçların verimli olmayan yatırımlara yönlendirilmesi, sonuçta hükümet garantisi altında olan sermaye kayıplarına neden olacaktır. Negatif bir dışsal şok ise, ulusal para birimi değer kayıplarına, ekonomide ciddi daralmalara, geri dönmeyen kredilere, banka iflasları ve sermaye kaçışına neden olacaktır. Tüm bu etkiler birlikte ve tekrar şekilde yaşandığında krizlerin derinleşmesine neden olmaya devam edecektir (Erkekoğlu ve Bilgili, 2005).

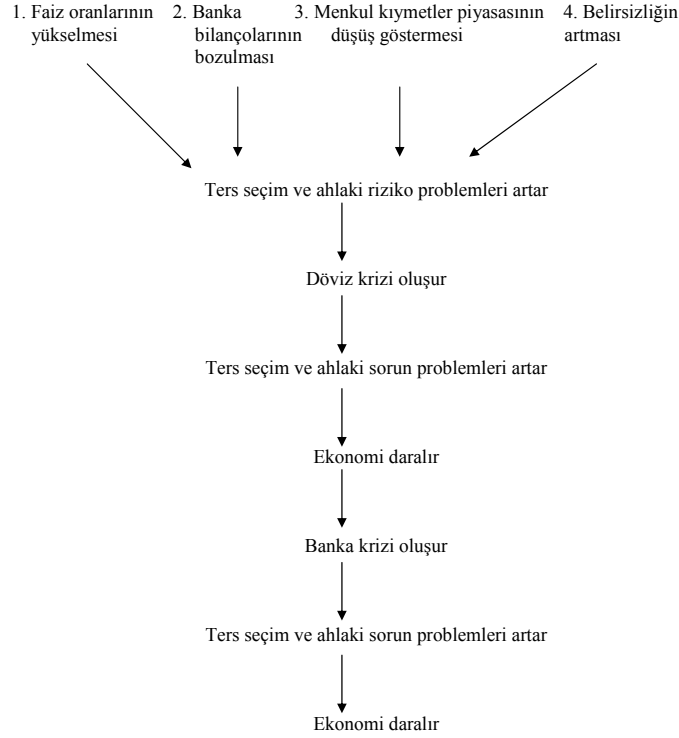
5.İkiz Krizler (Döviz ve Banka Krizleri): Yukarıda açıklanan birinci, ikinci ve üçüncü nesil modellere ek olarak, döviz ve banka krizlerinin birlikte ele alındığı çalışmalar da önem kazanmaktadır. Bu çalışmalara göre ilk olarak ödemeler dengesinde

ortaya çıkan sorunlar banka krizlerine neden olacaktır. Sözgelimi yurtdışı faiz oranlarında meydana gelen bir artış sebebiyle ortaya çıkan bir dış şok, sabit döviz kuru sisteminin sürdürülmesi durumunda, rezervlerin erimesine neden olacaktır. Bu durumda, eğer sterilizasyon yapılmazsa para stokunda ani bir düşüş meydana gelecektir ve likidite sıkıntısı nedeniyle ekonomide iflaslar başlayacaktır. Bunun sonucunda da ekonomi genelinde bir finansal krize girilmiş olunacaktır. Yine aynı şekilde ödemeler dengesinde meydana gelen bir açık sebebiyle yapılacak devalüasyon, borçlarının büyük bir kısmını döviz üzerinden gerçekleştirmiş bankaların durumunu kötüleştirerek banka iflaslarına yol açabilecektir (Kaminsky ve Reinhart, 1999, s.475).

Nedenselliğin yönü döviz krizlerinden banka krizine olabileceği gibi, ters yönde de oluşabilir. Birinci nesil modellerin (Krugman modeli) oluşumu açıklanırken para ve döviz kuru politikaları arasındaki uyumsuzluklar nedeniyle, sabit döviz kurunun sürdürülmesi durumunda, rezervlerin eriyeceğinin ve döviz sisteminin çökeceğinin bilincinde olan spekülörlerin dövizde yönelmelerine, krizin ortaya çıkacağını belirttik. Bu oluşuma banka krizlerini dahil ettiğimiz zaman, devlet, bankaların garantörü durumunda olduğu ve batan bankaların yükümlülüklerini ödeme garantisini verdiğinde, bu sorunlu bankaları kurtarmak için para arzında aşırı genişleme meydana gelecek ve banka krizleri döviz krizlerinin oluşmasına neden olabilecektir (Velasco, 1987, s.273-279).

Mishkin (1998), gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında birbirinden farklı iki kurumsal yapı bulunmasının finansal krizlerin ortaya çıkışında da farklı yayılma mekanizmalarının oluşmasına neden olacağını söylemektedir. Bilindiği gibi gelişmiş ekonomilerde enflasyon oranları düşük seviyelerde ve istikrarlıdır. Ayrıca, bu ülkeler güçlü paralara sahip olduklarından, borçlar yerli para cinsinden ve uzun vade yapılarına sahip olacak şekilde yapılmaktadır. Buna karşın gelişmekte olan ülkeler, yüksek ve değişken enflasyon oranlarına sahip olmaktadır. Dolayısıyla uzun vadeli borçlanma çok riskli olmaktadır ve bu nedenle kısa vadeli borçlanma tercih edilmektedir. Aynı zamanda yüksek ve değişken enflasyon sebebiyle yerli para ile borçlanmak riskli olduğu için, borçlanma güçlü yabancı paralarla yapılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde döviz ve banka krizlerine birlikte yol açarak ekonomi boyutunda bir finansal krize neden olabilecek dört farklı unsur bulunmaktadır (Şema 1): Faiz oranlarındaki yükselmeler, bankaların bilançolarında meydana gelen bozulmalar, menkul kıymetler piyasasında meydana gelen düşüşler, ekonomide belirsizliğin artması. Bu faktörlerden birkaçının ya da hepsinin bir arada gerçekleşmesi bütün ekonomiyi etkileyecek boyutta bir finansal krize neden olacak ve reel ekonominin daralması sonucunu yaratacaktır.

Şema 1
Gelişmekte Olan Ekonomilerde Finansal Krizin Yayılma Mekanizması



Mishkin, 1998, s.19 ve 1997, s.219' dan uyarlanmıştır.

Finansal istikrarsızlığın birinci nedeni, genelde yabancı piyasalarda yükselmeye başlayan faiz oranlarına bağlı olarak yurtiçi faiz oranlarının da yükselmeye başlamasıdır. Yükselen faiz oranları, finansal piyasalarda ters seçim ve ahlaki risk sorunlarını çoğaltacaktır ve kredi kısıtlamalarına gidilecektir. Bunun sonucunda da ekonomide finans sektörünün dışında faaliyet gösteren firmalar için nakit akımları azalacaktır (Mishkin, 1998, s.19). Ters seçim sorunu finansal işlemler gerçekleşmeden önce oluşacaktır. Buna göre sermaye piyasalarında kredi verenler, kredi almak isteyenlerin güvenilirliği hakkında tam bilgiye sahip olmadıkları için, çok yüksek faizleri kabul ederek borç almaya razı olanların vadesi geldiğinde borcunu ödememe olasılığı en yüksek olan borçlular olarak kabul edeceklerinden iyi ve kötü kredi risklerini birbirinden özenle ayırt etmeye çalışacaklardır. Fakat, bu da yine tam enfomasyona sahip olunmadan yapılacağı için, ödünç verenler ters seçim korkusuyla verebilecekleri kredi miktarını azaltacaklardır. Ahlaki risk sorunu ise, finansal işlemler gerçekleştikten sonra oluşacaktır. Krediyi alan, bu krediyi kendi şahsi istekleri için kullanabilir, fazla çalışmayı tercih etmeyerek almış olduğu krediyi batırabilir veya almış olduğu krediyi üretken olmayan projelerde kullanarak kendi şahsi gücünü ve statüsünü

yükseltmek için kullanabilir. Bu durumda, kredi verenler, amaçları dışında bir şekilde kullanılarak ahlaki risk ve dolayısıyla geri dönmeme riski taşıyan kredileri önleyebilmek için takip ve denetleme yoluna gideceklerdir. Fakat bütün bunlar kredi verenler için maliyetlerinin artmasına neden olacaktır. Dolayısıyla kredi verenlerle alanlar arasında ahlaki risk sorunundan kaynaklanan bu terslik, verilebilecek kredi miktarında bir daralma meydana getirecek ve yatırımların olması gereken düzeyden daha düşük düzeyde oluşmasına neden olacaktır (Mishkin, 1999b, s.4-5).

Bankaların geri dönmeyen krediler sebebiyle bilançolarında meydana gelen bozulmalar da krize yol açan ikinci nedendir. Ülkelerin finansal serbestleşmelerinin ardından sermaye girişlerinde artışlar meydana gelebilir ve bu da beraberinde bankaların borç verebilecekleri kredilerin hızla yükselmesine olanak sağlayabilecektir. Serbestleşmenin ardından sorunu oluşturan temel faktör artan krediler değil; artan kredilerin aşırı şekilde risk taşıyan yatırımlarda kullanılması, geri dönmeyen kredilerin çok fazla miktarlara ulaşması ve bankaların bilançolarında bozulmalara neden olmasıdır. Finansal serbestleşmenin ardından aşırı risk taşıyan yatırımlara yönelmesinin arkasında iki neden bulunabilir. Bunlar; finans sistemini düzenleyen ve denetleyen yetersiz bir altyapının olması ve finans kurumlarının yöneticilerinin risk yönetimi üzerine yeterli bilgiye/deneyime sahip olmamalarıdır. Uluslararası sermaye hareketleri de finansal istikrarsızlığa yol açabilmektedir. Bankaların kredi verebilme olanaklarını arttırılabilmek amacıyla yüksek getiriler sunmaları sonucu yabancı yatırımcıların fonlarını değerlendirmeleri açısından gelişen piyasalar cazip hale gelmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde kriz başlamadan önce büyük miktarlarda sermaye girişleri görülmektedir. Bu da yine yukarıda anlatılan süreç doğrultusunda kredilerin aşırı risk taşıyan yatırımlara yönelmesine ve batık kredilerin hızla artmasına neden olabilmektedir. Sermaye girişlerinin yanısıra ülkeden sermaye çıkışları da döviz krizine neden olabilecektir. Yabancıların sermayelerini ülkeden çekmeleri sonucunda meydana gelen sermaye çıkışları da ekonomileri devalüasyon yapmak zorunda bırakabilecektir (Mishkin, 1998, s.19; 1999a, s.710-720; 1999b, s.13-14).

Uluslararası makroekonomi literatüründe, sabit döviz kuru, sınırsız sermaye hareketliliği, ve para politikasının bağımsızlığı değişkenlerinden herhangi ikisinin kontrol edilebileceği, fakat üçünün birden kontrol edilemeyeceği kabul edilir. Sınırsız sermaye hareketliliği ve sabit döviz kuru sistemi altında, Mundell-Fleming modeli gereği, yerli faiz oranları uluslararası finans piyasaları tarafından belirlenecek ve o ülkenin parasal otoritelerinin etkisi dışında kalacaktır. Bu durumda merkez bankası geçerli olan kuru sürdürülebilmek için rezervleriyle, gerektiğinde, piyasaya müdahale etmek durumunda kalacaktır. Parasal bağımsızlık kaybedilecektir. Para politikasına tekrar bağımsızlık kazandırılmak isteniyorsa yapılması gerekenler; sabit döviz kuru sisteminin terk edilmesi veya sermaye hareketlerine kısıtlamalar getirilmesi ve böylece faiz oranlarını etkileyebilme gücünün tekrar kazanılmasıdır. Bu üçlünün aynı anda kontrol edilememesinin bir tehlikesi, finansal serbestleşmenin ekonomiyi kendi kendini besleyen atakların potansiyel hedefi haline getirmesidir.

Bir ekonominin finansal serbestleşmeye geçmeden önce, zayıf olduğu alanlardaki eksikliklerini gidermesi gerekmektedir. Bir diğer ifadeyle, finansal serbestleşmeye ekonominin bu kurumsal değişiklik için hazır olduğu zamanda geçilmesi gerekmektedir. Para politikasının bağımsız olabilmesi için esnek kur sisteminin veya esnek kur sistemine yakın bir sisteminin uyarlanmış olması gerekir. Finansal

serbestleşme; ancak, güçlü bir banka sistemi oluşturulduktan, ekonomiyi zayıflatan kaynaklar (büyük miktarlarda dış borç, yüksek işsizlik, makroekonomik dengesizlikler gibi) giderildikten sonra ve ekonomi serbest kur sistemine veya para kuruluna veya bir parasal birliğe katılma aşaması öncesinde ise gerçekleştirilmelidir. Aksi takdirde bu üç unsur aynı anda kontrol edilemediğinden, bir ekonomi her zaman için önceden tahmin edebilme olasılığı olmayan spekülasyon ataklarının etkisi altında bulunacaktır (Wyplosz, 1998, s.4-11).

Fakat gelişmekte olan ekonomiler genelde serbestleşmeye bu düzenlemeleri yerine getirmeden geçmektedirler. Çünkü serbestleşmeye geçiş hızlı, uygulaması kolay ve maliyetsiz olarak yapılabilir. Buna karşın, yapısal düzenlemelerin gerçekleştirilmesi maliyetli, ağır ve karmaşık olduğundan tercih edilmemektedir. Dolayısıyla bir çok ülke finansal serbestleşmeye geçebilmenin en çabuk ve en kolay reformlarını gerçekleştirerek serbestleşmeye geçmiştir. Serbestleşme finans sektörü için çok daha iyi bir altyapının oluşturulması ihtiyacını gerekli kılmaktadır. Aksi takdirde finans sisteminin istikrarsızlığına neden olabilecektir (Reisen, 1998, s.22).

Şema 1’de krize yol açan üçüncü faktör de menkul kıymetler piyasalarının çökmesidir. Finans sektöründe faaliyet gösteren firmaların net varlıklarının azalması ters seçim ve ahlaki risk sorunlarını çoğaltmaktadır. Bu aynı zamanda borçluların, krediyi verenlerin ödemesi pahasına risk alma eğilimlerini arttırmaktadır (Miskhin, 1998, s.20).

Krize yol açan dördüncü faktör olarak da ekonomide belirsizliğin arttığı bir ortamın bulunmasıdır. Belirsizlik ekonomide durgunluğun yaşanması, büyük firmaların veya finans kurumlarının iflas etmeleri veya politik istikrarsızlıklardan kaynaklanır. Belirsizliğin artması ekonomide enformasyon eksikliğine ve finansal piyasalarda iyi ve kötü kredi risklerinin birbirlerinden ayırt edilememesine neden olarak, ters seçim ve ahlaki risk sorunlarının artmasına yol açacaktır (Miskhin, 1999b, s.8 ; 1998, s.20).

Şema 1’de gösterildiği üzere, bankaların bilançolarında meydana gelen bozulmalar, yabancı faiz oranlarında meydana gelen yükselmeler, ekonomide çeşitli sebeplere dayalı belirsizliğin artması yüksek oranlı devalüasyon yapılmasına neden olabilmektedir. Özellikle banka bilançolarında meydana gelen bozulmalar, döviz kurunu geçerli düzeyden sürdürülmesini daha zor hale getirmektedir. Devalüasyondan kaçınmak için faiz oranlarının yükseltilmesi banka sistemini zayıflatacak ve banka bilançolarının daha da kötüleşmesine neden olacaktır. Döviz kurunun daha fazla değer kaybetmesini önlemek amacıyla faiz oranlarının yükseltilmesi durumunda, merkez bankası iki kötüden birini tercih etmek zorunda kalacaktır. Yükselen faiz oranları bankaların durumunu gittikçe kötüleştirecektir. Banka sisteminin zayıf olduğunu ve merkez bankasının döviz kurunu geçerli düzeyinden daha fazla koruyamayacağını anlayan spekülasyonörler, döviz yönü spekülasyon ataklarını daha da fazlalaştıracaklardır ve merkez bankasını devalüasyona zorlayacaklardır.

Gelişen ekonomilerin kurumsal özellikleri -borç yapısının kısa vadeli olması, borçların büyük bir oranının döviz endeksli olması ve enflasyonla mücadelede hükümetlere olan güven eksikliği gibi- ortaya çıkan döviz krizinin tüm ekonomiyi içine alacak şekilde bir finansal krize dönüşmesine neden olabilecektir. Milli paranın yabancı paralar karşısındaki değerinin ani olarak düşmesi, hem doğrudan etkileriyle hem de para otoritelerinin enflasyonu kontrol altında tutabilmedeki güvenilirliğinin zayıflaması sebebiyle, gerçekleşen ve beklenen enflasyonun dramatik şekilde yükselmesine neden

olabilecektir. Hem gerçekleşen hem de beklenen enflasyon oranlarında meydana gelen ani yükselişler nedeniyle merkez bankası milli paranın yabancı paralar karşısında değerinin daha fazla düşmesini önlemek amacıyla, faiz oranlarını aşırı şekilde yüksek seviyelere çıkarabilir. Döviz endeksli borçlanan bir çok firmanın borçları da yerli para cinsinden ani ve büyük artışlara neden olacaktır. Dolayısıyla bir çok firma açısından meydana gelen bu olumsuz baskı ters seçim ve ahlaki risk sorunlarını arttırarak ekonomide kredi hacmini ve ekonomik faaliyeti daraltacak şekilde etki yapacaktır (Şema 1). Gelişmekte olan ülkeler için devalüasyonun banka sisteminin ve firmaların bilançoları üzerine böyle olumsuz etkileri olurken, gelişmiş ülkelerde bu tür bir etkiyi görmek mümkün olmamaktadır. Çünkü, gelişmiş ekonomilerde devalüasyondan sonra enflasyonun kontrol altında tutulacağı beklenmektedir, dolayısıyla nominal faizlerde bir sıçrama beklenilmez. Aynı şekilde gelişmiş ekonomilerde borçların vade yapıları daha uzun olduğu ve kendi milli paraları cinsinden yapıldığı için yine firma bilançoları üzerine olumsuz etki yapmamaktadır. Aksine, yapılan devalüasyon, gelişmiş ülkelerin ürünlerinin rekabet gücünü dış piyasalarda arttırarak ekonomiye bir canlılık bile getirebilir.

Gelişmekte olan ülkelerde döviz kriziyle birlikte yapılan devalüasyon sonucunda ortaya çıkan bir sonraki aşama banka krizlerinin daha da kötüleşmesine neden olmaktadır. Ekonomik faaliyetlerin daralması sonucunda hane halklarının ve firmaların nakit akımlarında ve bilançolarındaki kötüleşme borçlarını ödeyemeyecekleri anlamına gelecektir ve bunların bankalara olan borçlarını ödeyemez duruma düşmeleri bankaların zararlarını büyütecektir. Yapılan devalüasyon nedeniyle kötüleşen banka bilançoları, bu zararlar nedeniyle daha da kötüleşebilir. Bankaların döviz cinsinden borçları genelde kısa vadeli olduğundan, borcun vadesi dolduğu zaman bankaların likidite sorunlarıyla karşılaşmalarına neden olacaktır. Bu kısır döngü, devletin garantörlük sisteminin yetersiz olması durumunda bankacılık sisteminin çökmesine neden olacaktır. Bu durumda bir yandan kapanan bankalar öte yandan, faaliyetlerini sürdürseler bile sermaye tabanları zayıflayan bankalar nedeniyle, sistemin kredi verebilme kabiliyeti büyük ölçüde azalır. Ortaya çıkan banka krizleri banka kredilerini azalttığı için bankalar geleneksel finansal aracı olma işlevlerini yerine getiremediklerinden finansal piyasalarda ters seçim ve ahlaki risk sorunları çoğalır. Eğer panik ortaya çıkarsa mevduat sahipleri kayıplarını sınırlamak için mevduatlarını banka sisteminden çekerler. Mevduatlarda meydana gelen azalmalar para çarpanı mekanizmasıyla ekonomideki para arzının azalmasına neden olur ki bu da faiz oranlarının daha da yükselmesi anlamına gelecektir. Dolayısıyla döviz kriziyle başlayan ve banka kriziyle birlikte ekonominin tamamını kapsayacak boyuta oluşan finansal kriz, ekonomik faaliyetlerin çok ciddi boyutlarda daralmasına neden olur (Mishkin, 1998, s. 20-23).

6.Sonuç: Krugman tipi birinci nesil spekülasyon atak modelleri döviz krizinin oluşumunu son derece mekanik ve basit bir çerçevede açıklamaktadır. Buna göre kriz, sürekli izlenen tutarsız politikalar sonucunda oluşacaktır. Şöyle ki, izlenen döviz kuru politikası ile tutarsız makroekonomik politikalar sonucunda döviz kuru üzerine oluşan baskı, merkez bankasının piyasaya müdahaleleriyle önlenilmeye çalışılacaktır. Bunun sonucunda merkez bankasının rezervleri zamanla eriyecektir. Bu durumda döviz kurunun geçerli düzeyinden daha fazla sürdürülemeyeceğini anlayan spekülasyonlar dövizde yöneleceklerdir. Merkez bankasının döviz rezervleri henüz bitmeden oluşacak bu

atak sonucunda ekonomi otoriteleri devalüasyon yapmak zorunda kalacaklar veya döviz kuru sistemini değiştirerek kuru serbest dalgalanmaya bırakacaklardır.

1992-93 Avrupa Para Sistemi ve 1994 Meksika krizlerinin birinci nesil modeller tarafından açıklanamaması, ikinci nesil spekülâtif atak modellerinin veya bir diğer adlandırmayla kendi kendini besleyen kriz modellerinin geliştirilmesine ortam hazırlamıştır. Birinci nesil modeller tek denge durumunu değerlendirmektedir; bu tek denge durumu da sürekli bozulan makroekonomik göstergelerin krize neden olması durumudur. İkinci nesil modeller ise çoklu denge yani birden fazla denge durumunu esas almaktadır. İkinci nesil modeller temel makroekonomik büyüklükleri, i) spekülâtif atakları başlatamayacak nitelikte olması, ii) bu büyüklüklerin spekülâtif atakları kaçınılmaz yapacak şekilde zayıf olması ve iii) döviz krizlerinin ortaya çıkabilmesi için temel makroekonomik göstergelerin belirli bir aralıkta olduğu *ara durum* yani temel makroekonomik göstergelere bakılarak döviz krizinin ortaya çıkabileceği gibi, çıkmasını da gerektirmeyecek bir durumun olması, şeklinde üç durumda incelemektedir. İkinci nesil modeller, bu *ara durum* üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bu aralık (*ara durum*) aşıldığında ekonomide çoklu denge durumu başlayacak ve spekülâtif atakların oluşmasına zemin hazırlanmış olacaktır. Bütün bu makroekonomik büyüklüklerden bağımsız olarak da bir ülke döviz krizlerine maruz kalabilecektir. Ekonomik göstergeler kriz işareti vermeseler bile *bulaşıcılık* etkisiyle döviz krizi ortaya çıkabilecektir.

Bu aşamadan sonra hükümetler döviz kuru sistemini terk etmekle, faiz oranlarını yükselterek sistem içerisinde kalmanın maliyetini karşılayacaklardır. Çünkü piyasadaki devalüasyon beklentilerini kırabilecek bir nominal faiz oranı her zaman için vardır. Nominal faiz oranlarının yükseltilmesi ekonomiye bir maliyet getirmiyorsa döviz kuru sistemi terk edilmeyecektir ve döviz krizi oluşmayacaktır. Fakat, geçerli döviz kuru sistemini sürdürmek için faiz oranlarının yükseltilmesi ekonomiye maliyet oluşturuyorsa, döviz sisteminin terk edilmesi daha kazançlı olacağından hükümetler devalüasyonu tercih edeceklerdir. Bu durumda spekülâtorlerin davranışları önem kazanacaktır. Hükümetlerin döviz kuru sistemini terk edeceğini veya devalüasyon yapacağını hisseden veya en azından kuşkulanan spekülâtorlerin dövize spekülâtif ataklara başlamaları döviz krizini oluşturacaktır.

Birinci ve ikinci nesil kriz modellerinin Uzak Doğu Asya ülkelerinde 1997-1998 yıllarında yaşanan krizi öngörme ve açıklama kapasitesindeki problemler üçüncü nesil kriz modellerinin çıkmasına neden olmuştur. Krugman (1998a,b ; 1999) tarafından öncülüğü yapılan üçüncü nesil modellerde finansal kesim ve özel sektör firmalarının ilişkileri ile zayıflıklarının spekülâtif atakları tetiklemesine vurgu yapılmakta ve bu kapsamda para politikasının rolüne özel olarak dikkat çekilmektedir. Bu modeller varsayımlarında büyük ölçüde farklılaşabilmekle birlikte, finansal krizlerin “Ahlaki Risk”ten kaynaklandığına ilişkin yaygın bir birliktelik sergilemektedirler. Üçüncü nesil kriz modellerinde iki temel faktörün altı çizilmiştir: Transfer problemi ve bilanço problemi. Bu iki faktör bir araya getirildiğinde, ikinci-nesil modellerde örneklenen çoklu-denge modelinde olduğu gibi, yatırımcı güvensizliğini doğrulayan bir sonuç ortaya çıkmaktadır. İlk basamak olarak güven kaybı sermaye akımlarının yön değiştirmesine neden olur. İkinci basamakta ülke para birimi cari dengede gereken değişimi sağlayacak şekilde büyük reel değer kaybına uğrar. Bu reel değer kaybı yatırımcı beklentilerini doğrulayacak şekilde bilançolarda topyekün bir bozulmayı beraberinde getirir.

Son zamanlarda finansal serbestleşme olgusu ile birlikte kriz literatürüne *ikiz krizler* olarak adlandırılan, banka ve döviz krizlerini birbirlerini takip eden süreçler olarak inceleyen yaklaşımlar geliştirilmiştir. İkiz kriz literatürüne göre banka krizlerinin ortaya çıkması döviz krizlerine neden olabileceği gibi, döviz krizleri de banka krizlerinin oluşmasına yol açabilecektir. Döviz ve banka krizlerinin birlikte oluşması sonucunda ekonominin tamamını kapsayacak boyutta oluşan finansal kriz, ekonomik faaliyetlerin çok ciddi boyutlarda daralmasına neden olmaktadır. Bu türden krizlerin oluşum süreçlerinin gelişmekte olan ülkelerde daha sık ve daha derin bir şekilde yaşanmasında ise sözkonusu ülkelerin yapısal bazı özellikleri ile (finansal sistemin zayıflığı, zayıf para birimleri, borçlanmaların vade yapısındaki çarpıklıklar gibi) erken dönem finansal serbestleştirme politikalarının etkili olduğu görülmektedir.

Kaynaklar:

- Agénor,P.R.,Bhandari,J.S. ve Flood,P.R.,(1992), “Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crises”, IMF Staff Papers, No:2, 39,s.357-394.
- Agénor,R.P., (2004), The Economics of Adjustment and Growth, Harvard University Press.
- Bensaid,B. ve Jeanne,O.,(1997), “The Instability of Fixed Exchange Rate Systems When Raising the Nominal Interest Rate is Costly”, European Economic Review,No:41,s.1461-78.
- Calvo,A.G.,(1996), “Varieties of Capital-Market Crises”, Maryland Üniversitesi, İnternet Servisi Sayfası, (www.umd.edu). (Erişim Tarihi: 20.11.2004).
- Drazen, A. ve Masson, P.R.,(1994), “Credibility of Policies Versus Credibility of Policymakers”, The Quarterly Journal of Economics,s.735-754.
- Edwards,S.,(1989), Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment, The MIT Press.
- Eichengreen,B.,Rose, K.A. ve Wyplosz, C.,(1995), “Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks”, Economic Policy, No:21,s.249-312.
- Erkekoğlu, H. ve Bilgili, E. (2005), “Parasal Krizlerin Tahmin Edilmesi: Teori ve Uygulama”, Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Sayı: 24, Ocak – Haziran, s.15-36.
- Esquivel,G. ve Larrain,B.F.,(1998), “Explaining Currency Crises”,Harvard Üniversitesi İnternet Servisi Sayfası (www. hiiid.harvard.edu). (Erişim Tarihi: 22.11.2004).
- Flood, P.R. ve Garber, M.P.,(1984), “Collapsing Exchange-Rate Regimes”, Journal of International Economics,No:17,s.1-13.
- Flood, P.R. ve Marion, N.P.,(1998), “Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature”, IMF Working Paper,No:130.
- Flood, P.R.,Garber,P.M. ve Kramer,C.,(1996), “Collapsing Exchange Rate Regimes: Another Linear Example”, Journal of International Economics,No:41,s.223-234.
- Fratzscher, M.,(1999), “Why Are Currency Crisis Contagious”, Weltwirtschaftliches Archiv, No: 134.4,s.664-691.
- Hacıhasanoğlu, B. (2005), Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye için Önemi, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB, Ankara.
- Jeanne,O.,(1997), “Are Currency Crises Self-Fulfilling? A Test”, Journal of International Economics, No:43, s.263-286.

- Kaminsky,G., Reinhart,M.C.,(1999),“The Twin Crises:The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems”, American Economic Review, No:3, 49,s.473-500.
- Kenen,P.B.,(1996), “Analyzing and Managing Exchange-Rate Crises”, Open Economies Review,No:7,s.469-492.
- Krugman, P.,(1979), “A Model of Balance of Payments Crises”, Journal of Money, Credit and Banking, 11, s. 311-325.
- Krugman, P., (1992), Currencies and Crises, MIT press, Cambridge.
- Krugman, P.ve Obstfeld, M, (1997), International Economics, Addison Wesley.
- Krugman, P., (1997), Currency Crises, MIT İnternet Servisi Sayfası, (www.mit.edu). (Erişim Tarihi: 22.10.2003).
- Krugman, P. (1998a): Currency Crises, <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>. (Erişim Tarihi: 12.10.2002).
- Krugman, P. (1998b): What Happened to Asia?, January 1998, <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>. (Erişim Tarihi: 21.11.2005).
- Krugman P. (1999) Balance Sheets Effects, the Transfer Problem and Financial crises, Isard, P., Razin, A. and A.K. Rose (Eds.), International Finance and Financial Crises: Essays in Honour of Robert P. Flood, Jr. İçinde, Kluwer Academic Publishers, Boston, 31-44.
- Mishkin,S.F.,(1998), “International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability”, NBER Working Paper Series, No:6390.
- Mishkin,S.F.,(1999a), “Lessons from the Asian Crises”, Journal of International Money Finance, 18,s.709-723.
- Mishkin,S.F.,(1999b), “Global Financial Instability: Framework, Events, Issues”, Journal of Economic Perspectives,No:4.13,s.3-20.
- Obstfeld,M.,(1986), “Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises”, The American Economic Review,no:1.76,s.72-81.
- Obstfeld,M.,(1994), “The Logic of Currency Crises,” NBER Working Paper No.4640.
- Obstfeld,M.,(1996), “Models of Currency Crises with self-fulfilling Features”, European Economic Review,No:40,s.1037-1047.
- Özkan F.G. ve Sutherland A.,(1994), A model of the ERM Crises, CEPR Disc.Paper, No:897.
- Özkan F.G. ve Sutherland A.,(1995), “Policy Measures to Avoid a Currency Crises”, Economic Journal, 105, s.510-519.
- Reisen,H.,(1998), “Domestic Causes of Currency Crises: Policy Lessons For Crisis Avoidance”, OECD Development Centre, Technical Papers, No:136.
- Sachs, D.J. ve Larrain, F., (1993), Macroeconomics in the Global Economy, Harvester-Wheatsheaf.
- Sachs, D.J. ve Radelet, R. (1998), “The Onset of The Asian Financial Crises”, Mimeo, Harvard Institute for International Development, Cambridge, Massachusetts.
- Velasco,A.,(1987), “Financial Crises and Balance of Payments Crises”, Journal of Development Economics”, No:27,s.263-283.
- Wyplosz, C., (1998), “Globalized Financial Markets and Financial Crises”, Graduate, Institute of International Studies, Geneva, and CPER, London.
- Yılmaz, Ö., Kızıltan, A. ve Kaya, V., (2005), “İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri”, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 24, Ocak – Haziran, s.77-96.

