ResearchGate

See discussions, stats, and author profiles for this publication at: https://www.researchgate.net/publication/272688929

PARASAL KRİZ TEORİLERİ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER

Article · January 2006

CITATIONS
4

READS
1,922

1 author:



Mehmet Şişman
Marmara University
41 PUBLICATIONS **13** CITATIONS

SEE PROFILE

Some of the authors of this publication are also working on these related projects:

PARA-BANKA VE FİNANS View project

finance View project

All content following this page was uploaded by Mehmet Şişman on 02 March 2015.

The user has requested enhancement of the downloaded file.

Marmara Üniversitesi
İ.İ.B.F. Dergisi
YIL 2006, CİLT XXI, SAYI 1

PARASAL KRİZ TEORİLERİ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER

Doç.Dr.Mehmet ŞİŞMAN*

Parasal krizler; banka, döviz-para (currency) ve borsa gibi farklı biçimlerin bir tanesi veya hepsinde birden ortaya çıkan bunalım olgularını anlatmak için kullanılmaktadır. Bir ülkede çıkan bir para krizi, ticari ve parasal küreselleşmenin etkileriyle çabucak başka ülke veya ülkelere yayılmaktadır. Özellikle 1990 sonrası Dünya ekonomisinde parasal krizlerle karşılaşmamış gelişmekte olan ülke kalmadı, denilebilir. Bu olgunun tarihsel nedenleri bir yana, iktisat teorisindeki etkileri ve 2000'lerde yine tehdit unsuru oluşu bu makalenin konusunu oluşturmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerdeki parasal krizlere karşı uygulanan sıkı para ve maliye politikalarının enflasyon oranlarında görece düşüşe neden olduğu, ancak büyüme hızlarının işsizlik düzeylerini aşağıya çekemediği anlaşılmaktadır. Çalışmada kısa vadeli spekülatif sermaye akımlarını çeşitli yönleriyle açıklamada etkili olduğu gözlenen parasal kriz teorilerinin, gelişmekte olan ülkelerin orta ve uzun vadeli sermaye birikimi sorununu ele almadıkları gözlenmiştir.

A. Parasal krizlerin arka planı

Dünya Ekonomisi 1970'li yıllardan itibaren üretimdeki genişlemenin uluslararası likiditedeki genişlemeye eşlik ettiği yeni bir evreye girdi. Ardından 1980'li yıllarda hızlanan bir ikinci küreselleşme dalgasıyla gelişmekte olan ülkeler için 'yeni açılımlar' getirecek uygulamalar gündeme geldi. Bu uygulamalar ABD'deki finans kapital üçlüsü olarak bilinen Ulus ötesi şirketler (TNCs), ABD hazinesi ve Wall Street kuruluşlarının 'Washington Consensus' yani Washington uzlaşmasının sonuçlarıdır. Bu uzlaşmanın uygulayıcıları IMF, Dünya Bankası (World Bank) ve Dünya Ticaret Örgütü (WTO)'dür. Daha önce yirminci yüzyılın başında finans merkezi olarak önemli deneyimleri olan Londra (The City), özellikle 11 Eylül 2001 sonrası artan bir biçimde bu yeni anlayışın merkezlerinden bir diğeri olmuştur. Yeni ekonomik anlayış öncelikle dünya çapında faiz haddi ve döviz kuru gibi hem parasal kesimin hem de üretken kesimin iki temel fiyatını kamunun denetimi dışına çıkarmayı hedeflemiştir (Kazgan, 2005, s.130). Bu çerçevede döviz kuru ve faiz oranındaki değişen politikaların uygulamadaki farklılıkları ve sonuçları aşağıda sunulacaktır. Öte yandan makroekonomik istikrar politikaları adı altında önerilen sıkı para ve maliye politikaları ile bu değişiklikler desteklendi. Neo klasik iktisat

[1] * Marmara Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü, İktisadi Gelişme ve Uluslararası İktisat Anabilim Dalı Öğretim üyesi

politikaları para politikalarını Merkez Bankalarının 'görece' özerkliği kuralıyla hem para arzını denetleyerek enflasyonun düşürülmesi, hem de döviz kuru ve faiz oranı politikalarını sermaye hareketlerindeki artışı teşvik edecek bir biçimde kurgulamayı öneren bir biçimde gündeme getirdi. Maliye politikaları da; dolaylı vergilerin dolaysız vergilere göre daha fazla artırılması ve harcamaların kısılması, kamunun bütçe açıklarını kısması ve özelleştirmelerin hızlandırmasını yani daha önceki döneme özgü Keynesyen mekanizmanın yerine denk bütçe politikalarının gündeme getirilmesini içermektedir.

Bu olgunun tarihsel olarak birkaç nedene dayandığını biliyoruz. Birincisi, kapitalizmin altın çağında (1945-1970) yüksek birikim temposunun yarattığı aşırı üretim ya da kar oranlarının düşme eğilimidir. Bu üretken alanda petrol krizleriyle daha da şiddetlenerek kendini stagflasyon olarak gösteren ve daha önce rastlanmayan işsizlik (durgunluk eğilimiyle) ve enflasyonun bir arada görüldüğü kriz olgusunu işaret etmektedir. İkincisi, anılan dönemde sermaye-emek çelişkisini artıran Fordist üretim tarzını yarattığı kar sıkışması olarak bilinmektedir. Bu olgu da teknolojik dönüşümlerle ancak 1990'lı yıllarda geçici olarak aşılabilmiştir. Üçüncüsü, 1970'li yıllarda artan bir biçimde uluslararası rekabetteki artış eğilimidir. Zira Avrupa'da Almanya ve Pasifik'ten Japonya verimlilik oranlarında ABD'yi geçmiş, Dünya işbölümü çetin rekabet ilişkilerine konu olmaktadır. Son olarak dördüncü neden de, yaklaşık 25 yıldan bu yana gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı kırılganlıkla bağlantılı olarak, dünya finansal sisteminin serbestleştirilmesi sonucu finans sermayesi ve "spekülatif birikim tercihlerinin sanayi yatırımlarının önüne geçmesi"dir (Yeldan, 2003, s.442). Bu yapı; sigorta primleri ve emeklilik fonları gibi kaynaklardan aldığı gelir akımlarını dev varlık fonlarında sürekli birikim havuzu oluşturmaktadır. Gelişmiş ülkelerdeki sigorta şirketlerinin varlıkları yaklaşık 14 trilyon dolar, emeklilik fonları yaklaşık 13 trilyon dolardır. Bu fonların sanayiden koptuğunu anlamak ve karşılaştırmak amacıyla, tüm Dünya Bankacılık ödünçlerinin 1 trilyon doların altında olduğunu belirmek gerekmektedir (Wade, 2006, s.117).

B. Parasal Kriz Teorileri ve para krizleri

Parasal krizler; döviz krizi, bankacılık krizi ve dış borç krizi biçiminde farklı biçimlerde gündeme gelmektedir. Döviz krizi, bir ulusal paraya güvenin kaybolması nedeniyle kısa vadeli spekülatif fonların hızlı ve çok miktarda ülkeyi terk etmeye başlamasıyla oluşur. Merkez bankasının mevcut döviz rezervlerini kullanarak destekleme çabalarına karşın mevcut kurun sürdürülemeyerek ulusal paranın değersizleştirilmesi (devalüe edilmesi) söz konusu olmaktadır. Eğer döviz kuru tam dalgalı olarak belirleniyorsa döviz kurundaki değersizleşme döviz piyasasındaki arz ve talep eğilimleri tarafından belirlenir. Bankacılık krizi ise bir ülkede parasal güvenin kaybolması nedeniyle tasarruf sahiplerinin mevduatlarını geri çekmek istemeleri sonucu ortaya çıkmaktadır. Bankaların bu talepleri yerine getirememeleri ile parasal panik krize yol açmaktadır. Dış borç krizi daha önce borçlarını ödeyen bir ülkenin, döviz ve ödeme sorunları nedeniyle bu borçların anapara ve faizlerini ödeyemeyeceğini açıklaması (default) durumudur. Dış borç krizi ağırlıklı olarak resmi dış borçların ödenememesi durumunda ortaya çıkmaktadır.

Bu çalışmada gelişmekte olan ülkelerde özellikle 1990'lı yıllardan itibaren etkisini artarak gösteren parasal krizleri açıklama amacıyla ortaya konan parasal kriz

teorileri ele alınacak, bu teorilerin gelişmekte olan ülkelerdeki parasal krizleri açıklama biçimleri tartışılacaktır. Aslında bankacılık ve döviz krizleri hem uygulamada hem de literatürde iç içe geçmektedir. Bankacılık krizi ile ilgili teorileri analiz ederken, döviz krizinin bankacılık krizine de yol açtığı öne sürülmekle birlikte, bunun tersini de savunan iktisatçılar da mevcuttur. Mishkin döviz krizinin bankacılık krizine yol açacağı savındadır.

Gelişmekte olan ülkelerdeki bankaların yabancı para cinsinden borç verebilir fon toplamasıyla tehlikenin başladığını vurgulayan Mishkin; ulusal paranın devalüasyon ya da değersizleşme (ya da ülkeden sermaye çıkışı) nedeniyle beklenmedik bir biçimde değer kaybına uğramasının döviz krizine neden olduğunu, bu olgunun da iki önemli sonucu olduğunu belirtmektedir. Mishkin'e göre, döviz borcu olan bankaların borç yüklerinin artması ve bunun yol açtığı banka sermayesindeki değer kaybı sorunları nedeniyle bankacılık krizi ortaya çıkmaktadır. Ayrıca bankaların değeri düşmüş olan sermayelerini eski düzeyine çıkarma çabalarının kredi hacminde çok fazla düşüşe yol açarak bankaları sıkıntıya sokacağı kaçınılmaz (Mishkin, 2006 ss.23-24). Kaminsky ise, bankacılık krizinin döviz krizinden önce meydana geldiğini, daha sonra meydana gelen döviz krizinin mevcut bankacılık krizini daha da derinleştirdiğini savunmaktadır (Kaminsky ve Reinhart, 1998). Bütün bu olgular Gelişmekte Olan Ülkelerin (GOÜ) dışardan sermaye çekme biçimlerine göre değişmektedir. Literatürde Latin Amerika'daki bazı ülkelerin 1970'lerde yaşadıkları 'dış borç' krizlerini açıklayan teori, Krugman'ın Birinci Nesil Döviz Krizi Teorisidir. Daha sonra Avrupa Para Sistemi Krizini açıklayan Obstfeld'in İkinci Nesil Döviz Krizi Teorisi ortaya konmuştur. 1997 yılında Doğu Asya'da ortaya çıkan döviz krizlerinden sonra parasal kriz teorisi tartışmaları hızlanmış, yeni teori ve analizler ortaya konmuştur. Bundan sonraki alt başlıkta Birinci Nesil ve İkinci Nesil Döviz Krizi Teorileri, Krugman'ın (üçüncü nesil) Ahlaki Risk Modeli, Sachs'ın Bankacılık Krizi Modeli, Parasal Serbestleşme ve Şişme-Patlama Devresi Modeli ve son olarak Parasal Krizin Yayılma Etkisi Teorisi ile ilgili çeşitli Modeller ele alınacaktır.

B.1. Birinci Nesil Döviz Krizi Teorisi

1970'li yıllardan itibaren Latin Amerika'da dış borç krizleri olarak ortaya çıkan iktisadi krizleri açıklamak amacıyla Krugman (Krugman, 1979) tarafından ortaya atılan ve Flood ve Garber (Flood ve Garber, 1984) tarafından geliştirilen teorik açılım Birinci Nesil Döviz Krizi Teorisidir. Teori para stokundaki artış yoluyla kamu açığının kapatılması sürecinde sabit kur sisteminin uygulamasının döviz krizine yol açtığı savındadır. Kamu açığını para arzını artırarak karşılamak isteyen dönemin Latin Amerika hükümetlerinin iktisat politikaları arasındaki çelişkiler döviz krizini getirmektedir. Birinci Nesil Döviz Krizi teorisine göre; para arzındaki artış, eğer merkez bankasının hedeflenen kur seviyesini tutturmak amacıyla döviz satışı ile birlikte resmi rezervlerin erimesine neden olursa, dövize olan aşırı talep spekülatif etkilerle döviz krizine yol açmaktadır.

Bununla birlikte Birinci Nesil Döviz Krizi analizi hükümetin ekonomik politikalarını döviz krizine müdahale açısından aşırı ölçüde sınırlı kabul eder. Çünkü hükümetler kuru belli bir düzeyde tutmak için merkez bankasının döviz piyasasına müdahalesi dışında araçlara sahiptir. Özellikle faiz oranları gibi para arzı araçlarını kullanarak veya kambiyo denetimi yoluyla hükümetler daraltıcı para politikası önlemleri alarak da döviz kurunu korumaya, belli bir düzeyde tutmaya çalışabilir. Model para politikalarındaki almaşıkları ve takviye maliye ve döviz kuru politikalarını dikkate

almamaktadır. Öte yandan modelin ele almadığı fakat günümüzde gelişmekte olan ülkelerde geniş ölçüde uygulama alanı bulan daraltıcı (sıkı) para ve maliye politikaları enflasyonu düşürmesi, işsizliği artırması ve büyümeyi belirsiz hale getirmesi açısından GOÜ'lerde sorgulanmaktadır.

B.2. İkinci Nesil Döviz Krizi Teorisi

Obstfeld tarafından ortaya konan İkinci Nesil Döviz Krizi Teorisi, 1992 yılında ortaya çıkan Avrupa Para Krizi'ni betimleyen bir modeldir (Obstfeld, 1994). Teori gelişmiş ülkelerin döviz krizlerine odaklandığı için uluslararası likidite sorununu döviz krizinin nedeni olarak görmemektedir. Hükümetlerin iktisat politikalarındaki seçeneklerin beklentilerle çelişmesi durumunda döviz spekülasyonuna ve döviz krizine yol açtığı öne sürülmektedir.

İkinci Nesil Döviz Krizi Teorisi'nde devalüasyon, hükümetlerin istihdam ve fiyat istikrarı gibi birbiriyle çelişebilecek ekonomik hedefleri gerçekleştirmede 'ekonomik maliyeti düşürmeye' yarayan bir seçeneği olarak görülmektedir. İşsizlik hedeflenenden fazla arttığında hükümet, işsizlik oranındaki aşırı artışa karşı sabit kur sistemini terk edip ekonomiyi canlandırma yönünde politikalar uygulayabilir. Şayet kur istikrarı yabancı yatırımcılar için bir güvenlik unsuru olarak görülüyorsa, dış ticaret ve yatırımların artması amacıyla hükümet sabit kur sistemini sürdürebilir. Sabit kur sistemini sürdürmenin maliyeti bunu terk etmenin maliyetinden daha büyük olursa, hükümet ekonomide dövize spekülatif atak olmasa bile sabit kur sistemini terk edip devalüasyon yapabilir. Bu aşamada modele göre, beklentiler bu politikalarla ne kadar uyumlu ona bakmak gerekir. Örneğin, beklentiler hükümetin sabit kur sistemini terk edeceği yönündeyse, döviz kurunun savunma maliyeti artar. Yatırımcıların rasyonel davrandıklarını varsayarsak, devalüasyon öncesi ulusal paralarını satmaya kalkacaklardır. Modele göre beklentilerin iktisat politikalarıyla çelişmesi nedeniyle, temel ekonomik değişkenler devalüasyon gerektiren düzeye varmadan spekülatif atak nedeniyle sabit kur sistemi yıkılıp döviz krizi ortaya çıkacaktır. Temel ekonomik koşullara sahip olan ve kuru istikrarlı tutabilen ülkede bile, kur savunma maliyetini büyük bir ölçüde artıran spekülatif atak nedeniyle kur istikrarsızlığı ortaya çıkabilmektedir. Sonuç olarak, devalüasyonu öngören (beklenti) ya da kendi kendini besleyen spekülatif atağın (self-fulfilling expectations) kendisi devalüasyonun en önemli nedeni olmaktadır.

B.3.Üçüncü Nesil Para Krizi Teorisi: Krugman'ın Ahlaki Risk (Moral Hazard) Modeli

1997'de Tayland'dan başlayarak Doğu Asya'daki pek çok ülkeyi etkisi altına alan Doğu Asya Krizi, Birinci ve İkinci Nesil Para krizi Modellerinin ileri sürdüğü argümanları geçersiz kılan gelişmelere yol açmıştır. Krugman Doğu Asya Krizinin Birinci ve İkinci Nesil Döviz Krizi Modelleri'yle açıklanamayacağı savındadır. Krugman'a göre parasal krizlerin nedeni hükümetlerin dış borcun geri ödenmesinde garantide bulunmasının yarattığı Ahlaki Risk'tir (Krugman, 1998). Parasal yatırım yapılırken en önemli olan

unsurlar beklenen kâr ve risk değerlendirmesidir. Krugman'a göre Doğu Asya'daki finans kuruluşları üretken kesimdeki şirketlere kredi verirken hükümetlerin geri ödeme garantisi nedeniyle, eksik değerlendirme yapmışlar ve yanlış krediler vermişlerdir. Aynı zamanda Türkiye'de 1994 ve 2001'de meydana gelen para krizleri öncesi de bu garantilerin verildiği ve dışardan borçlananların benzer davranışlar sergilediği bilinmektedir. Söz konusu firmalar aşırı riske girmişler, risk değerlendirmesini tam yapamamışlardır. Bu nedenle sadece beklenen kârı yüksek olan alanlarda yatırım yapma eğiliminde bulunmuşlardır. Yanlış kredi dağılımı nedeniyle gelecekteki riskler öngörülemediğinden, reel varlık fiyatları temel ekonomik değişkenlerin kabul edemeyeceği kadar fazla yükselmiş (bubble, köpük), aşırı yatırım ve aynı alanda yatırımın tekrarlanması nedeniyle yatırım oransızlıklarına yol açtığı gözlenmiştir. Bununla beraber üçüncü nesil para krizi teorisi de denen bu analizde, belirli alanlardaki yatırım patlaması (emlak piyasası gibi) parasal kuruluşlara verilen hükümetin geri ödeme garantisinin geçerli olduğu sürece sürdürülebileceği, söz konusu garantinin geçerliliğini kaybetmesinin de reel varlığın fiyatını düşürüp parasal krize yol açtığı anlaşılmaktadır.

Krugman'a göre reel varlık ve tahvil fiyatlarındaki keskin düşüş (bust) bankaların varlıklarında da keskin düşüşlere yol açmaktadır. Likidite dengeleri alt üst olan bankaların sayısı arttıkça, Merkez Bankasının bu sorunu para arzını artırarak çözeceği beklentisi yaygınlaşmaya başlarsa, ulusal paranın değer kaybetmesi beklenir. Bu durumda reel varlık ve tahvil fiyatlarında meydana gelecek düşüş nedeniyle, yabancı yatırımcıların kısa vadeli fonlarını geri çekebileceği ve hızlı ve büyük oranda sermaye çıkışının gerçekleşeceği bilinmektedir. Likiditeyi daha da sorunlu yapan, kısa vadeli sermaye çıkışları aynı zamanda döviz kurunun değersizleşeceğini gösteren en önemli işarettir. Son olarak, devalüasyonun yapılacağı yönündeki beklentiler veya piyasadaki döviz talebinin yarattığı döviz spekülasyonları döviz krizini tetikleyen unsurlar olarak ortaya çıkmaktadır.

B.4. Sachs'ın Bankacılık Krizi Modeli

Doğu Asya krizinin Krugman'dan farklı olarak bir döviz krizi değil de bankacılıktan kaynaklanan sorunların bir uzantısı olduğunu savunan Sachs Asya Döviz Krizi'nin nedenini bankacılık krizi Modeliyle açıklamaya çalışır (Radelet, S. ve Sachs J.D., 1998). Bankacılık krizi genel olarak parasal kuruluşların, ödünç aldıkları kısa vadeli fonu uzun vadeli kredi olarak verme eğiliminin getirdiği bir sonuçtur. Parasal kuruluşlar topladıkları fonların önemli bir kısmını likiditesi oldukça düşük veya likit olmayan uzun vadeli yatırımlarına yönlendirdiğinde, yasalar çerçevesinde bulundurmak zorunda kaldıkları munzam karşılıklar da yetersiz kalabilmektedir. Zira kısa vadeli sermaye hareketlerini yönlendiren yatırımcılar mali panik güdüsüyle davranarak, uzun vadeye yayılan beklentileri paylaşmayabilir. Sonuç olarak, uluslararası likiditedeki dalgalanmalara bağlı olarak gelişen bir dış şok bütün mevduat sahiplerinin başkalarından önce para çekmeye girişmelerine neden olabilecek mali panik atakları getirebilir. Parasal göstergeleri en sağlam kuruluşlar bile bu olgu karşısında çökme konumuna girebilir. Sachs (Sachs Jeffrey D, 1995) bankacılık krizi teorisini dışa açık ekonomiye uygulayıp, 1997'deki Güney Doğu Asya Döviz Krizi'ni çözümlemeye çalışır. Bu teori aynı zamanda Türkiye'nin 2000 Bankacılık krizine uygulanabilir. Bu teoriye göre bu bölgeye aşırı bir ölçüde yatırım yapanların mevcut fonlarını aniden piyasadan çekmeleri döviz krizini derinleştirmiş oldu. Başka bir deyişle

uluslararası yatırımcıların aniden büyük bir ölçüde fonlarını geri çekmeleri parasal krize yol açmıştır. Örneğin bir söylentiye göre Alman devlet bankasının 2000 başında Türkiye'ye verdiği 6 milyar krediyi, siyasi bir kararla aniden çekince, finans kesimi zaten kırılgan olan Türkiye'de bankacılık krizi patladı ve 2001 sonrası 22 banka çöktü (Kazgan, 2005, 199). Sachs Doğu Asya Krizi'ndeki esas unsurun dışsal olduğu kanısından hareketle uluslararası yatırımcıların bu krizden sorumlu olduklarını öne sürer. Farklı ülkelerdeki risk primini kullanarak uluslararası yatırımları reel faizlerin yüksek olduğu yerlere yönlendiren yatırımcıların risk artışı beklentisiyle bu fonları tekrar çekmesinin, Krugman'ın ortaya koyduğu ahlaki riskin esas belirleyicisi olduğunu belirten Sachs'a göre, çözüm uluslararası likiditenin kendisindedir. Sachs'a göre, uluslararası likidite sorununun çözülmesi parasal kriz çözümü için de başlangıç noktasıdır, ancak 'sanayi zayıflığı' ve 'parasal zayıflık' gibi iç yapıyla ilgili sorunları aniden çözmeye girişmek krizi çözmediği gibi daha da derinleştirebilir.

B.5. Parasal Serbestleşme ve Şişme-Patlama Devresi (Boom-Bust Cycle) Modeli

1997 Doğu Asya Krizini çözümlemek amacıyla ortaya konan teorilerden bir diğeri Parasal Serbestleşme ve onun sonucunda oluşan şişme- patlama devresi modelidir. Allen ve Gale (Allen F. ve Gale D., 1999) Endonezya, Malezya ve Tayland'da yaşanan krizlerin nedenlerini sadece yolsuzluk, bankacılık sistemindeki denetim zayıflığı gibi unsurlara bağlayanlara karşı çıkmaktadırlar. Ayrıca, Güney Kore krizinde de Çebol (Chaebol) adı verilen dev aile şirketlerinin endüstride hakim olmasını krizin ana unsuru olarak görenleri eleştirmektedirler. Allen ve Gale bu tür unsurların söz konusu ekonomilerin yaşadıkları yıllarca başarı döneminde de varolduğunu belirterek, krizlerin asıl nedenini piyasa sisteminin iyi çalışmamasına bağlamaktadırlar.

Meksika, Japonya, Norveç, İsveç gibi ülkelerin de parasal kriz geçirdiklerinden hareketle teoriyi savunan Allen ve Gale'e göre, piyasaya dayalı finans sistemi periyodik parasal krizlere yol açmaktadır. Allen ve Gale'e göre parasal krizin süreci üç aşamadan oluşmaktadır. İlk aşama kredinin genişlemesine neden olan parasal serbestleşme ile başlamaktadır. Serbestleşmenin en önemli göstergesi ücret, faiz ve kredi sözleşmeleri üzerindeki devlet denetiminin kaldırılması veya en aza indirilmesidir. Uluslararası finans piyasalarındaki serbestleşme sermaye hareketlerine dayalı kredi arzını artıracak ortam için başlangıç noktası olmaktadır. Kredi arzında meydana gelen genişleme menkul ve gayri menkuller gibi reel varlıkların fiyatlarında artışa yol açarak fiyat köpüğünün (bubble) ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu fiyat artışı fiyat köpüğünün şişmesini (boom) sağlayarak belirli bir süre, hatta yıllarca sürebilmektedir. Parasal kriz sürecinin ikinci aşaması reel varlıklarda oluşan fiyat köpüğü patlayıp (bust) mevcut yüksek fiyat seviyesi çöktüğünde başlamaktadır. Bu gelişme bazen birkaç gün ya da birkaç ay gibi kısa sürede, bazen de daha uzun sürede ortaya çıkabilir. Parasal kriz sürecinin üçüncü aşamasında şişmiş fiyattan varlık satın almak üzere borçlanan çok sayıda firma ve diğer yatırımcılar borçlarını ödeyemez (default) hale gelmektedir. Firmalar ve diğer yatırımcıların likit kalma istekleri, piyasadaki borçluluğun artışı ile birleşince bankacılık krizi ve/veya döviz krizi baş göstermektedir. Bu gelişmelerden sonra zaten kırılgan olan ekonominin üretken kesimi de

sorunlar yaşamakta, işsizlik ve ardından enflasyonist eğilimler uzun süre devam edebilmektedir.

Parasal serbestleşmenin kredi arzını artırarak zincirleme olarak piyasanın kötü işlemesiyle fiyatları şişirmesi (boom) ve sonra da patlatmasının (bust) nedeni ele alınan modele göre, yatırımcıların reel varlıkları satın alırken borçlanmayı kendi kaynaklarının önüne koymasının etkisi önemlidir. Bu süreçte borçlanarak yapılan yatırımları karlı çıktığında yatırımcılar borçlarını ödeyecek (Ponzi tipi finansman) ve varlığın mevcut değeri ile borcun anapara ve faizi arasındaki farkı kazanç olarak elde edecektir. Borçlanarak yapılan yatırımların karlılığı düştüğünde, sınırlı yükümlülükleri olacak ve eksik kısmını borç verenler yüklenecektir. Bu bağlamda bir reel varlık ne kadar riskli olursa o kadar tercih edilecektir. Ayrıca bu ortamda, reel varlıkların fiyatları normalde olması gerekenden çok daha üst düzeyde, yani köpüklü (bubble) olacaktır. Allen ve Gale reel varlık fiyat köpüğünün büyüklüğünün kredi olanakları ve belirsizlik ortamıyla bağlantılı olduğunu ileri sürerek, Krugman'ın reel varlıklardaki fiyat köpüğünün hükümetin bankacılık sistemine verdiği garantiden kaynaklandığı görüşünü eleştirmektedirler. Parasal serbestleşme modeline göre, hükümetin garanti vermesi krizi daha da derinleştirebilir, ancak reel varlıkların fiyatlarındaki köpüğün asıl nedeni bu değil, finans sisteminin iyi çalışmamasıdır.

Allen ve Gale iki çözüm önermektedirler. Reel varlık fiyatında köpüğün oluşmasını önlemeye yönelik ilk çözüm önerisi merkez bankasının belli bir reel varlık fiyat düzeyini hedeflemeye çalışması (enflasyon hedeflemesi) ve hedefi korumak için kredi boyutunun zaman içinde nasıl gelişeceğini netleştirmesidir. Kriz anında zayıflayan bankacılık sistemi ve bundan olumsuz etkilenen toplam çıktı ile ilgili çözüm önerisi ise hükümetin hızlı bir şekilde bankacılık sistemini fonlayarak parasal yapılarını güçlendirmesidir. Parasal kriz sırasında hızlı müdahalenin önemini vurgulamak üzere örnek olarak Norveç ve Japon hükümetlerinin müdahalelerini karşılaştırmaktadırlar. Norveç hükümetin hızlı müdahale ile krizin etkisini en aza indirmede başarılı olduğu, Japon hükümetin ise yavaş bir müdahale ile başarısız olduğu değerlendirilmektedir. Şişme-patlama modelinin genel önerisi merkez bankasının ekonomiye olumsuz etkisi olan iflasları önlemek için yeterince likidite sağlamasına yöneliktir. Çünkü piyasalar kendi haline bırakılmamalı, merkez bankası para politikalarında daha etkili olmalıdır.

B.6 Parasal Krizin Yayılma (Contagion) Etkisi Teorisi

Bir ülkede ortaya çıkan parasal krizin başka bir ülkeye yayılmasına (sirayet etmesine) parasal krizin yayılması etkisi denmektedir. Bu etki iki biçimde gerçekleşebilmektedir. İlki uluslararası ekonomik bağlantıdan kaynaklanan yayılma etkisidir. Buna ekonomik göstergelere dayalı yayılma etkisi (fundamental-based contagion effect) denmektedir. İkincisi ise ekonomik göstergelerden bağımsız olarak piyasadaki psikoloji ya da mevcut ekonomik gelişmelerin başka bir açıdan yorumlanmasından meydana gelen yayılma etkisidir. Bu ikinci etki net yayılma etkisi (pure contagion effect) olarak da bilinmektedir. Bu modeli savunan iktisatçılar ekonomik göstergelere dayalı yayılma etkisinin aslında parasal krizin yayılma etkisi olmadığını, yalnızca ekonomik olumsuzluğun yayılması olduğunu öne sürmektedir (Bodart V. ve Candelon B., s, 2-3). Parasal krizin yayılma etkisi üzerine şimdiye kadar yapılan çalışmalarda ele alınan bu

etkinin nedenleri 5 kategoriye toplanmaktadır[2]. Birincisi ilgili ülkeler arasındaki doğrudan ya da dolaylı dış ticaret ilişkisi, ikincisi parasal krize yakalanan ülke ile bundan etkilenen ülke arasındaki makroekonomik benzerlikler, üçüncüsü yatırımcıların sürü psikolojisine dayalı hareketleri, dördüncüsü parasal piyasanın uluslararasılaşması, sonuncusu ise uluslararası yatırımcıların likidite yetersizliği çekmesi olmaktadır. Bu yayılma etkileri tek başına anlamlı olduğu gibi birbirlerini destekleyici ve bir arada var olan özellikler de göstermektedir. Bu özellikleri kısaca ele alalım.

B.6.1. Parasal Krizin Dış Ticaretten Kaynaklanan Etkilerle Yayılması

Ülkeler arası dış ticaret ilişkisi parasal kriz türlerinden döviz krizinin yayılması ile bağlantılıdır. Dış ticaret ile döviz krizinin yayılması iki biçimde olmaktadır. Birincisi, dış ticaret ilişkisi içinde bulunan ülkeler arasındaki yayılmadır. Örneğin, X ülkesi ve Y ülkesinin dış ticaret ilişkisi içinde bulunduğunu ve X ülkesinde parasal krizin ortaya çıktığını varsayalım. X ülkesinin ulusal parası parasal krize bağlı olarak değersizleştiğinde Y ülkesinin ihracatında rekabet gücü düşecektir. Bu durumda uluslararası yatırımcılar, Y ülkesinin cari işlemler dengesinin kötüleşeceğini ve bu nedenle Y ülkesinin parasının da devalüe edileceğini varsayarak Y ülkesinden fonlarını çekmeye çalışacaklardır. Bu olgunun ardından Y ülkesinin parası devalüe edilecek veya değersizleşecek ve döviz krizi ortaya çıkmış olacaktır.

Dış ticaretten kaynaklanan yayılma etkisinin bir diğer biçimi ilgili ülkelerin üçüncü ülkede ihracat için rekabet ettiklerinde ortaya çıkmaktadır. Uluslararası yatırımcılar parasal krize yakalanan ülkenin parasındaki değersizleşme sonucu bu ülkenin üçüncü ülkedeki rekabet gücünün rakip ülkeye göre daha artacağını, dolayısıyla rakip ülkenin cari işlemler dengesinin kötüleşeceğini ve bu ülkede spekülatif hücumda bulunacaklardır. Böylece bu ülkede döviz krizi ortaya çıkacaktır. Parasal krizin yayılma etkisinin bu biçimi doğrudan dış ticaret ilişkisi içinde bulunmayanlar arasında da, parasal kriz ortaya çıkabileceğini göstermesi açısından ilginçtir.

B.6.2 Parasal Krizin Makroekonomik Benzerlikten Kaynaklanan Etkilerle Yayılması

Günümüz Dünya Ekonomisi'nde özellikle küreselleşme eğilimleri nedeniyle ülkelerin makro politikaları benzerlik göstermektedir. Makroekonomik yönden benzerlik gösteren ülkelerin bir tanesinde makroekonomik politikadaki sorunlar nedeni ile parasal kriz ortaya çıkarsa, uluslararası yatırımcı ya da spekülatörler bu ülkeye benzer makroekonomik yapıdaki ülkelerin de aynı sorun ile karşılaşabileceğini düşünerek spekülatif fonlarını söz konusu ülke veya ülkelerden geri çekerek bu ülkelerde de parasal krizin ortaya çıkmasına yol neden olmaktadırlar (Karunaratne, 2002, s.9). 1997 Doğu Asya krizinde, 1998 Rusya ve Brezilya krizlerinde bu etkiler gözlenmiştir. Ayrıca Türkiye

[2]Bu konuyla ilgili Dünya Bankasının tartışma metinleri için http://www1.worldbank.org/economicpolicy/managing%20volatility/contagion/definitions.html (23 Nisan 2006) adresine bakılabilir.

borsası makroekonomik verilerin benzerliği nedeniyle Brezilya borsası ile birlikte izlenmektedir.

B.6.3.Parasal Krizin Sürü Psikolojisi (Herd Behaviour) Hareketinden Kaynaklanan Etkilerle Yayılması

Uluslararası yatırımcılar yatırımlarını hem belli göstergelerden hareketle hem de belli güdülerle yapmaktadırlar. Sürü psikolojisi hareketi (Herd Behaviour) ait olduğunu düşündüğü grubun hareketini taklit etmek, aynı yönde davranmak anlamına gelmektedir. Sürü psikolojisine dayalı hareketlerin iki nedeni olduğu düşünülmektedir. Birincisi yatırımcılar arasındaki enformasyonun 'asimetrik' olmasıdır. Bu durumda piyasaya ilişkin enformasyona sahip olduğu düşünülen 'lider' yatırımcı belli bir hareket tarzı benimsediğinde, bu enformasyona sahip olmayanlar da aynı şekilde hareket etmeyi tercih etmektedir. Böylece yatırımcı hareketleri bir yandan gerçekleşen parasal krizlerin yayılma etkisini artırmakta, diğer yandan da bu hareketlerin kendisi (self-fulfilling) parasal krizlere yol açmaktadır. Sürü psikolojisi hareketinin bir başka nedeni yatırımı yönlendiren yetkililerin kendi itibarına önem vermesidir. Çünkü diğer yatırım yöneticileri başarılıyken sadece kendisi yatırımında başarısız olduğunda, bu kendi itibarını büyük bir ölçüde bozarak maaş ve çalışma düzeninde olumsuz etkiler yaratabilmektedir. Dolayısıyla yatırım yöneticileri aynı yönde hareket etmeyi tercih edecek ve hepsi başarısız olduğunda ise bunun her birine vereceği itibar kaybı tek başına başarısız olduğu konuma göre daha önemsiz kalacaktır (Karunaratne, 2002. s.9)

B.6.4 Parasal Krizin Parasal Piyasaların Küreselleşmesinden Kaynaklanan Etkilerle Yayılması

Dünya ticaret hacmindeki artış, uluslararası hizmet akımlarındaki gelişmeler, doğrudan yabancı yatırım ve uluslararası parasal yatırımcıların faaliyetlerindeki artışlar ayrı bir kanaldan parasal piyasaların küreselleşmesine katkı yapmıştır. İkinci küreselleşme olarak da isimlendirilen gelişmelerin arkasında çalışmada daha önce belirttiğimiz gibi, 1970'li yıllarda gelişmiş Kuzey ülkelerinde başlatılan ve 1980'lerden itibaren Washington konsensüsü ile gelişmekte olan Güney ülkelerini de içine alan parasal serbestleşme uygulamaları vardır. Parasal serbestleşme (deregulation) kavramı döviz kurları, faiz oranları ve ücretler üzerindeki devlet denetimini kaldırarak, kredi sözleşmeleri üzerindeki engelleri bertaraf etmek anlamındadır. Parasal serbestleşmenin altyapısını iletişim teknolojisindeki hızlı gelişmeler oluşturmaktadır. Bilgisayarlar modem ve network ağıyla Dünya coğrafyasındaki iletişimi bir tuş uzaklığına indirgemiştir. 1980'de, uluslararası borsalarda ve para piyasalarında 100 milyar dolarlık işlem yapılırken, 1986'da 800 milyar dolara ve 1990'da 1 trilyon 600 milyar dolara yükselmiştir. 2000'lerin başında bir durgunluk eğilimi olsa da 2003'den itibaren yine günlük yaklaşık 1,5 trilyon ABD doları karşılığı değer sözleşmesi yapılmaktadır. Uluslararası parasal piyasaların birbirlerine giderek daha bağlı hale gelmesi, birbiriyle iktisadi ilişkide bulunan ülkelerden birinde parasal kriz ortaya çıktığında; hisse senedi ve bono fiyatlarında düşüş meydana gelirse ve bu durumun bir süre daha süreceği tahmin edilirse, yatırımcılar henüz parasal krizin ulaşmadığı diğer ülkelerden fonlarını geri çekmeye başladığında, parasal krizin diğer ülkelere de yayılması söz konusu olmaktadır.

B.6.5.Parasal Krizin Uluslararası Yatırımcıların Likidite Yetersizliğinden Kaynaklanan Etkilerle Yayılması

Parasal piyasaların giderek daha fazla uluslararasılaşması, yatırımcıların aynı anda birçok ülkedeki parasal piyasalarda faaliyet göstermesini getirmekte ve yatırımcıların bu piyasalardaki etkilerini daha da artırmaktadır. Bu olgu da bir ülkedeki parasal piyasada meydana gelen olumsuz bir gelişmenin yatırımcılar aracılığı ile diğer ülkelere yayılma olasılığının daha artması anlamına gelmektedir. Uluslararası yatırımcıların bir ülkede meydana gelen parasal kriz nedeni ile fonlarını geri alamama durumuna düştüğünü varsayalım. Bu konumdaki yatırımcılar likidite yetersizliği sorunu yaşayacaklardır. Aynı anda birçok ülkeye yatırımda bulunan yatırımcılar likidite sorununu çözmek ve fonlarını güvence altına almak için aynı bölgedeki diğer ülkelerden de fonlarını geri çekmek isteyeceklerinden, bir ülkedeki parasal kriz diğer ülkelere yayılmış olacaktır. 1997 Doğu Asya krizinde Taylan'da başlayan parasal kriz, Endonezya ve Güney Kore gibi aynı bölgedeki diğer ülkelerin de parasal krizlerini tetiklemiştir.

C.Gelişmekte Olan Ülkelerde son gelişmeler ve parasal kriz teorileri

Birinci Nesil kriz teorilerine göre krizi tetikleyen temel unsur, hükümetlerin iktisat politikaları ile döviz kuru düzeyi arasındaki çelişkiden kaynaklanır. Hükümetler para basarak kamu açığını kapatmaya çalıştıkça, spekülatörler bu fazla parayı döviz kurunu yükseltmekte kullanarak kendi kazançlarını artırırlar. 1970 ve 80'li yıllardaki Latin Amerika Krizleri (Arjantin, Şili ve Uruguay) bu betimlemeye uygun bir biçimde yaşanmıştır. İkinci Nesil kriz teorilerinde ise, sabit kur uygulamasındaki muhtemel değişiklikler ve devalüasyon beklentisi ile spekülatörlerin tercihleri ve beklentileri çeliştiği için kriz çıkmaktadır (Ertürk, 2003, s.236). Her iki nesil kriz teorisi de sonuçta aynı olguyu ortaya koymaktadır. Birincisi, faiz arbitrajı denkleminden çıkmaktadır. Buna denklemin bir tarafı faiz farklılığını verirken diğer taraf dövizin vadeli (Forward) ve spot kuru arasındaki farkı vermektedir. GOÜ'in yaşadığı son krizlerde vadeli döviz kurundaki belirsizlik nedeniyle yabancı paranın ya da doların vadeli iskonto oranı bilinmediğinden, yapılan arbitraj işlemi bir risk primine bağlı olarak gerçekleşmektedir. Dolayısıyla spekülatif bir faaliyettir. Bu spekülasyonun genelde ülkenin arzuladığı kur düzeylerinden farklılaştığına tanık olunmuştur. İkinci olarak, finansal piyasalarda bulunan likidite sadece yabancı para üzerinde değil, Asya Krizinde (1997) olduğu gibi varlık fiyatlarında veya döviz kurunu bastırmak için Merkez Bankalarınca yaratılan aşırı yerli para talebi nedeniyle reel faiz oranlarını ekonominin taşıyamayacağı çok yüksek fiyatlara taşıma olasılığına dikkat çekilmektedir. "Mali panik" tezleri olarak da isimlendirilen bu tezlerin ardından gelen "ahlaki risk veya tehdit" (Moral Hazard) teorisiyle (üçüncü nesil) Krugman krizlerin bir başka yönüne dikkat çekmektedir. Bu da hükümetlerin kısa vadeli dış borçlanmalarda garantör rolü ile ilgilidir. Krugman'a göre; Asya krizi ve Türkiye'nin 2001 krizinde gözlendiği gibi, hükümetler, kamu veya özel şirketlerin aldıkları dış borçları ödemediklerinde, hükümetler borcun geri ödenmesini garanti ettiklerinden alınan krediler kısa vadede kar beklenen varlık fiyatlarında köpüğe neden olarak yanlış yatırımların yapılmasına yol açmaktadır. Yatırımların belirli varlıklarda yoğunlaşması yatırım oransızlıklarına bağlı olarak sermaye kaçışıyla birlikte söz konusu varlık fiyatlarında keskin

düşüşe yol açmakta, böylece döviz kuru yükseldiğinde kriz tetiklenmiş olmaktadır. Krugman bu olguyu şöyle bir örnekle aktarır: "*eğer 70 milyon doları emlak piyasasına yatırırsanız, üçte birlik bir tahminle 100 milyon kazanabilirsiniz. Yani karınız 30 milyon olur. Fakat üçte ikilik bir tahminle varlık fiyatları 25 milyon dolara düşerse (balon sönerse) sizin zararınız 50 milyon doları bulur ve bu yatırım asla yapılmamalıydı denir*" (Krugman, 2006, s.619). Çünkü bu yüzden bankalar batmaktadır ve hükümetler ya da vergi verenler bütün bu maliyeti üstlenmektedir. Ayıca yine Krugman üçüncü nesil kriz teorisi olarak da bilinen argümanında ise, devalüasyon sonrası ihracatın artması ithalatın azalması gerekirken neden bunun toplam talepte artış yaratmadığını açıklamıştır. Krugman'a göre, kriz sonrası IMF'nin önerdiği sıkı para politikaları zaten kısıtlı olan kredi arzını daraltarak ihracatın artmasını önlemektedir. Böylece devalüasyonun genişletici etkisi gerçekleşmemektedir (Ertürk, 2003, s.229).

Yukarıda belirtilen parasal kriz teorilerinin genel önermeleri sermaye hareketlerindeki serbestliğin GOÜ için yararı veya zararını tartışmamakta, sadece krizlerin sonuçlarını vurgulamaktadırlar. Bu R. Wade'in belirttiği gibi IMF ve G-7'nin GOÜ'lere ekonomi yönetimi için önerdiği argümanlarla örtüşmektedir. Regulations, yes, restrictions, no' yani "(sermaye hareketlerini) düzenlemelere evet, sınırlamaya hayır", olarak özetlenebilecek bu yaklaşımlar Güney ya da GOÜ'lere son 20 yıldaki yoğun para-sermaye akışını veri almaktadır. GOÜ'ne 1986'da resmi 50 milyar dolar özel 25 milyar dolar sermaye akışı gerçekleşirken, 1995'de resmi olarak 88 milyar dolar, özel sermaye akımı olarak 171 milyar dolarla karşılaştılar. 2000 senesinde ise 66 milyar resmi, 140 milyar dolar özel sermaye akımları adı geçen ülkelere gerçekleşmiştir (Wade R., 2006, s.123-126). 2001'de yaşanan durgunluğun ardından tekrar Merkeze çekilen fonlar 2004'den itibaren yeniden GOÜ'lere doğru akmaya başlamıştır. 2004'de net özel sermaye akımı 150 milyar, resmi sermaye akımı 55 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (UN, World Economic and Social Survey, 2005, s.76).

Uluslararası para sistemsizliği dönemi olarak da bilinen 1970 sonrası artan volatilite son yirmi yıl içinde ABD ve Japonya'nın da dahil olduğu pek çok ülkede parasal krizlere yol açtı. 1987'de New York Wall Street Borsasında başlayan değersizleşme (bust), uluslararası yatırımların daha da artışında başlangıç noktası oldu. 1990'lar boyunca Japon emlak piyasalarındaki değersizleşme de artan volatilitenin varlık fiyatlarındaki yansımalarına bir başka gelişmiş ülke örneği olmuştur. 1991-92'de Skandinavya'da ve 1992'de İngiltere ve İtalya'da Avrupa Para Sistemi (EMS) mekanizmasına bağlı olarak yaşanan değersizleşmeler gelişmiş ülkelere yansıyan diğer volatilite problemleridir. Ardından gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen para krizleri dikkat çekmiştir. Meksika 1994-95'de pesoda %50 devalüasyon, GSYİH'da %6 düşüş ve bankacılık problemleriyle parasal bir kriz yaşamıştır. Türkiye'de 1994'de yine yüksek devalüasyon ve büyümedeki keskin düşüşle bir kriz gerçekleşmiştir. Daha sonra 1997-98'de bütün GOÜ'lere örnek olarak gösterilen Uzak doğudaki sanayileşmiş GOÜ'lerden Güney Kore, Tayland, Malezya, İndonezya ve Filipinler toplam olarak GSYİH'ların %11'i oranında bir düşüş gözlendi. Keskin varlık değersizleşmelerinin Tayvan, Hong-Kong ve Singapur gibi merkezlere de daha düşük seviyede sirayet ettiği bilinmektedir. 1998'de Rusya'da bir ödemeler kriziyle yine 1998'de Wall Street'te yine Uzun vadeli sermaye yönetiminde bir krizle (crash) karşılaşıldı. Brezilya 1999'da parası real'in bir ay içinde %80 değersizleştiğine tanık oldu. Yine Brezilya 2002'de aynı problemi bir kez daha yaşadı. Merkez Asya cumhuriyetleri

1998-2000 arası para kriziyle karşılaştılar. Arjantin'de ekonomi 1995 ve 2001-02 yıllarında yaşanan para krizleri esnasında %20 küçüldü (Wade, 2006, 121). Türkiye 2000'de bankacılık ve 2001'de para krizleri yaşadı ve yaklaşık %10 eksi büyüme gözlendi.

Öte yandan, yapılan birçok çalışmada uluslararası sermaye hareketlerindeki serbestleşmenin ülkelerin enflasyon, büyüme ve yatırım performansını olumlu etkilediğine ilişkin bir kanıt bulunamamış, tam tersi sermaye hareketleriyle parasal krizler arasında ilişki olduğu saptanmıştır. Ayrıca serbestleşmenin yoksulluğu ve eşitsizliği artırdığına dönük çalışmalar da mevcuttur. Uygulamada 1992-1998 arası Şili ve Kolombiya'da, 1994 ve 1998'de Malezya'da sermaye denetimleri başarıyla uygulandı. Bu önlemler Doğrudan yatırımları değil portföy yatırımlarını kapsadı ve hız kasisleri biçiminde uygulandı. Örneğin makro göstergeler olumsuz seyretmeye başladığında ve yabancıların hisse senedi piyasasındaki payının çok fazla arttığı (uyarı göstergesi-speed bump) 1994 başında Malezya'da hız kasisleri (trip wire) adı altında çeşitli önlemler alındı. Bu sıkı ama geçici uygulamalar arasında, "yabancı bankaların yerli para cinsinden mevduat tutması ve borçlanması üzerine kısıtlamalar, yerli bankaların ve büyük firmaların açık pozisyonlarının denetlenmesi ve bir yıldan kısa vadeli yurtiçi para piyasası bonolarının yabancılara satışının yasaklanması vardı". 1992-98 arası Kolombiya hükümeti yabancı yatırımcıların devlet iç borçlanma senetleri ve şirket hisseleri satın almasına izin vermedi. Şili yabancı portföy yatırımları üzerinden %30 oranında zorunlu karşılık vergisi alarak ve doğrudan ve dolaylı yatırım yapmak için ülkede bir yıl yerleşik olma koşulu getirdi. Ayrıca Şili'de hükümet emeklilik fonu yöneticilerinin yurtdışı yatırımlarda varlıklarının %12'sinden fazlasını kullanmasını engelledi. Bütün bunlardan amaç sermaye giriş ve çıkışlarında uzun vadeyi gözetmekti. Çin ve Hindistan'ın kısa vadeli sermaye giriş ve çıkışlarına sıkı denetim uyguladığı bilinmektedir (Chang ve Grabel, 2005, ss.150, 171, 173, 176).

Uygulanan sıkı para politikaları ile GOÜ'lerdeki enflasyon oranlarını tablo 1'den izlenebileceği gibi, 2000'lerde geçmişe göre oldukça düşürse de, bu seviyelerin sürdürülebilmesi, 1990'lardaki sermaye hareketlerindeki serbestlikle birlikte artışın getirdiği yükselme ve petrol fiyatlarındaki artışla düşünüldüğünde çok da mümkün gözükmemektedir. Ayrıca hala sanayileşmiş ülkelerle aradaki farkın 4 puan olması, faiz farkları da dikkate alındığında arbitraj gelirlerinin süreceğini göstermektedir . 2005 ve 2006 başında da aynı eğilim devam etmektedir (IMF, WEO, 2006, s.10)

Tablo1: Enflasyon oranları (%)

	1985-89	**1990-94**	**2000-04**
Dünya	16	30	4
Sanayileşmiş	4	4	2
ülkeler			
g.o.ü	48	53	6

Kaynak: Wade R., 2006, 38

Öte yandan G.O.Ü'deki Cari işlemler açıkları açısından petrol ve ilksel mallar ihraç eden ülkeler açısından Asya ve Latin Amerika'da söz konusu metaların fiyatlarındaki artışa bağlı olarak fazla gözlenirken, Türkiye, Portekiz, Macaristan, Romanya ve Yunanistan gibi ülkelerde ABD, İspanya ve İngiltere kadar yüksek boyutta olmasa da, bu ülkelerin GSYİH'ları açısından önemli olabilecek oranlarda (%6'lar) cari açıklar gözlenmektedir (UNCTAD, 2005, s.13'deki tablodan ve IMF, WEO 2006'dan yorumlanmıştır).

Sermaye akımları gelişmekte olan ülkeler açısından dış borçların GSYİH içindeki payını artırmıştır. Oysa birinci ve ikinci nesil parasal kriz teorileri ve ahlaki risk modeli uzun dönemli bu etkileri dikkate almamaktadır. Parasal piyasaların küreselleşmesinden kaynaklanan etkilerle borçların arttığı düşünülmektedir. Tablo2'den bu olgu izlenebilir.

Tablo2: GSYİH'nın bir yüzdesi olarak dış borçlar (%)

	1981	**1991**	**2000**
Afrika	31	63	68
Asya	19	33	28
L.Amerika	40	39	39

Kaynak: Wade R., 2006, s.123

Tablo2'deki 1981 yılını sermaye hareketlerinin GOÜ'ler açısından henüz denetim altında olduğu yıl olarak alırsak, 1991 ve 2000'de GSYİH'nın yüzdesi bazında Afrika'da iki kat, Asya'da yaklaşık bir buçuk kat artış gerçekleşmiştir. Latin Amerika'da ise bilinen yüksek borçluluk oranı devam etmektedir.

Tablo 3: Toplam mevduatların yüzdesi olarak Ortalama döviz mevduatları (%)		
	1996	**2000**
Sanayileşmiş ülkeler	7	7
Güney Amerika	46	56
Geçiş Ekonomileri	37	48
Afrika	28	33
Asya	25	28

Kaynak: Wade R., 2006, 124.

Tablo3'de gözlenen döviz mevduatlarının toplam mevduatlara oranı açısından, son dönem yaşanan finansallaşmanın etkileri gözlenmektedir. Güney Amerika'da mevcut durum daha da şiddetlenmiş, toplam mevduatların yarısından fazlası yabancı para cinsinden gerçekleşmektedir. Bu yabancı paraların ağırlıklı olarak dolar mevduatı olduğu bilinmektedir. Geçiş ekonomilerinde de, özellikle doğu Avrupa kanadı nedeniyle Euro cinsinden mevduatlarda artış gözlenmektedir. Afrika ve Asya'da 1990'ların ortasından 2000'e beş puan daha fazla yabancı mevduat bulunmaktadır. Bu olgu yine parasal küreselleşmenin önemli bir kanıtı olduğu kadar, kırılgan bir yapının devam ettiğini göstermesi açısından da ilginçtir. Parasal krizlerin yayılma (contagion) etkisini güçlendiren finansallaşma eğilimleri, giderek GOÜ'leri bir para alanına dahil olmaya (adjustable peg) itmekte, fakat bu olgu da aday ülkelerin paralarındaki (dolar, Euro, yen) birbirlerine karşı dalgalanmanın olumsuz risklerini beraberinde getirmektedir.

Son olarak tablo4'de sermaye hareketlerindeki serbestleşmeden sonra büyümeyle işsizlik arasındaki ilişkiyi gözleme olanağına kavuşmuş olmaktayız.

Tablo4: Dünya işsizlik ve büyüme (GSYİH) rakamları (%)

	1995	2005*	1995-2005 Yıllık Büyüme (GSYİH) oranı
Dünya	6	6,3	3,8
Gelişmiş			
Ülkeler ve AB	*7,8*	*6,7*	*2,6*
Merkez ve Doğu Avrupa	9,4	9,7	4
Doğu Asya	3,7	3,8	7,6
Güneydoğu Asya ve			
Pasifik	3,9	6,1	3,8
Güney Asya	*4*	*4,7*	*5,8*
Latin Amerika ve			
Karayipler	7,6	7,7	2,8
Ortadoğu ve Kuzey			
Afrika	14,3	13,2	4,4
Sahra altı Afrika	9,2	9,7	3,9

KaynakILO, http://www.ilo.org/public/english/employment/strat/download/getb06en.pdf, *2005 rakamı tahminidir (24 Nisan 2006)

Daha önce ele aldığımız parasal kriz teorileri tablo4'de ele alınan işsizlik-büyüme ilişkisini de, kısa dönemli düşündüklerinden ve sadece krizlerin oluş biçimine odaklarından olsa gerek, ihmal etmişlerdir. Zira, Tabloya göre 10 yıllık bir süreçte Dünya Ekonomisinde ve bölgeler itibariyle büyüme ortalaması oranında işsizlik azalışı gözlenmemektedir. Gelişmiş ülkeler ve Avrupa Birliği başlığında işsizlik oranları yaklaşık 10 puan düşüşle

gerçek büyüme rakamlarını açıklamaktadır. Ele aldığımız GOÜ'lerden Güneydoğu Asya ve Pasifik bölgesindeki işsizlik oranlarındaki artışın artışı, yüksek seyretmektedir. Ortadoğu ve Kuzey Afrika yine Dünyanın en çok işsizliği olan bölge olmaya devam etmektedir. Diğer bölgelerdeki işsizlik oranları da, işgücüne katılma rakamlarının düşük seyretmesine rağmen azalmamış, tam tersi bir parça artış göstermektedir. 1995'de 157.3 milyon olan işsizliğin, 2005'de 191.8 milyona yükselmesi de dünyadaki büyüme artışlarının özellikle GOÜ'ler tarafından istihdamı artıracak politikalara yönlendirilememesine neden olmaktadır. Bu olgunun en başta gelen nedeni sermaye hareketlerinin yarattığı dalgalı ve istihdam yaratmayan büyüme eğilimidir.

D.Parasal kriz teorileri sonucu gelen para politikası önerileri ve bir eleştiri

Birinci, ikinci ve üçüncü nesil kriz teorileri olarak isimlendirilen parasal kriz teorileri parasal krizlerin oluş biçimini ve kısa vadeli etkilerini ele alarak, bu ülkelerin genel sanayileşme politikaları üzerindeki etkilerini ihmal etmektedirler. Bu etkiler geçmişten gelen ve geleceğe dönük olarak sınıflandırılabilir. Geçmişten gelen etkilerle bakıldığında şu gözlemlerle karşılaşmaktayız. GOÜ'ler için parasal kriz teorilerinin önerileri doğrultusunda revaçta olan üç temel öneri vardır: parasal hedefleme, enflasyon hedeflemesi ve döviz kuru hedeflemesidir. Her üç yaklaşım da para arzının kısılmasını önerir. Bununla beraber örneğin, Nominal Döviz Kuru Çıpası (NDKÇ) ile döviz kuru hedeflemesi yapıldığında, bir başka para politikası aracı olan faiz oranlarındaki düşüş seviyesi hedeflenen döviz kurunun altında kalırsa, bu politikayı uygulayan ülkeye sermaye girmektedir. Özellikle kısa vadeli olarak faiz arbitrajından yararlanmak amacıyla gelen ve NDKÇ ile de geri dönüş için kur garantisi elde eden bu para sermaye türü girdikleri ve IMF'nin saptamalarına göre 13 GOÜ'de para arzını gereğinden fazla artırarak iç talep patlamasına yol açmış ve sonuçta enflasyonu ve döviz kurunu dalgalandırarak para krizlerine yol açmaktadır. Meksika, Tayland, G. Kore, Endonezya, Malezya, Rusya, Brezilya ve Uruguay gibi ülkeler kendi krizlerinden önce NDKÇ'nı ayarlanabilir döviz kurunun yumuşak biçimiyle kullanmışlardı. Türkiye Şubat 2001 krizi öncesi cari enflasyon oranının altında değerlendirilen (aşırı değerli), "ileriye doğru olarak 'sürünen pariteler' biçiminde 'currency board' benzeri bir NDKÇ sistemi uyguluyordu. Arjantin ise 'currency board' olarak bilinen yine NDKÇ'lı bir döviz kuru sistemi uyguluyordu. Krizlerden sonra bütün ülkeler daha esnek kur uygulamalarını benimsediler (Roubini ve Setser, 2004, s.25).

Parasal hedeflere dayalı uygulamalar, 1990'lı yıllarda Rusya ve Brezilya tarafından uygulanmış ve her iki ülkede 1998'de Rusya 1999'da Brezilya kriz yaşamıştır. Bu politikanın da Mundell'e göre çok yüksek enflasyon ortamında geçerli olduğu, düşük enflasyon ortamında işlemediği, tersine sorunlara çıkardığı ortadadır (Mundell, R. 2006, s.19-20). Daha önce de Şili, Brezilya, Polonya, Çek Cumhuriyeti ve Güney Afrika'da uygulama olanağı bulan enflasyon hedeflemesi (inflation target) yeniden Türkiye (2006 Ocak) ve diğer GOÜ'lerde uygulamaya başlanmıştır (Mishkin, 2000). "*ABD ve Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği gibi, kendi para birimini daha küçük para birimlerine bağlayamayacak büyüklükteki ülke ve birlikler, döviz kuru hedeflemesinin siyasi sonuçlarını istemeyen ülkeler; Euro-Dolar paritesindeki dalgalanmalardan olumsuz*

etkilenen ülkeler, jeopolitik tehditlere maruz ülkeler (örn.Tayvan) ve belirli bir enflasyon oranı hedefleyen ülkeler için uygun olduğu söylenen enflasyon hedeflemesi ulusal bir sisteme yol açıyor. Enflasyon hedeflemesi genellikle "enflasyon tahmini hedeflemesidir". Bunun sebebi ise, para politikasının etkilerinin ancak gecikmeli olarak ortaya çıkmasıdır.

Para politikasında bugün alınan kararların ekonomideki etkisi gelecekte ortaya çıkar. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesinde Merkez Bankalarının politikaları önemli olmaktadır. Orta vadeli bir program olan enflasyon hedeflemesi eğer, ekonomide yabancı paranın çok fazla artmasıyla gündeme gelirse dezavantajlı olabilir" (Mundell, 2006). Hem Mishkin , hem de Mundell bu noktaya dikkat çekmiştir. 1990'lardaki Şili uygulaması başarılı bulunmaktadır. Bununla beraber Şili, çalışmada daha önce belirttiğimiz gibi, aynı dönemde Tobin vergisi gibi maliye politikası araçlarını da kullanarak döviz kurunu enflasyon hedeflemesi ile eşgüdümlü olarak denge değerlerine yaklaşması için çaba göstermiştir. Aksi taktirde, Mundell'in vurguladığı "*Altın kural: Enflasyonun hedeflenen seviyeye indirilmesinin ardından, aşırı değerli kurun denge seviyesine doğru değer kaybetmesi*" (Mundell, 2006) gerçekleşmediği için Taylor kuralı işlememektedir. Taylor kuralına göre, eğer enflasyon hedefin üstünde ve reel milli gelir sürdürülebilir düzeyin üstündeyse faiz oranı yükseltilecektir (Sloman, 2004, ss.299-301). Merkez Bankalarının geleceğe dönük iktisadi yargılarını içeren bu kararlar tam tersi işsizliği daha da artırabilmektedir. Bu olgu uzun dönemli reel milli gelir düzeylerinde istikrarı engelleyebilir. Zira istikrar politikalarının para politikasının herhangi bir biçiminin sermaye hareketlerine açıklığı ile birlikte uygulanması sonucu 1995-2005 arası dönemi içeren tablo 4 rakamlarına göre, GOÜ'de reel büyüme işsizlik düşürücü unsurlar içermemektedir.

Geleceğe dönük olarak yapılacak bir analizde, iki konu önemlidir. Birincisi parasal krizlerin yayılma (contagion) etkisi olarak (B6'da) aktardığımız analizler dikkate alındığında, para, maliye ve dış ticaret politikalarının birbiriyle tüm GOÜ'de koordineli olarak uygulanması, ikincisi uzun vadeli programlama aynı zamanda küreselleşmenin getirdiği bir zorunluluk olarak anlaşılmalıdır. Bu koordinasyon GOÜ'lerin farklı aktarma mekanizmalarına sahip olduğu gerçeğini göz ardı etmemelidir. ABD ve Çin ekonomilerindeki muhtemel yavaşlamanın; ticaret açısından örneğin Türkiye'ye etkisi zayıf olmakla birlikte, fakat faiz oranlarını, özel sermaye akımlarını, cari işlemler dengesini ve dolayısıyla iç ve dış borç servisini (borçların GSYİH içindeki yeri) etkilemesi olasılığı çok yüksek gözükmektedir. Kısa vadeli borçların rezervler içindeki yeri ve kendi konumu, net hata ve noksandaki ve faiz oranındaki yükseklik, yerli paranın değerindeki reel kurdan sapmalar (Türk lirası aşırı değerli, Arjantin pezosu eksik değerli) gelişmekte olan ülkeler açısından tehlikeli işaretlerdir (**Goldstein** M., 2005). Tablo 5'ten de izleneceği gibi ülkeler farklı aktarma mekanizmaları üzerinden farklı duyarlılık alanlarına sahiptir. Türkiye, Macaristan, Rusya, Arjantin, Venezuela, Meksika ve Brezilya gibi ülkeler birden fazla nedenle Dünya Ekonomisindeki oluşumlardan etkilenmektedir. Örneğin Türkiye petrol ve diğer hammaddeler gibi ilksel malların ihracatçısı olmadığından bu metaların fiyatlarındaki düşüşün olumsuz etkilerinden ziyade sermaye akımlarının ve para ve maliye politikalarının olumsuz etkilerinden korunmak için uzun vadeli önlem almak durumundadır. Farklı aktarma mekanizmalarına karşı duyarlılık alanları; hem uygulanacak iktisat politikalarının koordinasyonu için, hem de zayıf noktaların uzun vadeli iyileştirilmesi için GOÜ'ler açısından fırsat olabilir.

Tablo5: GOÜ'leri etkileyen farklı aktarma mekanizmaları (iktisadi duyarlılık alanları)				
ikiyanlı ticaret	**ilksel malların fiyatları**	**faiz oranları ve sermaye akımları**	**Döviz kuru ve aşırı değerlenme**	**maliye ve para pol.**
Hong Kong	Venezuela	Türkiye	Çek Cumhuriyeti	Türkiye
Singapur	Rusya	Brezilya	Türkiye, Macaristan	Arjantin
Malezya	Filipinler	Arjantin	Rusya	Brezilya
Venezuela	Şili	Macaristan	Venezuela	Venezuela
Meksika	Singapur	Meksika	Polonya	Macaristan

Kaynak: **Goldstein** Morris, "**What Might the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like?**", Institute for International Economics, Working Paper, July 2005, s.109.

E. Sonuç yerine

Sonuç olarak Parasal Kriz Teorileri GOÜ'lerin kısa vadeli duyarlılıklarını analiz etmede başarılı olsalar da, önerileri para politikasının çeşitli biçimleriyle sınırlı kalmaktadır. Bu para politikalarının GOÜ'lerin enflasyon hızlarını düşürdüğü, ancak sermaye hareketlerindeki serbestleşmeyle birlikte yüksek reel faizlerin parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi uygulamalarını likiditeyi denetleme açısından sorunlu hale getirdiği ortadadır. IMF'nin saptamalarına göre son 15 yılda 13 ülkede parasal kriz çıkmıştır. Bu nedenle daha önce de uygulama alanı bulan enflasyon hedeflemesine dayalı para politikalarının yeniden revaçta olduğu gözlenmektedir. Bu aşamada döviz kurunda aşırı değerlendirme problemini halletmeden yapılan enflasyon hedeflemesinin başarı şansı Mundell'e göre kısa vadeyle sınırlı kalabilmektedir. GOÜ'lerin ele alınan parasal küreselleşme sürecinde gerçekleşen büyüme oranları, bu ülkelerdeki işsizlik oranlarını düşürmediği gibi bir miktar artırmıştır. Bu olgu da GOÜ'lerde istihdamı artırıcı uzun vadeli politikaların gündeme getirilmesi gerekliliğini ortaya koymaktadır. Bununla beraber

Gelişmekte Olan Ülkelerin arasında G. Kore gibi (tablo5'de yok) katma değer üretme kapasitelerini artıran ülkelerin para krizlerine daha dirençli olacağı ve GOÜ'ler arası uzun vadeli eşgüdümlü iktisat politikalarının krizlerin yayılma (contagion) etkisini azaltması beklenebilir.

KAYNAKLAR

Allen Franklin ve Gale Douglas, " Bubbles, Crises and Policy", **Oxford Review fo Economic Policy**, Vol, 15, No.3, 1999,

http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/bubbles.pdf, ss.9-18, (23 Nisan 2006)

Bodart V. ve **Candelon** B., "Evidences of Interdependence and Contagion using a

Frequency Domain Framework", March 9, 2005, http://arno.unimaas.nl/show.cgi?fid=3503 (29 Nisan 2006)

Chang Ha-Joon ve **Grabel** I., Kalkınma Yeniden, (Çev. Emre Özçelik), İmge yayınevi, Nisan 2005.

Ertürk K., "Parasal Kriz Teorileri üzerine notlar", İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar (Oktar türel'e armağan) içinde, İletişim, 2003.

Flood, R. and **Garber**, P., "Collapsing Exchange Rate Regimes : Some Linear Examples" **Journal of International Economics**, 17, 1984, ss 1 – 13.

Goldstein Morris, "**What Might the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like?**", Institute for International Economics, Working Paper, July 2005.

ILO, http://www.ilo.org/public/english/employment/strat/download/getb06en.pdf, (24 Nisan 2006)

IMF, World Economic Outlook**,** 2006.

Karunaratne Neil Dias "Globalization, Crisis Contagion And The Reform Of The International Fınancial Architecture", January 2002 Discussion Paper No 300, http://eprint.uq.edu.au/archive/00000432/01/DP300Jan02.pdf, (23.Nisan 2006)

Kaminsky Graciela L. ve . **Reinhart** Carmen M, The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-PaymentsProblems, American Economic Review,1998 http://www.puaf.umd.edu/faculty/papers/reinhart/bank3.pdf (11 Nisan 2006)

Krugman Paul, " A Model of Balance-of-Payments Crises," **Journal of Money, Credit, and Banking**, 11, 1979, ss. 311 – 325.

Krugman, P., " What Happened to Asia ? " **mimeo**, 1998.

http://irving.vassar.edu/faculty/gm/econ346-krugman-DISINTER.htm (5 Mayıs 2004)

Krugman Paul**, Obstfeld** Maurice**, International Economics**, Theory and Policy, seventh Edition, Pearson, 2006.

Mundell Robert, "Değerli Türk Lirası, Cari İşlemler Açığı ve Enflasyon Hedeflemesi", Türkiye İş Bankası'nda yapılan ve Türkçeye çevrilen konuşma metni, 20 Nisan 2006.

Mishkin Frederic S., "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", *NBER Working Paper* 5600. ss.23-24

http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/w5600.pdf. (18 Nisan 2006)

Mishkin Frederic S, "Inflation Targeting In Emerging Market Countries" NBER Working Paper Series 7618, March 2000, http://www.nber.org/papers/w7618 , (28 Nisan 2006).

Obstfeld Maurice, " The Logic of Currency Crises, " *NBER Working Paper* 4640, 1994. http://irving.vassar.edu/faculty/gm/obstfeldWP4640-1994.pdf (20 Mart 2004)

Radelet, S. ve J. **Sachs**, " The Onset of the East Asian Crisis, " **mimeo**, February 1998. http://www.lafollette.wisc.edu/wage/ferrio10.jpq (8 Ağustos 2004)

Roubini N., Setser B., Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies, (New Nature of Emerging Market Crisis)**,** August 2004 http://www.iie.com/publications/chapters_preview/378/2iie3713.pdf (30 Nisan 2006)

Sachs, Jeffrey D., "Alternative Approaches to Financial Crises in Emerging Markets," 1995. http://www.cid.harvard.edu/hiid/568.pdf, (23 Nisan 2006)

Sloman J., İktisat –Makro-, Çev. Prof.Dr.Ahmet Çakmak, Bilim Teknik yayınevi, 2004.

UNCTAD, Trade and Development Report, 2005.

Wade R., "Choking The South", New Left Review 38, March-April 2006.

Yeldan E., "Neoliberalizmin İdeolojik Bir Söylemi Olarak Küreselleşme", Küresel Düzen: Birikim, Devlet ve Sınıflar (Prof.Dr.Korkut Boratav'a armağan) içinde, İletişim, 2003.

UN, World Economic and Social Survey, 2005, http://www.un.org/esa/policy/wess/ (26 Nisan 2006)

View publication stats