

FİNANSAL KRİZLER: TEORİK VE TARİHSEL BİR PERSPEKTİF

Güven DELİCE*

ÖZET

Finansal piyasaların giderek birbirine entegre olduğu ve makroekonomik göstergelerde (döviz kuru, faiz oranı vb.) aşırı ve öngörülemeyen çalkantıların söz konusu olduğu günümüz uluslararası finansal sisteminde herhangi bir ülkenin finansal piyasasında meydana gelen istikrarsızlık, uluslararası finansal piyasalarda zincirleme şekilde istikrarsızlıklara ve daha ileri aşamalarda finansal ve reel krizlere neden olabilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ve yükselen (emerging) piyasa ekonomilerinde yoğunlaşan bu krizlerin önüne geçilmesi ve/veya tedavi edilmesi, tarihsel deneyimler ışığında söz konusu krizlerin dinamiklerinin doğru bir şekilde ortaya konulmasını gerektirmektedir. Geliştirilecek politika önermeleri de bu dinamikleri esas almak durumundadır.

Anahtar kelimeler: Finansal krizler, finansal kriz modelleri.

GİRİŞ

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra başlayıp, 1990 sonrasında ivme kazanan ulusal ve uluslararası finansal piyasaların entegrasyonu süreci finansal kriz olgusunu da beraberinde getirdi. Gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkenin finansal sistemlerini liberalize edip, sermaye hesabını dışa açık hale getirdiği bu dönemde, bir taraftan sermayenin uluslararası hareketinde olağanüstü artışlar gerçekleşirken, diğer taraftan şiddeti ve etki alanı hızla genişleyen uzun süreli finansal krizler ortaya çıktı. Bu çerçevede yakın zamanlarda, özellikle gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan bu krizlerin nedenleri ve çözüm önerilerine vurgu yapan yeni ve geniş bir literatür oluşmaya başladı.

Bu çalışmanın amacı, ülkeler arasındaki finansal entegrasyonun yüksek düzeylere ulaştığı 1990'lı yıllarla birlikte ivme kazanan ve ekonomi ve finans literatüründe önemli bir yer edinen "finansal kriz" olgusunu kavramsal ve tarihsel düzlemde inceleyerek, dinamiklerini ortaya koyabilmek; bu bağlamda ilgili literatürde geliştirilmiş çözüm önerilerini incelemektir.

Finansal krizlerin geçmişi oldukça gerilere gitmekle birlikte, bu konuda teori oluşturma çabaları son 20 yılda yoğunluk kazanmış, bu çerçevede çok sayıda kriz modeli geliştirilmiştir. Çalışmada bu modellere kaynaklık eden temel modellere değinilecek; tarihsel seyir incelenirken de esas itibarıyla küreselleşme olgusunun hız kazandığı dönemi temsil etmesi nedeniyle 1990 sonrası dönem ele alınacak, bu dönemde ortaya çıkan krizler ayrı ayrı incelenmek yerine genel bir çerçeve içeri-

* Yrd. Doç. Dr., Erciyes Üniversitesi, Nevşehir İİBF, İktisat Bölümü.

sinde krizlerin ortak noktalarına dikkat çekilecek ve son olarak konuyla ilgili literatürde geliştirilen çözüm önerileri gözden geçirilecektir.

I. TEORİK DÜZLEMDE FİNANSAL KRİZLER

Bu başlık altında ekonomik ve finansal kriz kavramları, bu kavramların dayandığı unsurlar ve finansal kriz modelleri incelenecektir.

A. FİNANSAL KRİZ TANIMLARI

Etimolojik kökeni Latince ve Yunanca'ya dayanan kriz sözcüğü sosyal bilimler alanında, buhran ve bunalım gibi kavramlarla eş anlamlı olarak kullanılmakta olup, beklenmedik bir sosyal, ekonomik veya psikolojik gelişme karşısında normal ilişkilerin ciddi olarak sarsılması, karşılaşılan sorunun halledilmesinde, mevcut çözüm yollarının yetersiz kalması sonucu ortaya çıkan durumları ifade için kullanılır. Ekonomik kriz ise, “*ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini, mikro açıdan ise firmaları ciddi anlamda sarsacak sonuçlar ortaya çıkarması anlamına gelir*” (Aktan ve Şen, 2001: 1226). Bir başka tanımlamaya göre söz konusu kavram, “*genel olarak herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya finans piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişim sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmaları ifade etmektedir*” (Kibritçioğlu, 2001: 175).

Etkiledikleri sektörler açısından ekonomik krizler, reel sektör krizleri ve finansal sektör krizleri şeklinde ikili bir ayırıma tabi tutulabilir. Reel krizler, üretimde ve/veya istihdamda önemli daralmalar şeklinde ortaya çıkarlar. Finansal krizler ise ekonominin reel kesimi üzerinde tahrip edici etkiler yaratabilen ve piyasaların etkin işleyiş gücünü bozan finansal piyasa çöküşleridir.

Mishkin (1996:39), asimetric bilgi teorisi çerçevesinde finansal krizleri şöyle tanımlamaktadır: “*Bir finansal kriz, ters seçim ve ahlaki tehlike (moral hazard) sorunlarının ileri boyutlara varması ve böylece finansal piyasaların, fonların en verimli yatırım fırsatlarına sahip olan ekonomik birimlere kanalize edilmesindeki etkinliğini kaybetmesi nedeniyle finansal piyasalarda ortaya çıkan doğrusal olmayan bir bozulmadır*”.

Finansal krizler, finansal piyasaların etkin bir şekilde fonksiyon görememesi ile sonuçlanırlar. Bu da ekonomik faaliyet hacminde şiddetli daralmalara yol açar. Mishkin (2001:3) finansal krizlere kapı aralayan dört önemli faktör üzerinde durmaktadır. Bunlar:

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

B. FİNANSAL KRİZ TÜRLERİ

Feldstein (1999: 6-13) finansal krizleri dört başlık altında toplamaktadır:

- a. Cari hesap krizleri
- b. Bilanço krizleri
- c. Banka-paniklerinin yol açtığı para krizleri
- d. Sirayet krizleri ve irrasyonel spekülasyon

Yine başka bir çalışmada finansal krizler; makroekonomik politikaların yol açtığı krizler, finansal panikler, finansal fiyatlardaki şişkinliklerin (köpük) patlaması ve ahlaki tehlike krizleri olmak üzere dördü bir ayırımı tabi tutulmaktadır (Radelet and Sachs, 2000:106,107). Diğer taraftan krizler kaynaklandıkları sektöre göre, özel-kamu ve bankacılık-şirket krizleri; dengesizliklerin yapısına göre, akım dengesizlikler (cari hesap ve bütçe dengesizlikleri) ve stok dengesizlikleri (varlıklar ve yükümlülüklerin uyumsuzluğu) ve bu dengesizliklerin kaynaklandığı finansmanın vadesine göre likidite krizi ve borç ödeyememe krizi şeklinde de sınıflandırılabilir (IMF, 2002: 7).

Genel kabul gören yaklaşıma göre özellikle yükselen piyasalarda yaygın olarak görülen finansal krizler ana hatlarıyla; para, bankacılık, dış borç ve sistemik finansal krizler olmak üzere dört grupta toplanabilmektedir¹. Bu krizler genellikle birbirini takip ettikleri için bunlar arasında çok kesin çizgilerle ayırım yapılamamaktadır.

Para krizleri: Özellikle sabit döviz kuru sistemlerinde piyasa katılımcılarının taleplerini aniden yerel para ile birimlendirilmiş aktiflerden yabancı paralı aktiflere kaydırmaları sonucu, merkez bankasının döviz rezervlerinin tükenmesi şeklinde ortaya çıkan krizlerdir. Bir ülke parasının üzerindeki spekülasyon saldırı bir devalüasyonla veya şiddetli değer kaybıyla sonuçlanırsa veya merkez bankası büyük miktarlarda rezerv satmak veya faiz oranlarını önemli oranlarda yükseltmek suretiyle parayı korumaya zorlanırsa bir döviz veya para krizi oluşur.

İlgili literatürde hem teorik, hem de ampirik alanda oldukça geniş yer tutan para krizleri konusunda hala daha çözüme kavuşturulmamış olgular bulunmaktadır. Diğer taraftan her yeni kriz, ortaya yeni sorunlar çıkarmaktadır. Bazı iktisatçılar “*eski tip*” veya “*yavaş hareket eden*” para krizleri ile “*yeni-tip*” krizler arasında ayırım yaparlar. İlk kriz türleri bir aşırı harcama ve reel değerlendirme döneminin arkasından cari hesap açığının artmasıyla doruğa ulaşırlar ve çoğunlukla devalüasyon ve aşırı sermaye kontrolleri ile sonuçlanırlar. İkinci tür krizlerde ise liberalize edilmiş ve finansal piyasalara entegre olmuş bir ortamda ekonominin önemli bir kısmında bilançoların kredi değerliliği hakkında endişeleri olan yatırımcılar, döviz kuru üzerinde çok hızlı bir şekilde baskıya yol açabilirler (IMF, 2002: 6).

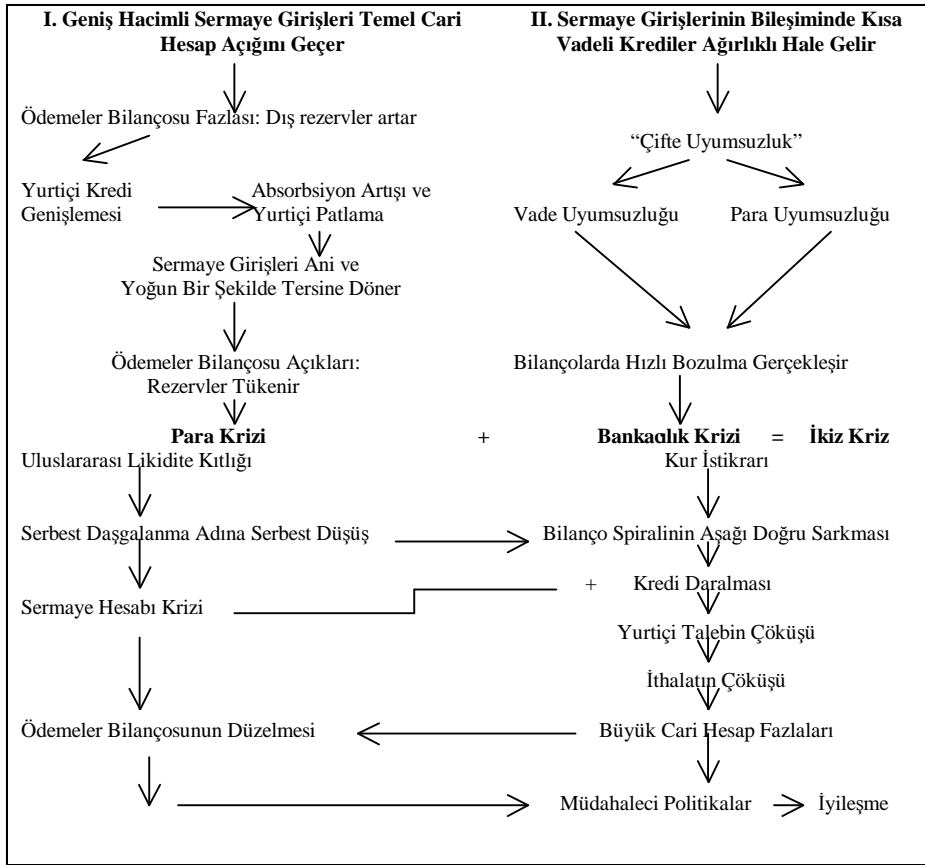
Para krizlerine yol açan spekülasyon saldırıları, yurtiçi aktif piyasalarında bir çöküşün (Asya’da olduğu gibi); yabancı para cinsinden kısa vadeli dış borçlardaki artışın, döviz kurundaki aşırı değerlendirme ve cari hesap açığındaki artışın (Meksika’da olduğu gibi) veya sabit döviz kuru sistemini terketmeye yönelik bir politika tercihinin (1992’de İngiltere’de olduğu gibi) arkasından ortaya çıkabilir (Milesi-Ferretti and Razin, 2000:286).

Para krizlerini ödemeler dengesi krizi ve döviz kuru krizi şeklinde ikili bir ayırımı tabi tutmak mümkündür. Sabit kur sistemleri uygulayan ülkelerdeki para krizleri ödemeler dengesi kriz diye adlandırılarak dikkat döviz rezervi azalmalarına

çekilirken, esnek kur sistemi uygulanan ülkelerdeki krizlere döviz kuru krizi adı verilerek, dikkat rezerv azalmaları yerine kur değişmelerine çekilmiş bulunmaktadır (Kibritçioğlu, 2001:175).

1990 sonrası dönemde gelişmekte olan ülkelerde yaşanan para krizlerinin büyük bir kısmında krizin tetiğini çeken unsur yüksek sermaye hareketliliğinin ortaya çıkardığı sermaye hesabı krizleri olmuştur. Teorik olarak, sermaye akımlarındaki bir tersine dönme para krizlerini başlatabilir ve dış finansman kaynaklarının tükenmesinden dolayı cari hesap açıklarında bir azalmayı beraberinde getirebilir. Sermaye hesabı krizlerinin en önemli iki bileşeni, hacimli sermaye girişleri ve bu sermaye içerisinde kısa vadeli kredilerin ağırlıklı olmasıdır. Bu iki durum birlikte para ve bankacılık krizine yol açmaktadır. Söz konusu krizlerin oluşum mekanizmaları genel olarak Şekil 1’de gösterildiği gibi işlemektedir:

Şekil 1: Sermaye Hesabı Krizi ve Kredi Daralması Arasındaki Nedensellik Bağları



KAYNAK: Yoshitomo Masaru and Sayuri Shirai, "Policy Recommendations for Preventing Another Capital Crisis", **Technical Background Paper**, Asian Development Bank Institute, 7 July 2000, s. 85.

Uluslararası sermaye akımları, yurtiçi tasarruflarla sınırlı olmaksızın toplam hasılayı artırmayı mümkün kılar. Hükümetin sabit kurların terkedilmesi halinde yabancı alacaklılara sağladığı üstü kapalı garantiler, kriz ortaya çıkıncaya kadar bankacılık sistemine yabancı sermaye girişlerinin devam etmesini sağlar. Zamanla yurtiçi finansal sektör kırılgan hale gelebilir. Kriz öncesinde sermaye girişlerinin GSYİH'ya oranı artar. Bankacılık sistemi borçlarını ödeyemez duruma gelinceye kadar, dış borç kanalıyla daha fazla borçlu hale gelir. Sermaye girişleri aniden durarak, tersine döner ve hasıla şiddetli bir şekilde düşer. Kriz sonrasında büyüme, yeni yabancı sermaye girişleri için yeni teşvikler verilmesine bağlıdır (Dekle and Kletzer, 2001:3).

Bankacılık krizleri: Ticari bankaların borçlarının vadesinin uzatılmaması veya vadesiz mevduatlardaki ani bir çekme talebini karşılayamamaları çerçevesinde likidite sıkıntısına düşmeleri ve arkasından iflas etmeleri durumunu ifade eder. Yani bankacılık krizleri fiili veya potansiyel banka mevduat çekilmeleri; bankaların yükümlülüklerini ertelemeleri veya hükümetin büyük ölçekli finansal destekler sağlamak suretiyle bunu önlemeye zorlanmasının teşvik ettiği banka iflasları olduğunda ortaya çıkar. Bankacılık krizleri para krizlerinden daha uzun süreli olma eğilimi taşırlar ve ekonomik faaliyet hacmi üzerinde daha şiddetli etkiler doğururlar (IMF, 2002: 6). Sermaye işlemleri üzerindeki kontroller ve diğer finansal kısıtlamalar nedeniyle bankacılık krizleri 1950'ler ve 1960'larda yaygın değildi. Fakat 1970'lerden bu yana sıklıkla ve para krizleriyle ardarda ortaya çıkmaya başladılar. 1970'lerden 1990'lara uzanan dönemde yapılan araştırmaların sonuçları, 1970-85 arasında daha çok para krizleri olduğunu, 1980'lerin ortalarından itibaren de bankacılık krizlerinin arttığını göstermektedir (Yay, 2001: 1237).

Honohan (1997), nedenleri geniş bir alana yayılan bankacılık krizlerini üç "belirti" halinde sınıflandırmaktadır: Genel makroekonomik bozukluklar, mikroekonomik aksaklıklar ve kamunun egemen olduğu bir sistemde görülen bölgesel krizler (Aktaran, Williamson and Mahar, 1998:55). Bu krizlerde mevduat sahipleri, bankaya kredi veren kişi veya kuruluşlar ve banka hissedarları oluşan güven kaybı ile fonlarını çekmek isterler. Tek bir bankanın başarısızlığı her zaman tüm bankacılık sistemini sarsmayabilir; ancak krizdeki bankanın, bankacılık sistemi içindeki payının büyüklüğü oranında, tekil banka krizinin tüm finansal sisteme ve ekonomiye yansımaları ve sistemik bir krize dönüşmesi olasılığı oldukça yüksektir (Yay vd., 2001:140).

Dış Borç krizleri: Bir ülkenin kamu ve/veya özel kesime ait dış borçlarını ödeyememe durumudur. Özellikle hükümetlerin dış borçların çevrilmesi ve yeni dış kredi bulma konusunda sıkıntı yaşamaları nedeniyle dış borcun yeni ödeme planlarına bağlanması veya yükümlülüklerin ertelenmesi şeklinde ortaya çıkarlar.

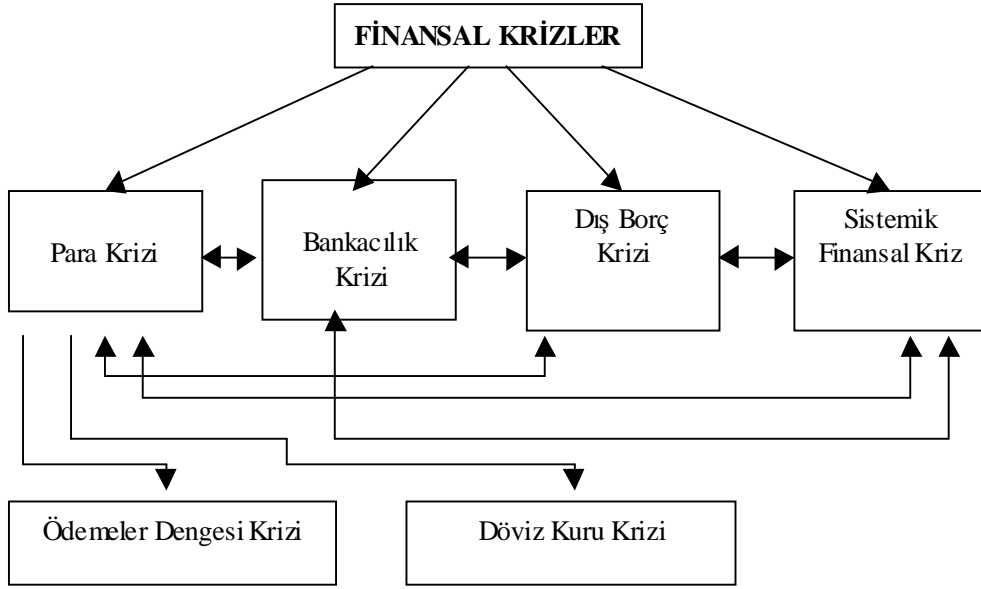
Borçlanıcı borçlarını ödeyemediğinde veya borç vericiler borçların ödenememe olasılığı olduğunu düşünerek yeni krediler vermeyip, mevcut kredileri geri almaya çabaladıklarında borç krizleri ortaya çıkar. Bu krizler özel veya kamu borcundan kaynaklanabilir. Kamu sektörünün geri ödeme yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği şeklindeki risk algılamaları özel sermaye girişlerinde şiddetli bir düşüş ve bir para krizine yol açabilir (IMF, 2002: 6).

Sistemik Finansal Krizler: Potansiyel olarak finansal piyasaların ciddi biçimde bozulmasını ifade eder. Ekonomik, politik ve sosyal yaşamın yapısından ve değişkenliğinden kaynaklanırlar. Sabit bir döviz kuru veya konvertibilite taahhüdü, merkez bankasının, *nihai ödünç mercii* (lender of the last resort) olma yeteneğini sınırlayarak bir ödemeler bilançosu problemini, bir bankacılık sorununa dönüştürür (Fernandez and Schumacher, 1997:25). Belli bir düzeyde sabitlenmiş döviz kurları ticari açıkların artmasına yol açar ve bu da kaçınılmaz bir şekilde ilgili paraya yönelik spekülasyon bir saldırıya, döviz rezervlerinde bir kayba ve döviz kurlarında uyum sağlayıcı bir düşüşe yol açar (Feldstein, 1999:6). Bekleyişler döviz kurlarını etkilediği için para değerlerindeki dalgalanmalar büyük ve hızlı olabilir. Bir paranın değerindeki ani düşüşün ilk belirgin etkisi yabancı para cinsinden borçların değerindeki artıştır (Feldstein, 1999:5). Bir spekülasyon atak başladığında ve paranın değerinde bir değer kaybı ortaya çıktığında, yeni gelişen piyasa ekonomilerinde borç piyasalarının kurumsal yapısı (borç sözleşmelerinin kısa vadesi ve yabancı paralarla birimlendirilmiş olmaları) ile ulusal paranın devalüasyonu arasında karşılıklı bir etkileşim ortaya çıkar ve ekonomi sistemik bir finansal krize sürüklenir (Mishkin, 2001: 11).

Bu krizler birbirinden bağımsız olmayıp, bir çok durumda farklı alanlarda başlayan bir kriz, diğer kriz türlerini de beraberinde getirmektedir. Şekil 2’de krizler arasındaki bu olası bağlar gösterilmektedir.

Finansal krizler birkaç aşamada ortaya çıkarlar. Finansal ve finansal olmayan bilançolarda bozulmanın olduğu başlangıç aşamasını² ikinci aşamada bir para krizi takip eder. Üçüncü aşama, para krizinin bir sonucu olarak ortaya çıkan finansal ve finansal olmayan bilançoların daha ileri bozulmasıdır. Bu aşama ekonominin yıkıcı sonuçları olan tam bir finansal krize girme aşamasıdır (Mishkin, 2001:7).

Şekil 2: Finansal Krizlerin Sınıflandırılması



Yapılan ekonometrik çalışmalarda döviz kuru çöküşleri ve bankacılık krizleri arasında yüksek bir korelasyon gözlenmiştir (Kaminsky and Reinhart, 1996; Chang and Velasco, 1998:2). Diğer taraftan para krizlerinin sistemik finansal krize kaynaklık etme olasılığı oldukça yüksektir. Örneğin 1980'lerin başlarında Güney Amerika'da, 1990'ların başlarında İskandinavya'da, 1995'de Meksika'da ve 1997'de Asya'da yaşanan para krizleri sistemik finansal krizlere dönüşmüşlerdir.

Döviz kurlarındaki bir çöküş, banka denetiminin iyileştirildiği ve literatürde önerilen diğer tedbirlerin alındığı ortamlarda bile, yurtiçi bilançoları zayıflatabilir ve bir finansal krizin başlamasına yol açabilir. Bu da daha sonra bölgesel yayılma etkilerinin veya uluslararası yatırımcıların global finansal piyasalardaki önemli bir bozukluğa tepki olarak yeniden pozisyon almalarının bir sonucu olarak geniş sermaye çıkışları yaşanmasına sebep olabilir (Asian Policy Forum, 2000: 11).

Bazı yazarlara göre finansal krizlerin kökleri, ekonomik istikrara ve düşük enflasyona katkı yapmada güvenilir olarak algılanmayan para ve maliye politikalarında aranmalıdır (Eisenbeis, 1997:83). Bireysel finansal kurumların yaşadıklarının aksine bütün sisteme etki eden finansal krizler genel olarak makroekonomik dengesizliklerden doğarlar. Bu tür dengesizlikler sistemik krizleri başlatabilmekle birlikte, bunların tekrarlanması ve derinleşmesi kurumsal ve düzenleyici unsurlar tarafından güçlü bir şekilde etkilenirler. Bu unsurlar; asimetriler, rijitlikler ve kısmi rezerv bankacılığının dışsallıkları; yetersiz muhasebe ve denetleme standartları; ihtiyatlı düzenlemelerin (prudential regulations) uygulanmasındaki yetersizlik ve problemlili bankalara zamanında müdahale edilmemesinden oluşmaktadır (Garcia, 1997:97). Buna göre piyasalar izlenen veya izlenecek olan para ve maliye politika-

larının güvenilir olmadığına inanırsa krizlerin ortaya çıkma olasılığı artar. Bu çerçevede aşırı enflasyon veya kaynakların dağıtımında ve yönetiminde hükümete çok büyük rol veren maliye politikaları güvenilir politikalar değildir ve bir finansal krize yol açabilirler.

Gelişmekte olan ülkelerde finansal krizler çoğunlukla, mali savurganlıklar, yanlış döviz kuru politikaları, uluslararası finansal şoklar, zamansız ve asgari koşullar oluşturulmadan yapılan finansal liberalizasyon uygulamaları ve yurtiçi bankacılık sektöründeki zayıflıklar nedeniyle ortaya çıkmaktadır (Sachs, 1998: 247). Bu ülkelerde yurtiçi finansal piyasalarda yaşanan sorunlar çoğunlukla para ve döviz kuru krizlerine ve ödemeler bilançosunda güçlükler yaşanmasına yol açmakta; hatta dış borç krizine dönüşebilmektedir³. Yabancı sermaye akımlarının tersine dönmesi veya döviz kuru üzerindeki spekülasyon saldırıları her zaman bu ülkelerde yurtiçi finansal istikrarı tehdit etmektedir. Sanayileşmiş ülkelerde ise, para ve döviz piyasalarında yaşanan problemler genellikle yurtiçi finansal piyasalara yayılmakta ve yurtiçi finansal sorunlar her zaman döviz ve ödemeler dengesi krizlerine yol açmamaktadır (UNCTAD, 1998:54). Örneğin 1992'deki Avrupa Para Sistemi'nde yaşanan krizde para piyasalarında önemli karışıklıklar vardı (UNCTAD, 1998:81-82). Fakat bu karışıklıklar ilgili ülkelerdeki bankacılık ve finansal sistemi tehdit etmedi. Diğer taraftan ABD'deki bankacılık ve gayrimenkul krizinde yurtiçi finansal sistemde önemli güçlükler olmakla birlikte, bu güçlükler para piyasalarında istikrarı bozmadı.

Calvo (2000:71), yeni gelişen piyasalardaki finansal krizlerin, yurtiçi finansal sektörler, uluslararası borçverenler ve ulusal parasal ve mali otoriteler arasındaki karmaşık karşılıklı ilişkiler yoluyla geliştiğini gözlemlemiştir. Yazara göre, cari hesap açıkları mutlaka finansal krize yol açmamakla birlikte, krizlerin ortaya çıkmasında dolarizasyonla birlikte önemli bir rol oynamaktadırlar (Calvo, 2000:72).

C. FİNANSAL KRİZ MODELLERİ

Reel ve finansal krizleri açıklamaya yönelik olarak geliştirilen çok sayıda teorik model vardır. Ancak bu modeller bütün kriz türleri için açıklayıcı nitelikte değildir. Çünkü krizler arasında her ne kadar ortak noktalar olsa da, hiçbir kriz birbirinin aynısı olmamaktadır. Her birisi krizlerin farklı noktasına dikkat çeken bu modelleri beş başlık altında toplamak mümkündür:

- 1- Birinci nesil modeller (spekülasyon atak modelleri),
- 2- İkinci nesil modeller,
- 3- Yayılma/Bulaşma etkisi (contagion) modelleri,
- 4- Dışsal faktörlere vurgu yapan modeller,
- 5- Diğer modeller.

Krugman tarafından ortaya atılan (1979) ve Flood ve Garber (1984) tarafından geliştirilen birinci nesil modeller, krizi ateşleyen temel makroekonomik faktörlerin önemini vurgulamakta ve para krizlerini, makroekonomik politikaların yapısal uyumsuzluğu, yani sürdürülemez oluşuna bağlamaktadır. Kanonik modeller olarak da adlandırılan bu modellerde finansal krizlerin ekonomi politikalarındaki

temel dengesizlikler (bütçe açıklarının para basılarak finanse edilmesi gibi) ve döviz kurunu sabit tutma arasındaki tutarsızlıktan kaynaklandığı öne sürülmektedir (Krugman, 2000:2). Mali açıkların büyük ölçekli parasal finansmana dayandığı, bunun da bir rezerv erozyonu ortaya çıkaracağı ve sonunda bir para çöküşü ile sonuçlanacağına vurgu yapılan bu modellerde, makroekonomik verilerin kötüleşmesi⁴ krizlerin temel nedeni olarak gösterilmektedir. Spekülasyon döviz rezervlerinde önemli azalmalara yol açar, bu da daha sonra merkez bankasını sabit tutulan pariteyi korumaktan vazgeçmeye zorlar (Krugman, 2000:2).

Krugman'ın sürdürülemez düzeydeki sabit kurun mutlaka terkedileceğini öngören modeli genel olarak finansal, özel olarak da para krizlerini anlamada bir ilk adım olarak oldukça önemlidir. Bu model daha sonra bir taraftan farklı boyutlarda geliştirilirken, diğer taraftan eleştirilere de⁵ konu olmuş ve yeni model oluşturma çabalarını hızlandırmıştır. Bunlardan en önemlileri, “*ikinci nesil kriz modelleri*” olarak adlandırılan ve makroekonomik politika problemlerine vurgu yapan modellerdir. 1992-93 Avrupa Para Krizi'nden sonra gündeme gelen bu modellerde, para krizini yaratan olgu, makroekonomik politikaların sürdürülebilirliği ile ilgili beklentilerde ortaya çıkan ani değişikliklerdir⁶.

1994/95 ve 1997'de yaşanan krizlerin yukarıda adı geçen modellerle açıklanamaması sonucu “*üçüncü nesil modeller*” (Yayımla/Bulaşma Etkisi Modeli) geliştirilmiştir. Finansal piyasaların giderek bütünleştiği günümüz dünyasında herhangi bir ülkenin finans piyasasında meydana gelen istikrarsızlıkların veya krizin bir başka yerde makroekonomik temellerle açıklanamayan bir krizi başlatabilmesi gerçeğinden hareket eden bu modellerde (Masson, 1998:2), hükümetlerin ahlaki tehlikeye yol açan politikaları (özellikle finansal güvenlik ağları), krizi yaratan temel faktör olarak ele alınmaktadır. Birinci nesil spekülasyon atak modellerine dayalı olan bu modellerde farklı ülkelerde eşanlı olarak ortaya çıkan krizler açıklanırken, ülkelerin kendi içlerinde benzer kırılmalıklar taşıdıkları (örneğin Asya'da sabit döviz kuru sistemleri ve dolar cinsinden aşırı dış borçlar gibi) ve bu yüzden ortak şoklarla sarsıldıkları öne sürülmektedir⁷. Diğer taraftan bireylerin rasyonel olmayan davranışları veya parasal fon yöneticilerinin karşılaştıkları asimetrik güdümler nedeniyle yatırımcılarda oluşan rasyonel olmayan beklentilerin de krizlerin yayılmasını etkilediği kabul edilir⁸.

Dışsal faktörlere vurgu yapan modellerde ise, özellikle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerde dışsal faktörlerin belirleyiciliği hareket noktası olmaktadır. Bu çerçevede sanayileşmiş ülkelerdeki önemli ekonomik gelişmeler (dış ticaret hadlerinde, döviz kurlarında ve faiz oranlarındaki büyük ölçekli değişimler), yatırımların globalleşmesi ve sermaye piyasalarının artan entegrasyonu gibi faktörlerin, gelişmekte olan ülkelerde krizleri harekete geçirdiği kabul edilmektedir (Yay, 2001:1241). Örneğin sanayileşmiş ülkelerin faiz oranlarındaki düşüşler, sermaye akımlarını gelişmekte olan ekonomilere yönlendirirken⁹, faiz oranlarında meydana gelen ani artışlar, bu ekonomilerdeki bankaların ve firmaların maliyetlerin yükselterek, dış finansman akımlarını sınırlayabilmektedir. Bununla birlikte, yapılan bazı çalışmalar, finansal piyasalar arasındaki artan entegrasyonun uzun vadede makroe-

ekonomik göstergelerdeki aşırı dalgalanmaları (volatility) azalttığını ortaya koymaktadır¹⁰.

Özellikle 1997-98'de Asya'da yaşanan krizin arkasından para ve bankacılık krizlerinin (ikiz -twin- krizler) ortak bazı faktör ve olgular tarafından yaratıldığını vurgulayan ve problemlerin kaynağının banka ve finans sektörü olduğunu belirten çok sayıda model geliştirildi. Bu modellerin büyük bir kısmında 1990'lardaki krizlerin bütün sorumluluğu serbest sermaye akımlarına yüklenmektedir. Ancak sermaye kontrolü uygulayan ülkelerde özellikle para krizlerinin çok daha olası olduğunu ortaya koyan çalışmalar, bu teze dikkatli yaklaşılmasını gerektirmektedir. Söz konusu modellere göre finansal liberalizasyonun arkasından iyi düzenlenmemiş bir bankacılık sistemi ve mikroekonomik bozukluklar, gizli mevduat sigortası¹¹ ve gizli kamu garantileri gibi unsurlar ahlaki tehlike ve aşırı borçlanma yaratarak ciddi krizlere yol açmaktadır (Yay, 2001:1239).

II. TARİHSEL SÜREÇ İÇERİSİNDE FİNANSAL KRİZLER

Kapitalizmin gelişme sürecinde yaşanan en büyük kriz olma özelliğini koruyan, 1929 Dünya Buhranı'nın etkileri geçtikten sonra 1960'ların sonlarına kadar dünya ekonomisinde büyük boyutlu bir ekonomik ve finansal krize rastlanmamaktadır. Bu arada çok büyük boyutlarda olmamakla birlikte İngiltere'de bir finansal kriz olgusundan söz etmek mümkün. 1956 yılında *Süveyş Kanalı Şirketi*'nin yaşadığı sıkıntılar İngiltere için günümüzdeki anlamıyla bir finansal kriz yol açmıştı. İngiltere'nin 1956 ve 1957 yıllarında cari hesap fazlası olmasına rağmen, ülkenin uluslararası ticaretindeki olumsuzluklar karşısında, sterlin baskı altında kalmış, İngiltere Merkez Bankası dolara karşı sterlinin sabit değerini korumak için dolar rezervlerinin tamamına yakınına kullanmaya zorlanmıştı¹².

Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü ile başlayan ve iki petrol kriziyle ivme kazanan 1970 sonrası dönem, yeniden şiddetli krizlerle tanımlanmaya başlandı. Bu dönemde özellikle finansal sermayenin uluslararası düzeyde artan hareketliliği, hem gelişmiş, hem de gelişmekte olan ülkelerde artan sıklıkta finansal krizleri de beraberinde getirdi¹³.

1980'li yılların başında gelişmekte olan ülkelerin dış borç yükümlülüklerini yerine getirememeleri sonucu yaşanan borç krizi, gelişmiş ve gelişmekte olan dünyada etkileri uzun süre devam eden ciddi ekonomik problemler yaşanmasına ve bir bütün olarak dünya ekonomisinin daralmasına yol açtı.

1990'lı yıllar, birçok gelişmekte olan ülkenin önemli ölçüde dışa açıldığı, ekonomik ve finansal krizlerin ortaya çıkma sıklığının arttığı ve daha çok bölgesel nitelik kazandığı bir dönemi temsil etmektedir. Bu dönemde yaşanan finansal krizlerin en önemlileri:

- 1- Avrupa Para Sistemi'nin Döviz Kuru Mekanizması'nda (ERM), 1992-93'te yaşanan krizler,
- 2- Latin Amerika'da 1994-95 döneminde Meksika'daki krizin ardından ortaya çıkan Tekila Krizi,
- 3- 1994-95'de Türkiye'de yaşanan para ve bankacılık krizi,

- 4- 1997-98'de Tayland, Endonezya, Güney Kore ve Malezya'da başlayıp, etkileri önce diğer Asya ülkelerine daha sonra OECD ülkeleri dahil olmak üzere bölge dışındaki birçok ülkeye yayılan finansal kriz,
- 5- Asya krizine paralel olarak 1998'de Rusya ve Brezilya'da yaşanan krizler,
- 6- Kasım 2000 ve Şubat 2001'de Türkiye'de yaşanan para ve bankacılık krizleri,
- 7- Arjantin'de 2001 yılında başlayıp, derin bir ekonomik ve toplumsal çöküşe yol açan ve etkileri devam eden finansal kriz.

Bu krizlerin her birinin kendine has özellikleri olmakla birlikte ERM krizi hariç diğer bütün krizlerde, sabit veya bağlı döviz kuru sistemleri,¹⁴ yoğun sermaye giriş/çıkışları ve makroekonomik göstergelerdeki bozukluklar belirleyici rol oynamıştır. Ayrıca yurtiçi finansal ve finansal olmayan sektörler, uluslararası yatırımcılar, bankalar ve hükümetler arasındaki karmaşık karşılıklı ilişkilerin krizlerde önemli rol oynadıkları ve krizlerin öngörülemediği de bilinen olgulardır. Yine bu krizlerin büyük bir kısmında politikacıların hazine kaynaklarını kullanarak güç kazanma girişimleri, vergi tabanındaki aşınmaların büyük kamu sektörü açıklarına yol açması ve bunun da para basılarak veya yurtiçi bankalardan borçlanarak finanse edilmesi önemli rol oynamıştır. Diğer taraftan ekonomilerin hiper veya yüksek enflasyondan finansal olarak istikrarlı rejimlere geçiş aşamasında da krizlere maruz kaldıkları gözlenmiştir (Walters, 1997:17).

Son krizlerle ilgili olarak yapılan değerlendirmeler ve ekonometrik kanıtlarda finansal liberalizasyon ile krizler arasındaki önemli bağlara vurgu yapılmaktadır. Bu konuda en kapsamlı çalışmalardan biri Kaminsky ve Reinhart (1996) tarafından yapılmıştır. Yazarlar çok sayıda banka ve ödemeler bilançosu krizini inceledikleri çalışmalarında, ele aldıkları 26 bankacılık krizinden 18'inde önceki 5 yıllık aralıkta finansal sektör liberalizasyonunun yapılmış olduğu, bu çerçevede finansal liberalizasyonun, ödemeler bilançosu krizlerinin %71'ini, bankacılık krizlerinin %67'sini tam olarak açıkladığı sonucuna ulaşmışlardır. Yine M2 çoğaltanının ve yurtiçi kredilerin nominal GSYİH'ya oranının bankacılık krizlerine giden süreçlerde sürekli bir şekilde arttığı çalışmanın diğer önemli bulguları arasında yer almaktadır. Bu olgular Şili (1982), İsveç ve Finlandiya (1992), Meksika (1994) ve Asya olmak üzere bir çok krizde doğrulanmıştır (Chang and Velasco, 1998:20).

Ulusal paranın devalüasyonu finansal sektörün bilançolarında daha ileri bir bozulmaya yol açar, bu da büyük ölçekli bir bankacılık krizini teşvik eder. Meksika'da ve Doğu Asya ülkelerinde ulusal para değer kaybettiğinde bankalar ve diğer finansal kurumların bir çoğunun yabancı para cinsinden olan yükümlülüklerinde şiddetli artışlar oldu. Bu kurumların bir çoğunun yabancı para cinsinden borçları çok kısa vadeliydi. Dolayısıyla borcun hızlı bir şekilde geri ödenmesi gerektiği için, bu borcun değerindeki şiddetli artış likidite problemlerine yol açtı. Bankaların ve diğer finansal kurumların bilançolarındaki daha ileri bozulmanın ve sermaye tabanlarının zayıflamasının sonucu, verdikleri kredileri kesmeleri oldu (Mishkin, 2001:12).

1990'lı yıllarda yaşanan krizlerin çoğunda yayılma etkisi görülmüştür. ERM krizi sırasında İtalyan Lireti, İngiliz Sterlini ve Finlandiya Markkası dalgalandığında, Fransız Frangı, İrlanda Poundu ve İsveç Kronu spekülâtif baskı altında kalmıştır (Yay, 2001:1241). Meksika Pesosu'nun devalüasyonu da Arjantin ve Brezilya üzerinde spekülâtif baskı yaratmış; en yoğun bulaşma etkisi ise Asya'da yaşanmıştır. Gregorio and Valdés (2001:289) tarafından yapılan ve 1982 Borç Krizi, 1994 Meksika Krizi ve 1997 Güney Doğu Asya Krizi'nin incelendiği bir ampirik çalışmada yazarlar, ticari bağların ve kriz öncesi büyüme oranlarındaki benzerliklerin, yayılma etkisinden hangi ülkelerin daha çok etkilendiğini açıkladığı sonucuna ulaşmışlardır. Borç bileşiminin ve döviz kuru esnekliğinin yayılmayı bir dereceye kadar sınırlarken, sermaye kontrollerinin bu konuda başarılı olamadığı çalışmanın ilginç bulguları arasında yer almaktadır. Eichengreen vd. (1996:20), 20 sanayilemiş ülkenin 1959-1993 yıllarına ait makroekonomik ve politik verilerini kullandıkları çalışmalarında, dünyanın herhangi bir yerinde ortaya çıkan bir spekülâtif saldırının başka bir yerde ulusal para üzerinde bir atak olma olasılığını %8 artırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Meksika krizi için her ne kadar "*Tekila Etkisi*"ne göndermeler yapılırsa da bazı yazarlara göre, bu kriz tek bir ülkeyle sınırlı kalmıştır (Eichengreen and Fishlow, 1998:50, 62). Arjantin ve Brezilya'da güçlükler yaşanmış olmakla birlikte, bunların hiç biri Meksika türü bir krize maruz kalmamışlar, Şili ve Kolombiya gibi diğer Latin Amerika ülkeleri ise bu durumdan çok daha az etkilenmişlerdir.

Güneydoğu Asya finansal krizi özel sektördeki dengesizliklerden kaynaklandığı için diğer birçok krizden farklılıklar arz ediyordu. Türkiye (1994), Rusya (1998) ve Brezilya'daki krizlerin aksine birçok Asya ülkesinde mali pozisyon sağlamdı ve kamu sektörü borcu düşük düzeylerdeydi. Üstelik cari hesap açıklarıyla ölçülen dış dengesizliklerin arkasındaki itici güç, Meksika'da (1994) olduğu gibi aşırı tüketim değil, sürdürülemez bir yatırım patlamasıydı (IMF, 2002: 7). Bu kriz bir sermaye hesabı kriziydi. Diğer taraftan 1980'ler ve 1990'lardaki diğer güven krizlerinin aksine bu krizin kökeninde yatan sebepler yapısalıdı: Zamansız finansal sektör liberalizasyonu, zayıf idare ve özel sermaye akımlarını yönetmede politika hataları. Krizin bir diğer önemli karakteristiği finansal yayılmanın esas olarak bölgesel olması ve bunun da bölgesel çözümleri gerektirmesiydi (Rana, 2002: 3).

Söz konusu kriz ile ilgili olarak hazırlanan bir çok rapor kısa vadeli borcun rolüne vurgu yapmaktadır. Etkilenen ülkelerin dış borçları özel bir durum arz ediyordu. Bunların büyük bir kısmı kısa vadeliydi ve yabancı alacaklılar panikledikleri¹⁵ ve verdikleri kısa vadeli kredilerin vadesini uzatmayı reddetmelerinde krizler çıktı (Chang and Velasco, 1999:20).

Güçlü mali boyutları olmakla birlikte Rusya finansal krizi, fiili olarak reform ve kurumları oluşturma çabalarında ortaya çıkan aksamaların habercisiydi. 17 Ağustos'ta borç moratoryumu/yeniden yapılanma ve rublenin devalüasyonu ilan edildiği zaman, Rus bankaları kamu menkul kıymetlerinin 27 milyar dolarlık nominal değeri üzerinden önemli kayıplara maruz kaldılar ve dış borç yükümlülükleri önemli ölçüde arttı (Mishkin, 2001:13). Bankacılık sisteminin ve rublenin çökü-

şünden, finansal olmayan sektörün bilançolarının olumsuz etkilenmesi daha sonra bir finansal krize yol açtı.

1999'da Brezilya'da yaşanan kriz burada tanımlandığı şekliyle bir finansal kriz türü değildi. Brezilya, Krugman (1979) tarafından tanımlanan sürdürülemez mali politikaların bir para krizine yol açacağı yönündeki endişelerin ortaya çıkardığı klasik bir ödemeler dengesi krizi yaşadı.

2000'li yıllar, finansal krizlerin ekonomilerin reel kesimlerinin yanısıra siyasal ve toplumsal boyutta da önemli ölçüde olumsuzluklarla sonuçlanabileceğini ortaya koyan ciddi krizlerle başladı. 2000-2001 döneminde Türkiye'de yaşanan krizin etkileri ekonomik daralma ile sınırlı kalırken, hemen hemen aynı dönemlerde Arjantin'de patlak veren kriz toplumun bütün katmanlarını etkileyen sosyal patlamalara kapı araladı¹⁶. Her iki ülkede de krizlerin kökeninde yatan faktörler; yapısal ve makroekonomik sorunlar, finansal sistemin (özellikle bankacılık sisteminin) sorunları, sabit kur uygulamaları (Arjantin'de para kurulu), yabancı sermaye girişlerinin ve liberalizasyonun yarattığı sorunlar, politik istikrarsızlıklar ve dışsal şoklardı¹⁷.

III. ÇÖZÜM ÖNERİLERİ

Finansal krizler önlenebilir mi? Bazı makroekonomik göstergelerdeki bozulmalar bir finansal kriz habercisi olabiliyorsa bu tür durumlarda nasıl tedbirler alınabilir? Krizlerin ortaya çıkması önlenemiyorsa, kriz esnasında sürecin en az kayıpla aşılması konusunda neler yapılabilir? Son dönemlerde finansal krizlerin sıklaşması ve şiddetinin artması üzerine bu sorulara yanıt arayan bir literatür oluşmaya başlamıştır. Geliştirilen çözüm önerileri ulusal ve uluslararası düzeyde olmak üzere iki ayrı başlık altında toplanmaktadır. Bunların incelenmesine geçmeden önce kriz göstergelerinin incelenmesinde yarar vardır.

A. FİNANSAL KRİZ GÖSTERGELERİ VE ERKEN UYARI SİSTEMLERİ

Finansal krizlere yönelik teori oluşturma çabaları çerçevesinde ortaya çıkan modellerin ele aldıkları önemli konulardan biri de finansal krizler ortaya çıkmadan önce bunların belirtilerinin neler olduğunun ortaya konulmasıdır. Bu çerçevede krizleri önceden haber vererek onların kontrol altına alınmasını sağlayacak erken uyarı sistemleri oluşturmak için birçok ampirik çalışma yapılmıştır (Yay vd., 2001:28).

Toronto Üniversitesinden Peter Pauly tarafından yapılan bir analizde, birçok ülkede finansal kriz öngörücüsü olarak ele alınabilecek makroekonomik ve finansal değişkenler Meksika ve Güneydoğu Asya ülkeleri bağlamında incelenmiş ve aşağıdaki tablolar oluşturulmuştur¹⁸.

Tablo 1: Finansal Krizler Öncesinde Bazı Makroekonomik Göstergelerdeki Değişiklikler

ÜLKE	MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Meksika	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Endonezya	x		x			x			x				x
Kore			x	x		x			x	x	x	x	
Malezya	x			x	x				x	x			x
Filipinler	x		x	x	x		x	x	x	x			x
Tayland	x	x	x	x					x	x	x	x	x

NOT : X işareti kriz öncesinde söz konusu alanda problem yaşandığını göstermektedir. Tablodaki numaralara karşılık gelen göstergeler şunlardır:

- | | |
|---|--|
| 1. Reel döviz kuru baskısı | 8. Büyük ticari açık |
| 2. GSYİH artış oranındaki düşüş | 9. Büyük cari hesap açığı |
| 3. Yüksek enflasyon oranı | 10. Yabancı portfolyo yatırımının dolaysız yatırımlara oranının yüksekliği |
| 4. Faiz oranı farklılığının yüksek olması | 11. Kısa vadeli dış borcun yüksekliği |
| 5. Faiz oranı farklılığındaki artış hızı | 12. ABD Doları Cinsinden (korunmamış) borcun yüksekliği |
| 6. Yüksek reel faiz oranı | 13. Emlak alımlarının sabit yatırımlara oranının yüksekliği |
| 7. Düşük yurtiçi tasarruf oranı | |

Tablo 2: Finansal Krizler Öncesinde Bazı Finansal Sektör Göstergelerindeki Değişiklikler

ÜLKE	FİNANSAL SEKTÖR GÖSTERGELERİ											
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
Meksika	x	x	x	x		x			x	x		
Endonezya	x	x	x	x	x			x	x	x	x	
Kore			x	x	x		x	x	x	x	x	
Malezya	x	x	x	x	x	x		x	x	x		
Filipinler			x							x		
Tayland	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		

NOT : X işareti kriz öncesinde söz konusu alanda problem yaşandığını göstermektedir. Tablodaki numaralara karşılık gelen göstergeler şunlardır:

14. Yetersiz gözetim
15. Raporlama ve denetleme prosedürlerinin yetersizliği
16. Ciddi yapılmayan kredi risk değerlendirmesi
17. Sınırlı banka rezerv yeterlilikleri
18. Finansal sektör ve politikacılar arasındaki yakın bağ
19. Finansal sektörün bölünmüşlüğü
20. Yüksek oranda geri dönmeyen krediler
21. İsteksiz yapılan hesap kapamalar/birleşmeler
22. Yabancı finansal kurumların sisteme girişleri üzerinde kısıtlamalar
23. Finansal araç portföylerinin gelişmemiş olması
24. Etkin olmayan kaynak dağılımı

Tablo 1 ve 2, ülke deneyimleri çerçevesinde finansal krizlerin habercisi olarak dikkate alınabilecek göstergelerin neler olduğu hakkında fikir vermektedir. Tablolardan görülebileceği gibi, Asya ülkelerinin hiç biri Meksika’da olduğu kadar makroekonomik göstergeler anlamında sıkıntılı olmadıkları halde, finansal sektör göstergeleri açısından Meksika’dan daha kötü durumdadırlar. Asya ülkeleri özellikle kredi risk değerlendirmelerinin yeterli bir şekilde yapılmaması, finansal araç portföylerinin gelişmemişliği, finansal sektör ve politikacılar arasındaki ilişkiler ve spekülasyon emlak alımlarının konut yatırımının sabit yatırımlara oranının yüksekliği açısından oldukça olumsuz bir görünüm arz ediyorlardı.

IMF’nin özellikle para krizleri ortaya çıkmadan önce onları öngörmeye dönük çabalarında erken uyarı sistemleri (EWS) olarak bilinen ekonometrik modeller kullanılmaktadır. Dışsal oynaklıklar (volatility) üzerinde odaklaşan EWS modellerinde kullanılan değişkenler; kısa vadeli borcun döviz rezervlerine oranı, reel döviz kurunun uzun vadeli trend değerine kıyasla değerlendirme oranı ve cari hesap açığından oluşmaktadır. Hem teori, hem de ampirik kanıtlar göstermektedir ki, bu değişkenlerin her birinin değeri ne kadar yüksek olursa, bir kriz olasılığı o kadar yüksek olmaktadır (Mulder, 2002: 8).

Gözlemler aktif fiyatlarının (gayrimenkul, hisse senedi piyasası gibi) bir çöküş olmadan önce yükselme eğiliminde olduğunu göstermektedir. Ekonometrik çalışmalar (Örneğin, Kaminsky ve Reinhart, 1996) reel olanların aksine, finansal değişkenlerin krizler için anlamlı öngörücüler olduğunu doğrulamaktadır.

Frankel ve Rose (1996) brüt sermaye girişleri içerisinde dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının payının küçük olmasının krizler için iyi bir öngörücü olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Sachs, Tornell ve Velasco’nun bulguları da kısa vadeli sermaye girişlerinin payının düşük olduğu ülkelerin Tekila Krizi’nden daha az etkilendiğini göstermektedir (Aktaran, Chang and Velasco, 1998:2).

Diğer taraftan büyük cari hesap açıklarının veya yüksek borç düzeyinin krizlerin öngörülmesinde önemli göstergeler olamayacağını ortaya koyan istatistiksel kanıtlar da bulunmaktadır (Frankel, 2000:328). Buna göre cari hesap açığının büyüklüğünden ziyade onun nasıl finanse edildiği ve fonların nasıl kullanıldığı önemlidir.

B. YURTIÇİ DÜZENLEMELER

Finansal krizlerle ilgili literatürde krizlere götüren süreçte belirleyici ve ortak sayılabilecek faktörler olarak, kamuoyuna bilgi sunumu ve şeffaflığın yetersizliği, yanlış yönlendirilmiş yatırım teşvikleri ve kredi garantileri, çok büyük boyutlara ulaşan dış açıklar, çok uzun süre korunan sabit döviz kurları, zayıf finansal düzenlemeler ve yurtdışından aşırı borçlanma olgularına vurgu yapılmaktadır. Bu çerçevede geliştirilen çözüm önerilerinin büyük bir kısmı, uygulanacak yurtiçi politikalarla bu sorunların kalıcı biçimde giderilmesine yönelik olmaktadır. Finansal düzeyde genel kabul gören politika tedbirleri Mishkin (2001:13) tarafından şu başlıklar altında toplanmaktadır:

- § İhtiyatlı düzenleme ve denetleme,
- § Muhasebe ve kamuoyunu aydınlatma standartları,
- § Piyasa esaslı disiplin,
- § Sermaye kontrolleri,
- § Kamu mülkiyetindeki finansal kurumların sistemdeki rolünün azaltılması,
- § Dış borçlanma üzerine kısıtlamalar konulması,
- § Para politikası ve fiyat istikrarı,
- § Döviz kuru rejimleri ve döviz rezervleri.

Kabul edilen döviz kuru rejimlerinin bu noktada kilit rol oynadığı görülmektedir. Ülke deneyimleri, para ve bankacılık krizi durumlarında esnek döviz kurlarının sabit kurlara göre üstün bir mekanizma olduğunu göstermiştir. Finansal liberalizasyonun krizlere yol açacağı korkusunun ilk kez gündeme getirildiği kapsamlı çalışmasında Diaz-Alejandro, sabit döviz kurları altında yapılan finansal reformların, serbest uluslararası sermaye akımlarının, banka mevduatları üzerindeki üstü kapalı garantilerin ve zayıf yurtiçi finansal denetim sistemlerinin tehlikeleri açısından 1981-1983 Şili finansal krizini örnek göstermektedir. Yazar, hükümetlerin yurtiçi aracılığa yönelik düzenlemeleri ile yurtiçi finansal kurumlar arasındaki karşılıklı etkileşimlerin bir finansal krize götüreceğine vurgu yapmaktadır (Bkz. Diaz-Alejandro, 1985). Bununla birlikte, esnek kurlar ancak uygun parasal politikalarla desteklendikleri takdirde etkin işleyebilmekte ve merkez bankasının *nihai ödünç verici* olarak hareket etmeye istekli olması da esnek kurların başarısı için önem arz etmektedir. Esnek kurların dış kreditorlerin panikleriyle başa çıkmada yardımcı olamayacaklarına da dikkat edilmelidir (Chang and Velasco, 1999:49).

Yine bu çerçevede özellikle gelişmekte olan ülkelerde hükümetlerin bütçe açıklarını merkez bankası aracılığıyla finanse etme gücünün ortadan kaldırılması ve döviz girişlerine karşılık yeni para yaratma olanağının kısıtlanması için tam dolarizasyon veya para kurulu önerileri yapılmaktadır. Bu bağlamda 1994/95 Tequila krizi sırasında Arjantin'in durumu, para kurulu uygulayan ülkenin kanonik kriz modeliyle tanımlanan tipteki krizlerden korunabileceğinin ispatı olarak görülebilir. Ancak eleştiriler göstermektedir ki, para kurulu veya dolarizasyon döviz kuru krizlerini sadece daha sık bankacılık krizleri pahasına ortadan kaldırmaktadır (White, 2003: 248).

Krizlerin oluşmasındaki diğer önemli faktör uluslararası likiditenin yetersizliğidir. Bir ülke finansal sisteminin konsolide edilmiş potansiyel kısa vadeli yabancı para cinsinden yükümlülüklerinin, kısa vadede elde edebileceği yabancı para miktarını aştığı bir durum olarak tanımlanan *uluslararası likidite darlığı* (Chang and Velasco, 1999:1), finansal sistemin tam çöküşüyle sonuçlanabilecek bir olgudur ve özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından önemlidir. Çünkü gelişmiş ekonomilerde bankacılık sisteminde likidite problemi ortaya çıktığında, bankalar borçlarını ödeyebilir durumda oldukları sürece dünya sermaye piyasalarından acil fonlar alabilmektedirler.

Likidite kendi kendini korumanın anahtarıdır. Önemli düzeyde uluslararası likiditeye (yeterli döviz rezervleri ve hazır bir yabancı kredi kaynağı) sahip olan bir ülkenin spekülatif bir saldırının hedefi olması daha az olasıdır. Bu konuya vurgu yapan Feldstein (1999:13), gelişmekte olan ülkelerin kısa vadeli dış yükümlülüklerini azaltarak, likit rezervler biriktirerek ve karşılıklı kredi kolaylıkları organize ederek net likiditelerini artırabileceklerini öne sürmektedir.

Krizlerden en fazla etkilenen gelişmekte olan ülkelerin büyük miktarlarda sermaye akımlarını absorbe edecek mali alt yapı ve yeterli deneyimden yoksun oldukları gerçeğinden hareketle, neo-liberal reçeteleri öneren uluslararası finans kuruluşları da dahil olmak üzere bir çok çevrede uluslararası sermaye akımlarının stabilize edilmesi gerektiği savunulmaya başlanmıştır. Daha esnek makroekonomik politikalar, daha sıkı finansal düzenlemeler ve gerekli olduğu takdirde kısa vadeli sermaye girişlerine kısıtlamalar getirilmesi önerilmektedir. Bu çerçevede spekülatif sermaye akımlarını azaltmak için önerilen bir tedbir, uluslararası sermaye işlemlerinin vergilendirilmesidir. Özellikle finansal işlemler üzerine konulacak vergilerin, ülkeye giren uluslararası fonların vadesini uzatacağı ve spekülatif işlemler yerine daha verimli yatırımlara yönelteceği öne sürülmektedir (Dornbusch, 1997:29). Bu konuda literatürde üzerinde en fazla durulan husus 1978 yılında Nobel ödüllü iktisatçı *James Tobin*'in yapmış olduğu ve "*Tobin Vergisi*" olarak bilinen öneridir. Bu verginin, tüm döviz işlemlerine çok küçük bir oranda uygulanması öngörülmektedir. Ödenen vergi miktarı yatırımın vadesinden bağımsız olduğu için vergi yükünün yabancı doğrudan yatırım ve diğer uzun vadeli sermaye akımlarını etkilemeyeceği, buna karşılık kısa vadeli spekülatif amaçlı işlemlerin vergi sonrası kârlılığını önemli ölçüde azaltacağı düşünülmektedir (Bkz. Felix,1993:57; Dornbusch, 1997:29; Crotty and Epstein, 1999:430). Kotaların ve idari kısıtlamaların aksine *Tobin* vergisinde fon sahiplerinin istedikleri yatırımı yapmalarına engel olunmamaktadır.

Globalleşmenin zararlarından korunma ve bu süreçten daha fazla yararlanabilmenin, düzenleyici ve gözetleyici kurumların güçlendirilmesi ve finansal sistemlerin geliştirilip, güçlendirilmesine yönelik reformların yoğunlaştırılmasına bağlı olduğu da¹⁹ aynı çevrelerde telaffuz edilmektedir. Özellikle para krizlerinin büyük çoğunluğunun yurtiçi politikalarla döviz kuru rejimi arasındaki tutarsızlıktan kaynaklandığı dikkate alındığında, spekülatörlerin müdahale edemeyecekleri kadar sağlam ve tutarlı makroekonomik politikalar izlenmelidir.

C. ULUSLARARASI DÜZENLEMELER

Finansal krizlerin küresel boyut kazanması üzerine, yaşanan krizlerden çıkışın sadece ulusal çerçevedeki stratejilerle olanaklı olmayacağı açık bir şekilde görülmüş ve uluslararası düzeyde geniş kapsamlı reform tartışmaları gündeme gelmiştir. Krizlerle birlikte ülkelerin tek tek kendi finansal regülasyon yapılarını değiştirme çabaları, bir süre sonra *sağlam-güvenilir ulusal mali sistemler ve istikrarlı bir uluslararası mali sistem* için regülasyon politikalarını, kurallarını ve standartlarını saptamaya çalışan bir diz bölgesel ya da uluslararası kurumun ortaya çıkmasına yol açmıştır (Yay vd., 2001:152).

Yurtiçi politikaların başarısı uluslararası parasal ve finansal sistemin yeni bir modele kavuşturulmasına bağlıdır²⁰. Bu konuda öncülük etmesi ve yeni bir uluslararası finansal mimari oluşturması beklenen IMF'nin özellikle Asya Krizi'nin arkasından ciddi düzenlemeler yaptığı görülmektedir.

IMF, iyi yönetim, şeffaflık ve işbirliğinin finansal krizlerin önlenmesinde anahtar unsurlar olduğuna vurgu yapmakta hem kredi alanların, hem kredi verenlerin, hem de uluslararası kuruluşların ayrı ayrı sorumlulukları olduğu görüşünü dile getirmekte ve kredi verenlerin kredi alanlar gibi disipline edilmeleri gerektiğini savunmaktadır (Erdönmez ve Tulay, 1999:66). IMF Kasım 2001'de, kriz yaşayan ülkelerin borçlarının (özellikle tahvil borçları) düzenli ödenmesinin sağlanmasını hedefleyen yeni bir model geliştirmiştir. IMF terminolojisiyle "*ülkelerin borçlarının yeninden yapılandırılması modeli*", bu bağlamda önemli bir adım olarak değerlendirilebilir²¹.

IMF, finansal piyasalarda şeffaflığı sağlamak için 1997 yılının Aralık ayı sonunda aldığı bir kararla "*Genel Veri Yayınlama Standardı*" (GDDS) sistemini oluşturmuştur. Ekim 1998'de G-7 ülkeleri öncülüğünde, prensip olarak kriz gerçekleşmeden önce ülkelere hızlı bir şekilde fon sağlaması öngörülen yeni bir "*Genişletilmiş Kredi Kolaylığı*" planı gündeme gelmiş, ancak bu önerinin etki alanı sadece IMF onaylı politikaları takip eden "*ön-onaydan geçmiş*" ülkelere fonların yönlendirilmesiyle sınırlı kalmıştır (Feldstein, 1999:3).

Yine 1999 yılının Nisan ayı sonunda aldığı bir kararla IMF, üye ülkelere ekonomileri güçlü olanların, olası küresel finansal krizlerin yayılma etkilerinden korunmaları amacıyla "*Olağanüstü Durum Kredisi*" (CCL) adı altında bir fon oluşturmuştur (Erdönmez ve Tulay 1999:68). Bu fon krizde olmamakla birlikte krizin bulaşma etkisine maruz kalma olasılığı bulunan üye ülkelere sağlanan bir kolaylıktır.

IMF kriz ülkelere büyük kredi paketleri organize ettiği halde, ihtiyaç anında bu krediler serbest bir şekilde verilmemekte, bunun yerine kriz ülkeleri ağır ve karmaşık koşulları karşılдықça fonlar tedrici olarak kullanılmaktadır. Dolayısıyla bu kredi paketleri kriz durumlarında ilgili ülkelere yeterli döviz rezervi sağlayacağı yönünde finansal piyasalara güven vermede yeterli olmamaktadır (Feldstein, 1999:2).

SONUÇ

Dünya ekonomisi 20. yüzyılın ikinci çeyreğinden sonra bir taraftan bölgesel birleşme hareketlerine, diğer taraftan ulusal sınırların öneminin giderek azalmasına tanıklık etti. Ekonomik, siyasal ve sosyal bütünleşme hareketlerinin ivme kazandığı bu dönemin diğer bir ayırdedici özelliği, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yaşanan şiddetli finansal-ekonomik krizlerdir. Bu krizlerin herbirinin kendine özel sebepleri olmakla birlikte, ortak üç faktörün belirleyiciliği dikkat çekmektedir: Makroekonomik dengelerin bozuk olması, finansal sistemlerin kırılğan yapısı ve yurtiçi politikalarla döviz kuru rejimi arasındaki tutarsızlık. Finansal liberalizasyon uygulamalarına paralel olarak uluslararası sermaye akımlarının artan hareketliliği ise birçok krizde süreci başlatan, bazılarında ise hızlandıran faktör oldu.

Özellikle 1990 sonrası dönemde bu bağlamda çok sayıda ülkede, etkileri kısa sürede reel sektöre de yayılan finansal krizler yaşandı. Bu krizlerin en yoğun yaşandığı ülkeler yükselen piyasalar olarak adlandırılan ve mal, hizmet ve sermaye hareketleri açısından dünyaya açılan ülkelerdir. Özellikle Asya ve Latin Amerika'daki yükselen ekonomilerde yaşanan bu krizlerin, nedenleri, oluşum süreçleri ve sonuçları bakımından birbirine benzerlikler gösterdikleri dikkat çekmektedir. Bu konuda geliştirilen modellerde de söz konusu benzerliklere vurgu yapılmakta ve sağlam makroekonomik politikaların, esnek ve sağlam bir finansal sistemin önemi, finansal sektör liberalizasyonunun uygun bir sıralama çerçevesinde gerekli önkoşulların oluşturulmasından sonra yapılmasının gerekliliği açık bir şekilde ortaya konulmaktadır.

Para veya bankacılık sistemindeki ani bir güven kaybı, finansal varlıkların fiyatlarında ani değişiklikler ve dış finansman akımlarının bozulması bir krizin başlatıcısı olabilmektedir. Bu çerçevede yurtiçi finansal sistemin sağlamlığı ve esnekliği önem kazanmaktadır. Bunun için de herşeyden önce bankacılık sistemi şeffaflaştırılmalı, piyasa ekonomisi kurallarına göre organize edilmeli ve optimal denetleme-gözetleme mekanizmaları oluşturulmalıdır.

1990 sonrası yaşanan krizlerin büyük bir kısmında bulaşma etkisinin görülmesi, piyasa algılamalarındaki kaymaların, nesnel koşullarda bir değişme olmadığı zaman bile ülkeleri nasıl aniden sıkıntıya sokabileceğini göstermiştir.

Yeni gelişen piyasalarda yaşanan son finansal krizlerde yurtiçi finansal sistemin uluslararası likidite darlığı, problemin merkezinde yer alıyordu. Bankaların likidite sıkışıklığına düşmeleri finansal krizlerin ortaya çıkması için yeterli olabilmektedir. Yurtiçi finansal liberalizasyon ve yurtdışından gelen sermaye akımları (özellikle kısa vadeli olursa) bankaların likidite durumlarını kötüleştirebilir ve dışsal şoklara ve bekleyişlerdeki kaymalara duyarlılıklarını artırır. Sabit döviz kurları ve yetersiz rezervlerle, eğer yatırımcı algılamaları negatife dönüşürse bir kriz kaçınılmaz olur. Bu durumda esnek döviz kurları koruma sağlayabilir. Esnek döviz kurları ve yerel para ile *nihai ödünç merciinin* bir arada olduğu bir ortam bankaları, yerel para ile alacaklı olanların yol açtığı, kendi kendini besleyen krizlere karşı koruyabilir, fakat döviz cinsinden kısa vadeli borç tutan dış alacaklıların paniğine karşı koruyamaz.

Eğer Güney Doğu Asya’da olduğu gibi, bankaların kendi kendini besleyen likidite sıkışıklıkları finansal kriz sebebi olursa, finansal sistemin uluslararası likidite yetersizliğini telafi edecek bir *uluslararası nihai kredi mercii*, krizlerin önlenmesinde etkili olabilir. Ancak böyle bir rolün yapılabilirliği ve arzulanırlığı tartışmalıdır²².

Nihai analizde geleceğin finansal sisteminin daha canlı ve etkili, fakat aralıklı krizlere daha eğilimli olması muhtemeldir. Finansal piyasaların doğasında bulunan istikrarsızlık olgusu dikkate alındığında, finansal krizleri tamamen ortadan kaldırmak mümkün görünmemektedir. O halde yapılması gereken, bu krizlerin etkilerini sınırlamak ve düzenli bir şekilde çözümünü sağlayacak prensipleri ve mekanizmaları geliştirmektir.

NOTLAR

- ¹ Bu sınıflandırma için bkz. Sachs, 1998:243; UNCTAD, 1998:8.
- ² Yeni gelişen piyasa ekonomilerinde finansal krize götüren ilk aşama, tipik olarak hem yurtiçi faiz oranları, hem de izin verilen borç verme türü üzerindeki kısıtlamaların kaldırılmasını ve finansal sistemin özelleştirilmesini içeren bir finansal liberalizasyon olmaktadır. Sonuç olarak, uluslararası sermaye girişlerinin beslediği borçlanma olgusu hızlı bir şekilde artmaktadır. Burada sorun kredi hacminin genişlemesi değil, bu genişlemenin geri dönmeyen (non-performing) kredilerde bir artışa yol açacak sonuç ortaya çıkaran, aşırı risk alma ile birlikte olmasıdır (Bkz. Mishkin, 2001:8).
- ³ Ödemeler bilançosu ve bankacılık krizleri öncesinde temel göstergelerin durumları ile ilgili olarak bkz. Demirgüç-Kunt and Detragiache, 1998: 81-109.
- ⁴ Yüksek ve artan bütçe açıkları, yüksek enflasyon, yurtiçi faiz oranlarının yüksekliği, yüksek para arzı artış oranları, aşırı değerli döviz kuru, geniş cari açıklar ve uluslararası rezervlerdeki azalmalar.
- ⁵ Modelin en fazla eleştirilen boyutu, merkez bankalarının amaçlarını ve karşılaştıkları zorlukları gerçekçi bir biçimde açıklayamaması ve hükümet politikalarını çok mekanik bir biçimde tanımlamasıdır.
- ⁶ Bu yaklaşım etrafında geliştirilen modellerden başlıcaları için bkz. Drazen, 2000:49; Eichengreen and Jeanne, 2000:8.
- ⁷ Farklı yayılma/sirayet türleri arasındaki ayırmalarla ilgili ampirik bir çalışma için bkz. Eichengreen vd., 1996.
- ⁸ Geniş bilgi için bkz. Drazen, 2000:50-54
- ⁹ Sermaye akımlarını etkileyen faktörlerle ilgili olarak bkz. Delice, 2000.
- ¹⁰ Bu çalışmalar için bkz. Sutherland, 1996:76.
- ¹¹ Mevduat sigortasının etkileri oldukça tartışmalıdır. Friedman ve Schwartz, mevduat sigortasının ABD bankacılık sisteminin istikrarını sağlama ve bankalara hücumu önlemede güvenli bulmaktadırlar (Walters, 1997:18). Fakat bu tür formal sigortaların olmadığı ülkelerde banka hücumlarının her halükarda olduğunu söylemek de doğru olmaz. Gizli veya açık hükümet garantilerinin olduğu durumlarda düzenleyici otoriteler bankaların aktiflerini yakın bir şekilde denetlemelidirler. Ancak çoğunlukla banka aktiflerini değerlendirmek oldukça zor olmaktadır (Bu konuda bkz. Fernandez and Schumacher, 1997:47; Garcia, 1997:85). Bazı yazarlara göre, piyasa başarısızlıklarının, özellikle ahlaki tehlike davranışına fırsat verdikleri zaman, banka iflaslarında önemli rol oynadıkları da dikkate alınmalıdır. Finansal sistemi istikrarlandırma amacına dönük olarak yürürlüğe konulan mevduat sigortası gibi resmi müdahaleler piyasaların etkin işlemlerinin önünde engel olabilmektedirler (Ghigliazza, 1997:86).
- ¹² Geniş bilgi için Bkz. Boughton, 2001:21

- ¹³ Son yirmi yılda yaşanan krizler daha çok gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkmıştır. Bu dönemde gelişmiş ülkelerde yaşanan krizler hem derinlik, hem de süre bakımından gelişmekte olan ülkelerdekine nazaran hafif geçmiştir.
- ¹⁴ Kriz yaşayan ülkeler (Malezya dışında), kriz sonrasında dalgalı kur sistemine geçmişlerdir.
- ¹⁵ Genel olarak şu üç koşul gerçekleştiğinde finansal piyasalarda panik başgöstermektedir (Radelet and Sachs, 2000:108): Kısa vadeli borçlar, kısa vadeli aktifleri aştığında; başvurulabilecek en son kredi kurumu olmadığında ve mevcut kısa vadeli borçları ödemek için gerekli kredinin tamamını arzedecek büyüklükte bir özel piyasa kreditorünün olmaması durumunda.
- ¹⁶ Arjantin kriziyle ilgili olarak bkz. Delice, 2002.
- ¹⁷ Geniş bilgi için bkz. Yay vd., 2001: 51-55; Delice, 174-179.
- ¹⁸ Aktaran: Harris, 1999.
- ¹⁹ 60 ülke üzerine yaptıkları bir yatay kesit incelemesinde Barth, Caprio ve Levine (2000), menkul kıymet piyasalarının gelişmesinin bankacılık krizi olasılığını azalttığı sonucuna ulaşmışlardır (Aktaran, Dekle and Kletzer, 2001:35).
- ²⁰ Bu konuda değişik zamanlarda çeşitli alternatiflerin öne sürüldüğü görülmektedir. McKinnon'un, Bretton Woods Sistemi'nin çöküşünün hemen arkasından 1974'te öne sürdüğü ve daha sonra geliştirdiği, Japon Yeni, Alman Markı ve ABD Doları arasında oluşturulacak sabit döviz kurları esasına dayalı "altınsız altın standardı" olarak adlandırdığı standart bu anlamda önemli bir örnektir (Bkz. McKinnon, 1988). Bu çerçevede akademik düzeyde ve hükümetler düzeyinde bir taraftan yeni bir *Bretton Woods* oluşturulması, diğer taraftan, bütün sınırötesi işlemleri düzenleme gücüne sahip olan dünya ölçeğinde bir *Finansal Hizmetler Otoritesi* oluşturulması önerileri yapılmaya başlandı. Bu aşırı fikirler çoğunluk desteğini alamadı ve evrimsel, pragmatik bir yaklaşım benimsendi. Buna göre yeni kurumlar oluşturmaktansa, mevcut uluslararası finansal kurumlar ve gruplaşmaların daha hızlı, daha az maliyetli ve daha etkili bir şekilde yapılanmaları ve aralarındaki bağların güçlendirilmesinin daha iyi sonuçlar vereceği yönünde ortak bir kabul oluştu.
- ²¹ Bu model hakkında geniş bilgi için bkz. Akyüz, 2002:8-9.
- ²² Bu konuda bkz. Wijnholds and Kapteyn, 2003: 231-236.

KAYNAKÇA

- AKTAN, C. ve C.Ş.HÜSEYİN (2001), "Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri"**Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Yıl 7, Sayı 42, Eylül-Ekim, 1225-1230.**
- AKYÜZ, A. (2002), "Ülkelerin İflası, Arjantin ve Türkiye" **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl 17, Sayı 191, Şubat, 7-13.**
- ASIAN POLICY FORUM (2000), **Policy Recommendations for Preventing Another Capital Account Crisis**, Asian Development Bank Institute.
- BOUGHTON, J.M. (2001), "Was Suez in 1956 the First Financial Crisis of the Twenty-First Century?" **Finance & Development, September, 20-23.**

- CALVO, G.A. (2000), Balance -of- Payments Crises in Emerging Markets: Large Capital Inflows and Sovereign Governments, in **Currency Crises** (Ed.), Paul Krugman, The University of Chicago Press, Chicago and London, 71-97.
- CHANG R. and A. VELASCO (1998), **Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model**, NBER Working Paper Series, 6606, June.
- (1999), **Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy**, NBER Working Paper Series, 7272, July.
- CROTTY, J. and G. EPSTEIN (1999), "A Defense of Capital Controls in Light of the Asian Financial Crisis" **Journal of Economic Issues**, Vol. XXXIII, No. 2, June, 427-433.
- DEKLE, R. and KM. KLETZER (2001), **Domestic Bank Regulation and Financial Crises: Theory and Empirical Evidence From East Asia**, NBER Working Paper Series, 8322, June.
- DELİCE, G. (2000), "Uluslararası Finansal Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler", **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Cilt 55, No. 1, Ocak-Mart, 53-77.
- (2002), "Arjantin'de Finansal Reformlar ve 2001 Krizi", **Dokuz Eylül Üniversitesi, İşletme Fakültesi Dergisi**, Cilt 3, Sayı 2, ss. 162-186.
- DEMİRGÜÇ K., and A.E. DETRAGIACHE (1998), The Determinants of Banking Crises in Developed and Developing Countries, **IMF Staff Papers**, 45, March, 81-109.
- DIAZ-ALEJANDRO, C. (1985), "Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash," **Journal of Development Economics**, 19, September-October, 1-24.
- DORNBUSCH, R. (1997), "Cross-Border Payments Taxes and Alternative Capital-Account Regimes", in **International Monetary and Financial Issues for The 1990s**, Research Papers for The Group Twenty-Four, Vol. VIII, UNCTAD, United Nations, New York and Geneva, 27-35.
- DRAZEN, A. (2000), Political Contagion in Currency Crises, in **Currency Crises**, Edited by, Paul Krugman, The University of Chicago Press, Chicago and London, 47-67.
- EICHENGREEN, B., ROSE, A. and C. WYPLOSZ (1996), Contagious Currency Crises: First Tests, in **Financial Liberalization and Macroeconomic Stability** (Ed.), Torben M. Andersen and Karl O. Moene, Blackwell Publishers, Oxford, 1-22.
- and A. FISHLOW (1998), "Contending with Capital Flows: What is Different about the 1990s" in **Capital Flows and Financial Crises** (Ed.) Miles Kahler, Cornell University Press, Ithaca New York, 23-68.

- and O. JEANNE (2000), "Currency Crisis and Unemployment: Sterling in 1931" in **Currency Crises** (Ed). Paul Krugman, The University of Chicago Press, Chicago and London, 7-43.
- EISENBEIS, R. (1997), "Roundtable Discussion: Systemic Banking Crises", in **Preventing Banking Sector Distress and Crises in Latin America** (Ed.), Suman K. Bery and Valeriano F. Garcia, World Bank Discussion Paper, No. 360, The World Bank, Washington D.C., 83-92.
- ERDÖNMEZ, ATAMAN, P. ve B .TULAY (1999), "Küresel Krizlere Yeni Yaklaşımlar" **Bankacılar Dergisi**, Sayı 31, 64-76.
- FELDSTEIN, M. (1999), **Self-Protection for Emerging Market Economies**, NBER Working Paper Series, 6907, January.
- FELIX, D.C. (1993), "Suggestions for International Collaboration to Reduce Destabilizing Effects of International Capital Mobility on The Developing Countries" in **International Monetary and Financial Issues For The 1990s**, Research Papers for The Group Twenty-Four, Vol. II, UNCTAD, United Nations, New York.
- FERNANDEZ, R., and L. SCHUMACHER (1997), Does Argentina Provide a Case for Narrow Banking?" in **Preventing Banking Sector Distress and Crises in Latin America** (Ed.), Suman K. Bery and Valeriano F. Garcia, World Bank Discussion Paper, No. 360, The World Bank, Washington D.C., 21-31.
- FRANKEL A.J. (2000), "Panel Presentation: The Asian Model, the Miracle, the Crisis, and the Fund", in **Currency Crises**, (Ed.), Paul Krugman, The University of Chicago Press, Chicago and London, 327-337.
- GARCIA, V.F. (1997), "Roundtable Discussion: Systemic Banking Crises", in **Preventing Banking Sector Distress and Crises in Latin America** (Ed.), Suman K. Bery and Valeriano F. Garcia, World Bank Discussion Paper, No. 360, The World Bank, Washington D.C., 83-92.
- GHIGLIAZZA, S. (1997), "Roundtable Discussion: Systemic Banking Crises" in **Preventing Banking Sector Distress and Crises in Latin America** (Ed.), Suman K. Bery and Valeriano F. Garcia, World Bank Discussion Paper, No. 360, The World Bank, Washington D.C., 83-92.
- GREGORIO, J. de and R.O. VALDÉS (2001), "Crisis Transmission: Evidence from Debt, Tequila, and Asian Flu Crises", **The World Bank Economic Review**, Vol. 15, No. 2, 289-314.
- HARRIS, C. (1999), "The Asian Crisis", <http://www.cfee.org/en/asiancrisis.pdf>, Erişim Tarihi: 15.01.2003.

- IMF (2002), "Eye of the Storm: New-Style Crises Prompt Rethink About Prevention and Resolution Measures" **Finance & Development**, IMF, December 2002, pp. 4-7.
- KAMINSKY, G. and C. REINHART (1996), **The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems**" Board of Governors of Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper, No. 544, March.
- KİBRİTÇİOĞLU, A. (2001), "Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001" **Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı**, Cilt 1, Yıl 7, Sayı 41, Eylül-Ekim, 174-182.
- KRUGMAN, P. (2000), "Introduction" in **Currency Crises** (Ed.), Paul Krugman, The University of Chicago Press, Chicago and London, 1-6.
- MASSON, P. (1998), **Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps between Multiple Equilibria**, IMF Working Paper, No. 98/142, September 1.
- MCKINNON, R.I. (1988), "Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability: A Proposal" **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 2, No. 1, Winter, 83-103.
- MILESI-F., GIAN, M. and A. RAZIN (2000), "Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities" in **Currency Crises** (Ed.), Paul Krugman, The University of Chicago Press, Chicago and London, 285-323.
- MISHKIN, F.S. (1996), "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective" **Annual World Bank Conference on Development Economics**, The World Bank, 29-62.
- (2001), **Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries**, NBER Working Paper Series, 8087, January.
- MULDER, C. (2002), "Assessing the Dangers: Refining Techniques for Detecting Financial Weakness" **Finance & Development**, IMF, December 2002, pp. 8-11.
- RADELET, S. and J. SACHS (2000), "The Onset of the East Asian Financial Crisis" in **Currency Crises**, Edited by, Paul Krugman, The University of Chicago Press, Chicago and London, 105-153.
- RANA, P.B. (2002), Monetary and Financial Cooperation in East Asia: The Chiang Mai Initiative and Beyond, **ERD Working Paper Series**, No. 6.
- ROISER, B. (1991), **İktisadi Kriz Kuramları**, (Çeviren: Nurhan Yentürk), Cep Üniversitesi, İletişim Yayınları, İstanbul.

- SACHS, J.D. (1998), "Alternative Approaches to Financial Crises in Emerging Markets", in **Capital Flows and Financial Crises** (Ed.), Miles Kahler, Cornell University Press, Ithaca New York, 243-262.
- SUTHERLAND, A. (1996), "Financial Market Integration and Macroeconomic Volatility" in **Financial Liberalization and Macroeconomic Stability**, Edited by. Torben M. Andersen and Karl O. Moene, Blackwell Publishers, Oxford, 59-77.
- UNCTAD (1998), **Trade and Development Report 1998**, United Nations, New York and Geneva.
- WALTERS, A. (1997), "Banking Crises -A Prologue" in **Preventing Banking Sector Distress and Crises in Latin America** (Ed.), Suman K. Bery and Valeriano F. Garcia, World Bank Discussion Paper, No. 360, The World Bank, Washington D.C., 17-20.
- WHITE, L.H. (2003), "Küresel Finansal Piyasalar Ve Uluslararası Para Fonu" (Çev. Ekrem Erdem), İçinde **Kapitalizm ve Küresel Refah: Kapitalizm Kendini Savunuyor** (Ed.), Ian Vásquez, Liberte Yayınları, ss. 243-259.
- WILLIAMSON, J. and M. MAHAR (1998), **A Survey of Financial Liberalization**, Princeton University, International Finance Section, Princeton, New Jersey.
- WIJNHOLDS, O. De BEAUFORT and A.KAPTEYN (2003). Uluslararası para Fonu: Nihai Ödünç Mercii veya Vazgeçilemez Ödünç Mercii, (Çev. Ekrem Erdem), İçinde **Kapitalizm ve Küresel Refah: Kapitalizm Kendini Savunuyor**, Editör: Ian Vásquez, Liberte Yayınları, ss. 227-242.
- YAY, T., YAY, G.G. ve E. YILMAZ (2001), **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, No: 2001-47, İstanbul, 2001.
- YAY, G.G. (2001), "1990'lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi", **Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı**, Yıl 7, Sayı 42, Eylül-Ekim, 1234-1248.
- YOSHITAMO, M. and S. SHIRAI (2000), "Policy Recommendations for Preventing Another Capital Crisis" **Technical Background Paper**, Asian Development Bank Institute.