

TÜRKİYE KALKINMA BANKASI A.Ş.

**FİNANSAL KRİZLERİN GÖLGESİNDE
YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ**

A. HAKAN ATİK
Kd. Uzman

GA-05-01-02

ARAŞTIRMA MÜDÜRLÜĞÜ

Şubat 2005
ANKARA

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

GİRİŞ	1
1. 'YÜKSELEN PİYASA EKONOMİSİ' KAVRAMI NE ANLAM İFADE EDİYOR?	5
1.1. Yükselen Piyasa Ekonomilerinin Genel Görünümü	6
1.1.1. Kamu Borçları	8
1.1.2. Rezervlerdeki Artışlar	9
1.1.3. Tahviller, Öz Sermaye ve Bankalar	11
1.1.4. Doğrudan Yabancı Yatırımlar	13
1.2. Portföy Yatırımları ve Riskler	13
1.3. Yerel Siyaset-Küresel Ekonomi Çatışması	14
2. İKTİSADÎ BÜYÜME VE YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİNDE İŞ ÇEVİRİMLERİ	15
3. SERMAYE AKIŞININ ROLÜ	16
4. DİĞER ÖNEMLİ ETKİLER	17
5. OYNAKLIĞI (VOLATILITY) AZALTACAK STRATEJİLER	19
6. YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ-IMF İLİŞKİLERİ: TERS ETKİ YARATAN TEŞVİKLER .	22
6.1. Amerika Birleşik Devletleri Deneyimi	22
6.2. Yükselen Piyasalar Deneyimi	23
6.3. IMF'nin Rolü	24
7. YÜKSELEN PİYASALAR VE KRİZDEN KORUNMA YOLLARI	25
8. DOĞRU VE GÜÇLÜ UYGULAMALARIN TEŞVİK EDİLMESİ	28
8.1. Yasal ve Hukukî Sistemlerin Güçlendirilmesi	28
8.2. Bankacılık Sisteminin Sağlıklı Bir Yapıya Kavuşturulması	29
8.3. Sermaye Piyasalarının Geliştirilmesi	29
9. YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİNDE ENFLASYON SORUNU	30
9.1. Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Enflasyon Doğuran Faktörler	31
10. YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİNDE FİNANSAL KRİZİN KAYNAKLARI	34
10.1. Sermaye Akışları ve Bunun Tersine Dönmesi	38
10.2. Kurumsal Faktörler ve Finansal Yapı	39
10.3. Krizlere Karşı Alınacak Politik Tedbirler	40
11. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARIN YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ ÜZERİNDEKİ ROLÜ	42
11.1. 1990-2003 Döneminde Yükselen Piyasa Ekonomilerine Yönelik Sermaye Hareketlerindeki Gelişmeler	44
11.2. Doğrudan Yabancı Yatırımları Harekete Geçiren Faktörler	46
11.3. Doğrudan Yabancı Yatırımların İktisadî Büyümeye Etkileri	48
11.4. Ödemeler Dengesi Açısından Doğrudan Yabancı Yatırımların Yararları ve Taşıdığı Riskler	51
12. YAKIN GEÇMİŞTE YAŞANAN KRİZLER VE YÜKSELEN PİYASALARDA FİNANSAL İSTİKRARIN TEMİNİ SORUNU	52
12.1. Finansal Krizler Arasındaki Benzerlikler ve Farklılıklar	53
12.1.1. Finansal Krizler Arasındaki Temel Benzerlikler	54
12.1.2. Finansal Krizler Arasındaki Temel Farklılıklar	57

12.2. Bulaşma Etkisinin Azaltılması ve Finansal İstikrar	59
12.2.1. Döviz Kuru Rejimleri	61
12.2.2. Borç Yönetimi	62
12.2.3. Standartlar ve Kodlar	63
12.2.4. Uluslararası Finansal Kurumların Reformu	64
12.2.5. Özel Sektör Katılımı	65
13. YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİNDE BANKACILIK SEKTÖRÜ	67
13.1. Deregülasyon (finansal serbestleşme) ve Dış Rekabete Açılma	70
13.2. Teknoloji	71
13.3. Kurumsal Davranış Değişiklikleri	73
13.4. Bankacılık Krizleri	75
14. YÜKSELEN BİR PİYASA OLARAK TÜRKİYE EKONOMİSİ VE FİNANSAL KRİZLER	76
15. GENEL DEĞERLENDİRME	79
KAYNAKLAR	89

GİRİŞ

...Nitekim, artık günümüzde gelişmişlik-azgelişmişlik sorunsalı yerine finansal getiri olgusu ön plandadır; ve artık, “azgelişmiş ülkeler” tanımı iktisat yazınından sessiz sedasız çıkartılmış, yerine “yükselen piyasalar” (emerging markets) kavramı konulmuştur. Dolayısıyla, azgelişmişlik bir sorun olmaktan çıkmış; (az)gelişmekte olan ülkeler de, artık, yükselen piyasaya dönüşmüşlerdir.*

Ekonomik gelişmelerle yakından ilgili taraflar, dünya ekonomisinin içinde bulunduğu günümüz koşullarında, piyasa ekonomilerinin yükselişinden veya boy göstermesinden daha büyük bir [iktisat politikası anlamında] *meydan okuyuş* ve *fırsatın* olmadığını öne sürmektedir. Berlin Duvarı'nın yıkılması, Doğu Almanya'da merkezî planlamanın sona ermesi ve ardından Almanya'nın birleşmesi, bu yükselişi harekete geçiren semboller olarak kabul edilmektedir. Benzer şekilde, Rusya'da merkezî planlamanın iflâsı, Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri, Ermenistan, Gürcistan, Moğolistan gibi Transkafkasya ve orta Asya bölgesindeki ülkeler de, değişimin birer sembolü olarak görülmektedir. Diğer taraftan, Çin ve Vietnam'da da piyasa ekonomilerinin ortaya çıkışına tanıklık edilmektedir. Bu ülkelerin ortak özelliği, kumanda ekonomisinden veya merkezî planlamaya dayalı ekonomiden, bir piyasa ekonomisine doğru büyük çaplı bir geçiş süreci yaşamakta oluşlarıdır.

Devletin piyasalar üzerindeki kısıtlamalarını azaltmaya çalışan benzer çabalara, Latin Amerika ve Asya'daki diğer başka ülkelerde de rastlanmaktadır. Söz konusu ülkeler resmî olarak merkezî planlamayla yönetilmeler de, bunların büyük bölümünde uluslararası ve yurtiçi ticaret sıkı bir kısıtlamaya tabidir ve ekonomide ağırlık büyük oranda devletindir.

* Bkz. YELDAN (2002).

Konu gelişme ve değişim olduğunda, bunun finansmanı sorunu gündeme gelmektedir. Sağlıklı ve güçlü temeller üzerine oturtulmuş, sağlam iktisadî politikalarla desteklenmeyen bir finansman süreci, ardında önemli tahribatlar bırakan bir krize kolaylıkla zemin hazırlayabilmekte; küresel ekonomi, bu krizi, kısa sürede gelişmekte olan ülkelerin de ötesine taşıyabilmektedir. Zira, istikrarsızlık, uluslararası finansal piyasaların doğasında varolan bir özelliktir ve hem küresel hem de sistemiktir. Nitekim, son yıllarda, yükselen piyasa ekonomileri ve kriz kavramları, madalyonun iki yüzü olarak karşımıza çıkmaya başlamıştır.

1994 yılından beri, dünya ekonomisi, coğrafi konumu itibariyle Avrupa'dan (Rusya ve Türkiye) Asya'ya (Endonezya, Güney Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland) ve Latin Amerika'ya (Arjantin, Brezilya ve Uruguay) kadar uzanan ve yükselen piyasaları içine alan bir dizi şiddetli finansal krize tanıklık etmektedir. Bu krizler pek çok bakımdan farklı görünseler de, çoğu kez ortak özellikler de sergilemektedir.

1994-1995 Meksika Krizi, öteki *yükselen piyasaları* vuracak bir dizi finansal krizin başlangıç noktası olarak tarihe geçmiştir. Bu örneklerin hemen tamamında, diğerleri bir tarafa bırakılırsa, *bankacılık sektörünün yaşadığı sorunlar*, anahtar rol oynamıştır. Finansal karışıklığı ya da krizi takip eden süreçte; daha güçlü ve dolayısıyla krize daha dayanıklı ekonomilerin ortaya çıkarılması amacıyla, kurumsal çerçevenin güçlendirilmesi yolunda geniş çaplı bir konsensüs sağlanmış bulunmaktadır. Fakat, yine de, kriz bir kez patlak verdikten sonra, onunla en iyi nasıl baş edileceği veya bu tür krizlerin sınırlandırılmasında ve çözüme kavuşturulmasında, kamu kurumlarının ve özel sektörün nispi rollerinin ne olacağı üzerinde karşılaştırılabilir bir uzlaşmaya varıldığı da öne sürülememektedir. Ne yazık ki, uluslararası toplum, bugüne kadar, krizin oluşması ihtimalini azaltacak ve kriz[ler] ortaya çıktığında ise, onları daha iyi yönetebilecek, küresel ölçekte etkili kurumlar ve mekanizmalar yaratabilmiş de değildir. Çoğu kez yapılan, gelişmekte olan ülkelere, kendi başlarının çaresine bakmaları gerektiğinin *hatırlatılması* olmuştur.

Bu noktadan hareketle; yükselen piyasalarda (ve genel anlamda tüm ekonomilerde) bankacılık krizlerinin nedenleri ve doğası, daha çok o ülkelerin politika belirleyicileri tarafından temel soru veya sorun olarak ele alınmış; bu konuda yapılan araştırma ve çalışmalar, iktisat literatürüne değerli bulgular kazandırmıştır. Ne var ki, burada

önemle belirtilmesi gereken bir husus vardır ki, o da, bankacılık krizlerinin nedenleri üzerinde henüz tam anlamıyla bir anlaşmaya varılamamış olmasıdır. Yine de, krizin en büyük sorumluları olarak, ***kredi hacminin aşırı bir biçimde genişlemesi, döviz kuru rejimi, istikrar azaltıcı dışsal faktörler, aceleye getirilen finansal liberalizasyon, basiretten yoksun denetim ve yasal ve kurumsal çerçevenin yetersizliği*** üzerinde fikir birliğine varılmıştır.

Diğer yandan, “*dışsal faktörlerin mi yoksa içsel faktörlerin mi bankacılık krizlerine zemin hazırladığı; esnek döviz kuru sistemlerinin mi yoksa sabit döviz kuru sistemlerinin mi bankacılık sektöründe daha fazla sorun yarattığı; yurtiçi piyasalarda ve uluslararası piyasalarda yaşanan liberalizasyon hareketlerinden hangisinin daha önemli olduğu; mevduat sigortasının bankacılık sistemini istikrara mı kavuşturduğu, yoksa istikrardan mı uzaklaştırdığı; nadiren gözlenen şiddetli konjonktürel daralmaları, bankacılık krizlerinin sonucu veya nedeni olarak değerlendirmenin doğru olup olmayacağı*”, tartışmalı sorular olmaya devam etmektedir.

Yükselen piyasa ekonomilerinde yakın geçmişte meydana gelen gelişmelere ilişkin olarak yapılacak herhangi bir analizin, en azından, şu iki soruyu dikkatle değerlendirmek zorunda olduğu kabul edilmektedir: *Yükselen piyasa ekonomilerindeki finansal kırılganlığın derecesi nedir ve (eğer varsa) döviz kuru rejimi ile finansal kırılganlık arasındaki bağlantı nasıldır?*

1990’ların son dönemlerinde yükselen piyasalarda ortaya çıkan para krizlerinin nedenleri, pek çok tartışmanın ana temasını oluşturmuş; özellikle kriz öncesinde, Asya ülkelerinin pek çoğunun, bütçelerini dengeleme ve güçlü makroiktisadî politikalar uygulama eğiliminde oldukları vurgulanmıştır. Bazı gözlemciler, elverişli makroiktisadî koşulların, genellikle, maliye politikaları, para politikaları ve döviz kuru çıpası arasındaki uyumsuzluğun krize neden *olmadığını* açıkça gösterdiğini; fakat krizin, daha ziyade, yabancı yatırımcıların öngörülemeyen ve kendi kendini besleyen panikleri sonucunda oluştuğunu öne sürmüştür. Diğer bazıları ise, aksine, krizleri, özel harcamalardaki artış, reel döviz kurlarının aşırı değerlenmesi ve kötü kredilerin ve banka zafiyetlerinin desteklenmesi gibi politik hatalara bağlamıştır. Para piyasalarında yaşanan asıl sorunun döviz kurlarında görülen günlük ya da haftalık oynaklıktan kaynaklanmadığı, fakat paraların, sermaye piyasalarındaki hızlı

canlanmalar nedeniyle bir seviyeden diğesine yöneldiği deverenlardan (*gyrations*) kaynaklandığı da bir başka görüş olarak öne sürülmekte; bu tür *genişleme-daralma döngülerinin* hisse senedi ve mal (*property*) piyasalarının ortak özelliği haline geldiği ifade edilmektedir.

Krizleri, sadece, bazı ülkelerin başından geçen finansal tecrübeler olarak dar bir perspektiften ele almak ve konuya o haliyle yaklaşmak, işi hafife indirmek şeklinde değerlendirilmektedir. Krizlerin geride bıraktığı büyük ve uzun süre kalıcı *olan sosyal maliyetler ve gelir ve refahın önemli ölçüde yeniden dağılımı*, üzerinde titizlikle durulması gereken sonuçlar olmaktadır.

Doğaları gereği, krizleri önceden ve güvenilir bir biçimde tahmin etmek, hâlâ, son derece güçtür. Bunun gerekçelerinden bir tanesi olarak, politika yapıcıların, risk[ler] görünür hale geldikten sonra krizleri önleyici eylem planı uygulamaya başlamaları gösterilirken, diğere bir gerekçe olarak da, krizlerin, çoğu kez, krizden-korunma çabalarını yolundan saptırabilecek, beklenmeyen şoklar tarafından hızlandırılması ve zamanından önce ortaya çıkarılması gösterilmektedir.

Bu çalışmada, yükselen piyasa ekonomisi kavramından yola çıkılarak, söz konusu piyasa ekonomileri, iktisadî büyüme, IMF ile ilişkiler, finansal kriz, enflasyon, doğrudan yabancı yatırımlar, finansal istikrarın temini sorunu ve bankacılık konularıyla ilişkilendirilmek suretiyle, genel bir bakış açısından ele alınmış; çeşitli ülkelerde ve yakın geçmişte Türkiye’de yaşanan kriz deneyimleri çerçevesinde kimi değerlendirmelere ve tespitlere yer verilmiştir.

1. 'YÜKSELEN PİYASA EKONOMİSİ' KAVRAMI NE ANLAM İFADE EDİYOR?

Yükselen Piyasa Ekonomisi-YPE (*emerging market economy*)* kavramının iktisat yazınına kazandırılması, ilk kez, 1981 yılında Dünya Bankası'na bağlı bir kuruluş olan *Uluslararası Finans Kurumu*'ndan (*International Finance Corporation-IFC*) **Antoine W. van AGTMAEL** sayesinde olmuştur. *Yeni ortaya çıkan veya gelişmekte olan piyasa ekonomilerini* tanımlamak amacıyla kullanılmaya başlayan ve kısa sürede yaygın bir kabul gören kavram, esas itibariyle, **düşük-orta düzeyde kişi başına gelire sahip ülkelere** atıfta bulunmaktadır. Söz konusu kapsamda değerlendirilen ülkeler, dünya genelindeki nüfusun yaklaşık yüzde 80'ini barındırmakta; global ekonominin de yüzde 20'sini temsil etmektedir.

Tanımlamanın gevşekliğine veya esnekliğine rağmen, ekonomileri bu kategoride yer alan ülkeler *çok büyük* veya *çok küçük* olarak değişik sınıflara girmekle birlikte, kalkınmışlık düzeyleri ve gerçekleştirmekte oldukları reformlar dikkate alındığında, genellikle, **yükselen ekonomiler** olarak mütalaa edilmektedir. Bu itibarla, Çin, dünyanın büyük iktisadî güçleri arasında görülmekle birlikte, Tunus gibi çok daha küçük bir ekonomiye sahip ülkeyle birlikte yükselen ekonomiler kategorisinde yer almaktadır. Hem Çin hem de Tunus, iktisadî gelişme ve reform programları uygulamaları, piyasalarını dış dünyaya açmaya ve küresel sahnede *boy göstermeye* veya *ortaya çıkmaya* başlamaları nedeniyle, bu kategoriye ait ülkeler olarak kabul edilmektedir. Bu kategoride yer alan ülkelerin temel özelliklerinden bir diğeri de,

* Ocak 1994'te, saygın bir ekonomi-politika yayını olan *The Economist* dergisi, **yükselen piyasalar göstergelerini** içeren sayfasını yayınlamaya başlamıştır. O güne değin, ülke ekonomilerinin **zenginler kulübü** olarak adlandırılan OECD'ye üye olup olmadıklarına göre kategorize edilmesi, alışılmış bir uygulamaydı. Fakat, bu tasnif, rafine edilmemiş bir içeriğe sahip idi. Örneğin, bir OECD üyesi ülke olan **Türkiye**, diğer üyelere göre nispeten fakir bir ekonomiye sahiptir. Bugün için OECD gerçekten karma bir içerik taşımakta ve **Meksika**, **Polonya** gibi *yeni gelenleri* de bünyesinde barındırmaktadır. Diğer taraftan, ekonomileri kişi başına düşen gelir seviyelerine göre derecelendirmek de rasyonel olamamaktadır. **Hong Kong** ve **Singapur** gibi, *The Economist* tarafından hâlâ **yükselen ekonomiler** arasında listelenen ülkeler, **İtalya**'dan daha yüksek bir kişi başına gelir düzeyine sahiptir. **Tayvan** ve **Güney Kore**, günümüzde, **gelişmiş ekonomiler** sınıfında değerlendirilen **Portekiz** ve **Yunanistan**'ı az çok yakalamış durumdadır. Oysa ki gerçek, geleneksel iktisadî tasniflerin çok az faydalı olduğu şeklindedir. Zengin ülkeler için kullanılan eski niteleme **'sanayileşmiş ekonomiler'**, bugün fazla bir anlam taşımamaktadır. Örneğin, **A.B.D.**'de sanayi sektörü, tüm çalışanların yalnızca %16'sını istihdam etmektedir ve bu değer daha fakir ülkelerin sahip olduğu yüzdeden daha düşüktür. Eski **'Üçüncü Dünya'** tabiri, yerini, daha olumlu bir imaj tasvir etmek amacıyla, **'gelişmekte olan' (developing)** veya **'yükselen'** ya da **'yeni ortaya çıkan' (emerging) ekonomilere** bırakmıştır. Bu anlamda, farklı organizasyon ve bankalar da farklı gruplandırmalar kullanmaktadır. Örneğin, **Birleşmiş Milletler** ve **J. P. Morgan Chase**, **Hong Kong**, **Singapur**, **Güney Kore** ve **Tayvan**'ı **yükselmekte olan** veya **yükselen ekonomiler** olarak değerlendirmektedir. **Morgan Stanley Capital International**'ın **gelişen-piyasa indeksi Güney Kore** ve **Tayvan**'ı içermekte; buna karşılık **Hong Kong** ve **Singapur gelişmiş-piyasalar indeksi**nde yer almaktadır. Öte yandan, **IMF** ise, bu dört ülkenin tamamını **gelişmiş ekonomiler (advanced economies)** olarak değerlendirmektedir.

ekonomilerinin hızla büyüme oluşturdur. Gelişen piyasa ekonomilerinin uzun-vadeli hedefleri, her ne kadar, iktisadî büyümeyi artırmak ve yaşam standartlarını iyileştirmek olsa da, pek çoğu geçiş süreci yaşayan bu ülkelerin söz konusu geçişte yaşadığı kısa-vadeli sorunlar özellikle güçtür ve çözümleri de zaman alıcıdır. Aslında, iktisadî büyüme, Orta ve Doğu Avrupa'nın ve *eski* Sovyetler Birliği'nin merkezî planlamayla yönetilen ve pazar ekonomisine geçiş süreci yaşayan bazı ülkelerinde sendelemektedir.

YPE teriminin ilk kullanılışından bugüne değin geçen sürede, terimin anlamı, takriben tüm gelişmekte olan ülkeleri kapsayacak şekilde genişlemiştir. Gelişmekte olan ülkeler, kişi başına düşen GSMH miktarları 9,265 \$ veya daha altında kalan ekonomilerden oluşmaktadır.

Buldukları coğrafî konuma göre, bazı gelişmekte olan ülkeler Tablo 1'de yer almaktadır.

TABLO 1: COĞRAFİ KONUMLARINA GÖRE BAZI GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER

ORTA & DOĞU AVRUPA	DOĞU ASYA & PASİFİK	LATİN AMERİKA & KARAİBLER	GÜNEY ASYA	GÜNEY AVRUPA & ORTA ASYA	ALT-SAHRA & AFRİKA	ORTA DOĞU & KUZAY AFRİKA
B. Rusya Çek Cumh. Macaristan Litvanya Polonya Rusya Fed. Slovenya Estonya Gürcistan Ukrayna Ermenistan	Çin Endonezya Malezya Filipinler Güney Kore Tayvan Tayland Vietnam Fiji Kamboçya P Yeni Gine	Arjantin Bolivya Brezilya Şili Kolombiya Meksika Paraguay Peru Uruguay Venezuela Nikaragua	Bangladeş Hindistan Maldivler Nepal Pakistan Sri Lanka	Azerbaycan Bulgaristan Hırvatistan Kazakistan Romanya Türkiye Türkmenistan Arnavutluk Bosna Hersek Moldova Tacikistan	Angola B. Faso Kamerun Çad Gambiya Kenya Nijerya G. Afrika Sudan Somali	Afganistan Cezayir Mısır Irak İran Ürdün Kuveyt Fas S. Arabistan Tunus B. Arap Emirl.

KAYNAK: *Global Economic Prospects and the Developing Countries, World Bank, 2000.*

1.1. Yükselen Piyasa Ekonomilerinin Genel Görünümü

YPE'lerin temel karakteristiği, kapalı bir ekonomiden açık piyasa ekonomisine doğru bir geçiş (*transition*) süreci yaşıyor olmalarıdır. Bu geçiş süreciyle birlikte, söz konusu kategoride yer alan ülkeler, aynı zamanda, sistem içinde kendilerine özgü bir sorumluluk anlayışı da geliştirmektedir. Eski Sovyetler Birliği ve Doğu Bloku ülkeleri, bu tür piyasalara verilebilecek somut örnekler arasındadır.

Yükselen bir piyasa olarak, herhangi bir ülke, sermaye piyasalarında şeffaflığı ve verimliliği temin etmesinin yanı sıra, kendisinin daha güçlü ve daha sorumlu iktisadî performans düzeylerine ulaşmasını sağlayacak bir iktisadî reform programı uygulamaya başlamaktadır. Buna ilaveten, bir YPE, istikrarlı bir ulusal paranın, özellikle yabancılar yatırım planları yaptıkları dönemlerde, ekonomide güven tesis edecek olmasından ötürü, döviz kuru sistemini de reform sürecine dahil edecektir. Döviz kuru reformları, yerli yatırımcıların sermayelerini yurt dışına çıkarma isteklerini de azaltıcı yönde etkide bulunmaktadır. Reformların tamamlanmasından başka, bir YPE, muhtemelen, Dünya Bankası ve IMF gibi organizasyonlardan veya büyük ülkelerden yardım ve danışmanlık hizmetleri de sağlayacaktır.

YPE'ne has bir başka karakteristik de, bu ekonomilerde gerçekleştirilen iç ve dış yatırımlarda (hem portföy hem de doğrudan) bir artış gözlenmekte oluşudur. Bir ülkede gerçekleştirilen yatırımların artması, çoğu kez, o ülkenin yurtiçi ekonomide güven tesis etme hususunda başarılı olduğuna işaret etmektedir. Bundan başka, yabancı yatırımlar, dünyanın *yükselen piyasayı* dikkate almaya başladığının bir işareti olarak algılanmakta olup uluslararası sermaye hareketleri YPE'ne doğru yönlendirildiğinde, yurtiçi ekonomiye yabancı para enjekte edilmesi, ülkenin menkul kıymet piyasasının hacmini ve altyapıya dönük uzun-vadeli yatırımların düzeyini artıracaktır.

Gelişmiş ekonomiye mensup iş çevreleri veya yabancı yatırımcılar açısından bir YPE, yeni bir fabrika kurulması için yeni bir yer veya yeni gelir kaynakları elde edilmesi için yeni imkânlar sunmak suretiyle iş dünyasının genişlemesine yönelik bir çıkış yolu sağlamaktadır. Bu durumda, alıcı ülke açısından gelişmelere bakıldığında, istihdam seviyesinin arttığı, emeğin ve yönetsel becerilerin daha rafine bir hal aldığı ve teknolojinin transferine ve paylaşımına imkân sağlandığı görülmektedir. Uzun dönemde, YPE'nin genel üretim düzeyi, GSYİH artışı sağlamak suretiyle yükselecek ve nihayetinde, *gelişmiş (emerged)* ve *yükselen (emerging)* ülkeler arasındaki açığın kapatılmasına yardımcı olacaktır.

Bazı iktisadî kriterler esas alınarak şekillendirilen, YPE'nin sergilemekte olduğu manzara, şu başlıklar altında özetlenmektedir:

1.1.1. Kamu Borçları

YPE'nde kamu-sektörü borcunun GSYİH'ya oranı, ortalama olarak, 1990'ların ortalarından itibaren yüklü şekilde artmaya başlamış ve 2003 yılı sonu itibariyle yüzde 70 seviyesine dayanmıştır. Bu da, borcun sürdürülebilirliği (*sustainability*) hakkında ciddi kuşkulara yol açmıştır. Geçen otuz yıl süresince, kriz meydana gelen ülkelerin yüzde 55'i, krizden önceki yıl kamu borç seviyesi GSYİH'nın yüzde 60'ının altına düşmüş ülkelerdir. Mevcut deliller, kamu borçlarının herhangi bir veri düzeyinde, krize direnme yeteneğinin çok daha düşük olduğunu ortaya koymaktadır. Yakın geçmişte, Arjantin, Ekvador, Pakistan, Rusya, Ukrayna ve Uruguay ya borçlarını zamanında ödeyememiş ya da maliyeti hayli yüksek bir borç yeniden yapılandırmasına gitmiştir. Türkiye ise, ülke borçlarıyla ilgili olarak şiddetli malî sıkıntılarla karşı karşıya kalmıştır.

Kamu borçlarında son dönemlerde meydana gelen toplam (*aggregate*) artış, büyük çapta, devlet iç borçlarında oluşan artışın sonucudur. Zira, dış borçların toplam borç stoku içindeki ağırlığı yaklaşık 2/3'ten 1/2'ye inmiştir. Ne var ki, bu oran gelişmiş ülkelerdekine hâlâ iki katı düzeyinde bulunmaktadır ve toplam borcun yaklaşık yüzde 60'ı yabancı paralar cinsindedir. Büyük bölümü Asya'da bulunan az sayıdaki YPE, borç rasyolarını istikrara kavuşturmak ya da azaltmak için ihtiyaç duyulan, bütçe faiz dışı fazlası (*primary surplus*) vermektedir. Bu nedenle, söz konusu borç düzeylerine gelinmesinde, zayıf bütçe gelirlerinin etkisinin fazla olmadığı ifade edilmektedir.

Ne var ki, söz konusu paternin düzgün bir yapı sergilediğini iddia etmek mümkün gözükmemektedir. Son zamanlarda, borç artışı özellikle Latin Amerika ve Asya'da yoğunluk kazanırken, Orta Doğu ve Afrika'da, hâlâ yüksek olmasına rağmen, değişmeden kalmıştır.

Artan kamu sektörü kırılganlığı, pek çok YPE'nde özel sektör bilançolarının kırılganlığı nedeniyle, daha da şiddetlenmiştir. Latin Amerika'daki firmaların büyük bölümü, yabancı para cinsinden borçlanmaya fazlaca bağımlıdır. Örneğin, Meksika'da, menkul kıymetler borsasında yer alan firmaların borçlarının 2/3'ü yabancı para cinsinden temin edilmiştir ve bunların büyük bölümü korumasız (*unhedged*) pozisyonadadır.

1.1.2. Rezervlerdeki Artışlar

Dikkatleri çekecek bir gelişme olarak, 1999 yılından beri, yükselen piyasaların tamamının net sermaye ihracatçısı konumunda olmaları gösterilmektedir. Bunun sonucunda, global döviz rezervleri, 1995 yılının sonu ile 2002 yılının sonu arasında iki kattan fazla artış göstererek 2.5 trilyon \$'ın üzerine çıkmıştır. Bu büyüklüğün nominal GSYİH'ya oranı, 1990 yılından sonraki dönemde en yüksek seviyesine ulaşmış bulunmaktadır.

Söz konusu rezervler, yükselen piyasa ekonomilerinin krize yakalanması ihtimalini hem olumlu hem de olumsuz yönde etkilemektedir. Olumlu yönden ele alındığında, rezervler, sermaye piyasalarına muhtemel bir erişim güçlüğü çekilmesine ve borçların katlanarak artması durumlarına karşı, bir *dahilî fonla sigorta (self-insurance)* özelliği taşımaktadırlar. Nitekim, daha kısa-vadeli borçların eşlik ettiği rezervler, Japonya dışında kalan Asya ülkelerinin pek çoğunda, 2003 yılının son dönemleri itibariyle, bir yıl içinde vadesi gelen dış borç yükümlülüklerinin tamamını karşılayacak düzeyde bulunuyordu. Rezervlerin bir diğer olumlu katkısı, döviz kuruna istikrar kazandırılmasına yardımcı olmasıdır.

Bu olumlu taraflarının yanında, rezervlerin neden olduğu çeşitli tehlikelerden de söz etmek yerinde olacaktır.

Her şeyden önce, örnekler veya modeller pürüzlü bir yapı sergilemektedir. Rezerv seviyeleri, Kore, Tayvan ve Meksika gibi daha önceleri anî duruş (*sudden stops*) tecrübesi yaşamış ülkelerde yükselmiştir. Riskten uzak duruş, bu etkiyi çoğaltmaktadır. Tayvan, Çin ve Kore başta olmak üzere, Japonya dışındaki az sayıdaki Asya ülkesi, dünya rezervlerinin yaklaşık yüzde 40'ını elinde bulundurmaktadır. Bu arada, Latin Amerika sermaye-ihtalatçısı olarak kalmayı sürdürmüştür.

İkinci olarak, rezervleri, uzun vadede sürdürülmesi imkânsız düzeylere ulaştıracak bir "*kabarcık*" (*bubble*) veya canlılık faktörü kesinlikle söz konusu olmaktadır. Rezervlere yönelik olarak IMF tarafından yapılan çalışmalar, rezervlerin, sigorta amacıyla ihtiyaç

duyulan ve döviz kurlarının istikrarını sağlamak için gereken seviyenin bir hayli ötesinde olduğunu ortaya koymuştur.

Üçüncüsü, yeni rezervlerin, büyük oranda A.B.D. doları cinsinden varlıklara (özellikle A.B.D. Hazine tahvilleri ve A.B.D. hükümetinin sponsorluğunu yaptığı kurum tahvilleri gibi) yatırılmasıdır*. Yalnızca Japonya dışında kalan Asya bölgesinden A.B.D.'ne yönelik net sermaye akışı 2002 yılında 110 milyar \$ seviyesinde gerçekleşmiş olup A.B.D. cari işlemler açığının yüzde 20'sine karşılık gelmektedir. Bu gibi, düşük-getirili "güvenli" varlıklar, ev sahibi ülkelerde yatırım fırsatlarının elde edilebilirliği veri olduğunda, yüksek fırsat maliyetine (*opportunity cost*) sahip bulunmaktadır. Söz konusu *yarı-malî açık (quasi-fiscal deficit)*, IMF verilerine göre, GSYİH'nın yaklaşık yüzde 1'i kadar bir kayba yol açmakta ve tek başına, bir kriz süresince, yatırımcı kaçıışı riski yaratmaktadır. Dolayısıyla, bu ülkeler, eğer A.B.D. tahvil fiyatlarında aşağı doğru anî bir düzeltme hareketi yaşanırsa ya da doların büyük boyutlu bir devalüasyonu söz konusu olursa, ciddi biçimde riske maruz kalabileceklerdir. Rezervlerin aktif biçimde yönetilmesi nedeniyle, kesin etkinin ne olacağı konusunda yargıda bulunmanın güç olacağı ifade edilmektedir .

Dördüncü olarak, pek çok merkez bankası, yurtiçi para arzını etkilememek için yabancı para cinsinden rezerv yığılmasını sterilize etmiştir. Fakat, bu uygulamanın sürdürülmesi gittikçe zorlaşmakta ve para arzının artması riski, zamansız ve daha enflasyonist olduğunda, ancak bir noktaya kadar ertelenmektedir.

Beşinci tehlike ise, dış rezerv yığılmasının mukabili (*counterpart*), döviz kurlarının olması gerekenden daha düşük seviyede tutulduğu zamanlarda, ticareti yapılabılır sektörün (*tradeable sector*) lehine olacak şekilde, ticareti yapılamayan sektörün (*non-tradeable sector*) zarar ettiği bir *iç dengesizlik*dir. Bu durum, özellikle Çin için geçerlidir.

Son olarak belirtilmesi gereken tehlike, bu tür rezervlerin mukabillerinin, A.B.D.'nin *ikiz açıkları* ve sermaye ithalatı ihtiyacı olduğudur ki, rezervlerdeki artış, faydalı bir biçimde, doların yukarı doğru tırmanmasına destek hizmeti vermektedir.

* Bu tür tahvillerin tutarı 1998 yılında "sıfır" düzeyinde iken, 2003 yılına gelindiğinde 200 milyar \$'ı aşmıştır.

1.1.3. Tahviller, Öz Sermaye ve Bankalar

Tahviller (Bonds)

2003 yılı, özellikle, yükselen piyasa ekonomilerine ait tahvillere yönelik büyük bir hareketlenmeye tanıklık etmiştir. Bunun kısmî bir nedeni, olgun piyasalardaki getiri kayıplarınıdır. Söz konusu dönemde, Amerikan Hazine Tahvilleri üzerindeki ortalama marj, yaklaşık olarak 1,000 baz puandan, yine yaklaşık olarak, 480 baz puana gerilemiştir*. Bunun bazı açılardan yararlı bir gelişme olduğu kabul edilmektedir. Şöyle ki; söz konusu gerileme, yükselen piyasalarda hem kamu hem de şirketler için borçlanma maliyetlerini hafifletici rol oynamaktadır. Ne var ki, bazı tehlikelerin varlığı da bir gerçek olarak ortada durmaktadır. Faiz farklarının piyasalar arasında hızla sıkıştırılması veya azaltılması, yatırımcıların, “kazanca hücum” bakımından daha az ayrımcı hale geldiğine işaret etmektedir. Eğer sezgilerde yanılgılar artmaya başlarsa, yatırımcılar, daha önce mevcut olan ülke karakteristiğini dikkate almaksızın, varlık sınıfını (*asset class*) kolayca terk edebilmektedir.

YPE öz kaynaklarından (*equity*) kaçış eğilimi ve 2002 yılının sonlarındaki ve 2003 yılının ilk dönemlerindeki olgun sermaye piyasaları çöküşüne son derece düşük tahvil getirilerinin eşlik etmesi, YPE'ne ait tahvil piyasalarında bir canlanmaya yol açmıştır. Bu tür bir canlanmanın varlığını sürdürebilmesi, her şeyden önce, yatırımcıların yükselen piyasalarda bile yatırım yapmaya daha istekli olmalarını sağlayacak kadar, dünya faiz oranlarının devamlı düşük düzeyde kalmasıyla birlikte, global talep düzeyindeki muhafaza edilmiş bir artışa (özellikle A.B.D.'ndeki iktisadî canlanmaya) bağlıdır. Aksi takdirde, olgun tahvil piyasalarında getiriler artış gösterirken, yükselen piyasalardaki yatırım fonları bütünüyle varlığını kaybedebilecektir.

Öz Sermaye (Equity)

Yükselen piyasalarda 2003 yılında sermaye ihracı, son on yılın en düşük düzeyinde bulunurken, bunun yüzde 70'ini Asya ülkeleri, yüzde 25'inin ise tek başına Çin oluşturmuştur. Bu durum, kısmen, olgun piyasalardaki kotasyon ve ihraç düzeyinin düşüklüğünü yansıtır niteliktedir.

* 1 baz puan (*basis point*) %0.01'e karşılık gelmektedir.

Bankalar

Çeşitli zorlamalara tabi tutulmuş ve süzgeçten geçirilmiş banka bilançolarının, büyük çaplı değişimleri maskeleydiği, sıkça eleştiri konusu yapılmaktadır. Pek çok ülke, bankacılık sektörünü yeniden yapılandırırken, sermaye yapısını yeni düzenlemelere tabi tutarken, çok büyük maliyetlere katlanmak durumunda kalmaktadır. Genel olarak ele alındığında; Orta Avrupa'nın bu dönüşümü büyük ölçüde yerine getirdiği, Asya'nın yavaş fakat istikrarlı bir iyileşme sağladığı, Latin Amerika'da ise, Meksika ve Şili'nin büyük bir mesafe almasına karşılık, Arjantin ve Uruguay'ın gerileme gösterdiği dikkat çekmektedir.

2003 yılı itibariyle, net uluslararası banka kredilendirmesi negatif bir değer almış; plasmanlar, Asya krizinden sonra, yıllık olarak yaklaşık yüzde 5.5 azalmıştır. Aynı zamanda, uluslararası bankalar, şubeleri aracılığıyla kullandıkları kredileri, yerel para birimleri cinsinden önemli ölçüde artırmıştır. Bu gelişmede, hem döviz kurlarında yaşanan azalışlar hem de yakın zamanda ortaya çıkan krizler süresince, pek çok YPE bankasının net değerindeki aşınma önemli rol oynamıştır. Bu, döviz kuru riskinden ve para uyumsuzluğundan (*currency mismatch*) uzak durmak isteyen uluslararası bankalar açısından bir avantaj yaratmaktadır. Diğer taraftan, yeni döviz kuru rejimleri, yerel bankaların yurtdışından borç temin etmesi yönündeki teşvikleri azaltmıştır ki, bu da, 1990'ların sonlarında, yükselen piyasaların yaşamış olduğu sorunların önemli bir bölümünü teşkil etmiştir.

Bununla beraber, bankaların, **riske maruz değer (Value-at-Risk veya VaR)** gibi benzer piyasa-duyarlılığına sahip risk yönetim araçları kullanmalarına ilişkin, uzun vadeli süregelmiş bir eğilim vardır ve bu, çoğu kez, piyasa düzenleyicileri tarafından teşvik edilmiştir. Söz konusu eğilim, bankaları, daha ziyade portföy yatırımcısına benzer davranış sergilemeye yöneltmiştir: Yakın geçmişte Şili ve Güney Afrika'nın yakındıkları gibi, hem nispeten daha az likit piyasalarda likiditeyi azaltırken, zaten likit olan piyasalarda likiditeyi artıran bir "sürü davranışı"na yol açmış, hem de kırılganlığı artırmıştır.

1.1.4. Doğrudan Yabancı Yatırımlar*

Özellikle de belli başlı yükselen piyasalara yönelik **doğrudan yabancı yatırım** veya **sermaye akışı**, 1990'lar boyunca, beklenmedik biçimde esneklik sergilemiştir. Bugün itibariyle, doğrudan yabancı yatırımlar, yükselen piyasalar için *tek* büyük özel sermaye kaynağı olarak görülmektedir. Ne var ki, 1990 yılında 19 milyar \$ düzeyinde bulunan doğrudan yabancı yatırımlar, 2002 yılında 183 milyar \$ ile zirve noktasına ulaştıktan sonra, yüzde 25 oranında gerileyerek, akıllarda sürdürülebilirlik konusunda ciddi soru işaretleri bırakmıştır.

1990-2002 periyodunda, gerçekleşen tüm doğrudan yabancı yatırımların yarısı Brezilya, Çin, Hindistan, Meksika ve Çek Cumhuriyeti'nde yapılmıştır. Çin'in doğrudan yabancı yatırımlara olan bağımlılığı, özellikle dikkatleri üzerinde toplamaktadır. Son dönemlerde, düşük-gelir düzeyine sahip gelişmekte olan ülkelere giden doğrudan yabancı yatırım akışı neredeyse yarı yarıya azalırken, Asya'ya yönelik yatırımlar ise, esas itibariyle durgun kalmıştır. Söz konusu azalışın yüzde 70'inin tek başına Latin Amerika'da yaşanmış olması, dikkat çekici bir diğer husustur.

1.2. Portföy Yatırımları ve Riskler

Piyasalarının geçiş sürecinde bulunması ve bu nedenle de istikrarın henüz sağlanamamasından ötürü, yükselen piyasa ekonomileri, portföylerine ilave risk katmak isteyen yatırımcılar için bir takım yeni fırsatlar sunmaktadır. Bazı ekonomiler açısından, tam anlamıyla çözülmemiş iç huzursuzluklar yaşanması ve her an ülke yönetiminde değişiklik yaratacak bir devrimin kışkırtılması ihtimali, millileştirmeye veya devletleştirmeye geri dönüşle, kamulaştırmayla ve sermaye piyasalarının çöküşüyle sonuçlanabilecektir. Öte yandan, hassas döviz kuru dalgalanmaları, ancak, politik karışıklık veya bankacılık sisteminin güvenini kaybetmesi ihtimalini hesaba katan yatırımcılardan kaynaklanacak bir devalüasyona dönüşebilecektir. Bir yükselen piyasa ekonomisi yatırımının risklilik derecesinin gelişmiş bir piyasaninkinden daha yüksek olması, panik, spekülasyon ve *düşünmeden*

* Yükselen piyasa ekonomilerine yönelik **Doğrudan Yabancı Yatırımlar** 11. Bölümün konusunu oluşturduğundan, burada detaylı bilgi verilmemiştir.

gerçekleştirilen (knee-jerk) reaksiyonları daha yaygın hale getirmektedir. 1997 Asya Krizi, ki bu süreç içinde söz konusu ülkelere yönelik uluslararası portföy akışı tersine dönmeye başlamıştır, yükselen piyasa ekonomilerinin nasıl yüksek-riskli yatırım fırsatları olabildiğine dair güzel bir örnek sunmaktadır.

Ne var ki, risk ne kadar büyük olursa getirisinin de o denli büyük olacağı bilinen bir gerçektir. Dolayısıyla, yükselen piyasa yatırımları, ilave risk üstlenirken çeşitliliği amaçlayan yatırımcılar arasında standart bir uygulamaya dönüşmüştür.

1.3. Yerel Siyaset - Küresel Ekonomi Çatışması

Yeni gelişen bir piyasa ekonomisi, ekonomisini dış dünyaya açma çabası içindeyken, yurtiçi politik ve sosyal faktörlerin yükünü taşımak zorundadır. Daha önce dış dünyaya karşı korumalı bir konumda bulunan yükselen piyasa ekonomilerine mensup halk, yabancı yatırımlara pek fazla güven duymayabilecektir. Bu son derece doğal bir durumu temsil etmektedir. Yükselen ekonomiler, aynı zamanda, ulusal övünme veya kibirlilik gibi konularla da ilgilenmek durumunda kalabilmekte; zira, bu ülke vatandaşları, yurtiçi ekonominin bazı sektörlerinin veya bir bölümünün yabancıların eline geçmesine karşı muhalefet edebilmektedir.

Dahası, yükselen bir ekonominin dışa açılması, sadece yeni iş ahlâkı ve standartlarına maruz kalmak anlamına gelmeyip aynı zamanda yeni kültürlerle de içli-dışlı olmayı zorunlu kılmaktadır. Örneğin, fast-food restoranların ve müzik videolarının bazı yurtiçi piyasalara girmesi ve bunların etkileri, aslında, yabancı yatırımların bir yan ürünü (*by-product*) niteliğindedir. Bu, kuşaklar boyunca, bir toplumun dokusunu önemli ölçüde değiştirebilme potansiyeli taşımakta ve eğer bir nüfus değişime tam anlamıyla güven duymaz ise, değişimi durdurmak için sıkı bir mücadeleye girişmesi de muhtemel gözükmemektedir.

Yükselen piyasa ekonomilerinin daha cazip fırsatlar peşinde koşabilecek ve yabancı yatırımcılar ve gelişmiş ekonomiler için yeni yatırım alanları sunabilecek olmalarına rağmen, bu ekonomilerin resmî görevlilerinin, dışa açık bir ekonominin kendi vatandaşları üzerinde yaratacağı etkileri sağduyulu bir şekilde değerlendirmesi

gerekmektedir. Dahası, yatırımcılar, bir YPE'ne yatırım planladıklarında oluşabilecek riskleri hesaba katmak zorundadır. Gelişme süreci fazlaca sıkıntılı, yavaş ve çoğu kez hareketsiz olabilir. Yükselen piyasaların, geçmişte, yurtiçi ve küresel bir takım mücadele ortamlarında yaşayabilmesine rağmen, bunların, hayatta kalabilmek için bazı büyük çaplı engellerin üstesinden gelmek zorunda kaldıkları da akıldan çıkarılmamalıdır.

2. İKTİSADÎ BÜYÜME VE YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİNDE İŞ ÇEVİRİMLERİ

İktisadî büyümenin zaman içinde ve ülkeler arasında niçin farklı oranlarda gerçekleştiği sorunsalı, henüz tam anlamıyla tatmin edici bir cevap bulunamamış iktisadî bir sır olarak görülmektedir*. Bir diğer sır ise, *iktisadî büyümenin düzenli bir oranda seyretmesine engel olan durgunluk ve iyileşmelerin düzensiz ritmi* olarak ifade edilen **iş çevrimlerinin** (*business cycles*) oluşma nedenleridir. Yirminci yüzyılın başlarında, durgunluk olgusu, aralarında **Thorstein B. VEBLEN** ve **J. SCHUMPETER**'in de bulunduğu pek çok iktisatçının kafasını karıştırmış; bir durgunluk sırasında neler olduğunu açıklayarak, durgunluktan çıkmak için kimi yararlı öğütler verme işi ise, İngiliz iktisatçı **John M. KEYNES**'e kalmıştır.

Araştırmacılar, yükselen piyasalara ilişkin yayınlanan *GSYİH zaman serilerinin* (*time series*) analizi sonucunda bir takım bulgulara ulaşmış; buna göre, bu ekonomilerin sanayileşmiş ülkelerde gözlenen dalgalanmalarla nispeten yakın bir eşzamanlılık (*synchronization*) içinde olduğu belirlenmiştir**. Öte yandan, bu tür serilerin standart sapmalarının gösterdiği gibi, yükselen piyasalara yönelik GSYİH zaman serileri, daha büyük bir *istikrarsızlık* veya *oynaklık* (*volatility*) sergilemektedir. Ayrıca, yükselen piyasalarda ve sanayileşmiş ekonomilerde ortaya çıkan durgunlukların derinliği arasında önemli bir farklılık göze çarpmaktadır. 1970-1995 yılları arasında, sanayileşmiş ülkelerdeki tipik durgunluk GSYİH'da yaklaşık olarak yüzde 2'lik bir azalmaya neden olurken, Latin Amerika'da durgunluk süresince GSYİH düzeyinde

* Bkz. KRUGMAN (2001).

** 'A.B.D. soğuk algınlığı geçirince, Meksika zatürree olur' sözü, Meksika'nın 19. yüzyılda yaşamış son diktatörüne atfedilmiştir ve bu konuya güzel bir örnek teşkil etmektedir (Bkz. CARSTENS (2004)).

kaydedilen ortalama azalış yüzde 8'e ulaşmıştır. Dolayısıyla, en azından Latin Amerika'da, sanayileşmiş ülkelerde yaygın olan tipik genişleme/resesyon dalgalanması yerine, konjonktürel dalgalanma, krize ve yeniden canlanmaya ilişkin daha uç (*extreme*) değerlere sahip olmaktadır. Bu nedenle, yükselen piyasalardaki makroiktisat politikalarının, devresel bunalımı yatıştırmak veya ince ayar (*fine tuning*) yapmak yerine, muhtemel bir krizden kaçınma veya kriz sonrasında güven ortamını yeniden tesis etme çabaları üzerinde yoğunlaşması, pek de şaşırtıcı gelmemektedir.

Elde edilen bir diğer bulgu ise, yeni yükselen piyasalardaki GSYİH'nın aşırı ölçüde uçucu olmasıdır. Yükselen piyasaların dikkat çekici bir özelliği, ortalama olarak, dış ticaret hadlerindeki (*terms of trade*) büyük değişimlerden etkilenmeye nispeten daha fazla eğilimli olmalarıdır. Bu nedenle, dış ticaret hadlerinde yaşanabilecek bir şok, muhtemelen, iktisadî dalgalanmaların ana kaynağı olacaktır. Yükselen piyasa ekonomisine sahip pek çok ülkede, ihracatın esasları, dünya fiyatları çabuk değişebilen, nispeten az sayıda *tarımsal ürün ve madenler (commodity)* üzerindeki büyük yoğunlaşma tarafından karakterize edilmektedir. Ayrıca, bu ülkelerin malî gelirleri, büyük ölçüde ihraç malları fiyatlarına bağımlı olma eğilimi sergilemektedir ve keza, kamu finansmanının sağlıklı temeller üzerine oturtulması da, dünyada geçerli olan ihraç malları fiyatlarındaki başlıca değişimlere karşı aşırı duyarlıdır.

3. SERMAYE AKIŞININ ROLÜ

Geçen on yıl boyunca, uluslararası finansal piyasaların birbirine sıkı bir şekilde entegre olması, yükselen piyasa ekonomilerinde gelecek döneme ait büyümeye ve kârlılığa ilişkin olumlu beklentiler, bu ekonomilere yönelik sermaye girişinde önemli artışlara yol açmıştır. Özellikle 1978-81 ve 1990-94 dönemlerinde, birbirinden farklı konjonktürel dalgalanmalar yaşayan ve değişik makroiktisadî politikalara sahip ülkeler, yeni sermaye girişi konusunda eşzamanlı bir artış yaşamıştır. Bu tür sermaye girişinin en olumsuz tarafı, bilindiği gibi, her zaman için istikrarlı olmaması ve bir süreklilik arz etmemesidir. Sermaye girişinin olduğu ülkelerin içinde bulunduğu özel koşullar, yakın geçmişte Asya ve Meksika deneyimlerinde ortaklaşa gözlenildiği gibi, ülke dışına büyük hacimde sermaye çıkışını harekete geçirmiştir. Fakat, sanayileşmiş

lkelerde uygulanmakta olan yüksek faiz oranları gibi, yükselen piyasalara dışsal bazı faktörler de, sermaye kaçışını teşvik edebilmektedir.

Yükselen piyasalara yönelik yoğun sermaye akışı, önceden belirlenmiş (*predetermined*) bir döviz kuru sisteminin yürürlükte olduğu sermaye kabul eden ülkeler açısından, belli başlı riskleri de beraberinde getirmektedir. Büyük lekli yabancı sermaye girişinden kaynaklanan, paranın reel anlamda aşırı değerlenmesi, cari işlemler açığının büyümesi gibi makroiktisadî gelişmeler, en sonunda, sermaye kabul eden ülke parasından kaçışa sebep olabilmektedir. Ve, eğer yurtiçi finansal sistem yeterince güçlü değilse, sermaye kaçışının başladığı sırada döviz kurunu desteklemek için gerekli olan faiz artışlarının gerçekleştirilmesi, finansal sistemde kriz yaratabileceğinden, bir hayli zora girmektedir. Bu anlamda, zayıf bir finansal sistem, önceden belirlenmiş döviz kuru sistemini baskı altına girmekten alıkoymada, para politikasının oynayabileceği rolün temel kısıtlayıcısı olmaktadır.

4. DİğER ÖNEMLİ ETKİLER

Döviz kuru rejimlerinin ve yerel finansal sistemlerin çökmesi, pek çok YPE'nde derin durgunlukları açığa çıkartmaktadır. Yurtdışına sermaye kaçışı, söz konusu vakaların tümünün ortak özelliğidir. Fakat, bu kaçışın, iktisadî faaliyet düzeyindeki azalıştan sorumlu tek faktör olduğunu öne sürmek güçtür. Çoğu kez, politik yanlışlar ya da dış kaynaklı gelişmeler de söz konusu faktörler arasında sıralanmaktadır. Yabancı sermaye, rejimlerin kşn hızlandırmak ve hükümetlerin daha önceden sahip olduğu hareket serbestisinin derecesini önemli boyutlarda azaltmak suretiyle, yükselen piyasa ekonomilerinin krize maruz kalışında katalizör rolü oynamaktadır. Kriz ortaya çıktığında, otorite sahibi kesim, güvenilirliğini bütünüyle kaybetmiş olmanın sıkıntısını yaşamaktadır. Bu durumda, makroiktisat politikalarının, üretim-artırıcı desteğini yerine getirmek yerine, yetkililerin güvenilirliğini yeniden tesis etmesini sağlayacak şekilde intibak sürecine tabi tutulması bir zorunluluk olmaktadır. Bunun nedeni, sanayileşmiş ülke deneyimlerinin aksine, para ve maliye politikalarının, gelişmekte olan ülkelerde, genellikle devresel bunalım öncesi (*pro-cyclical*) konumda bulunuyor olmasıdır.

Belirtilmesi gereken bir diğ er nokta ise, yükselen piyasa ekonomilerinde gözlenen oynaklığın bir bölümünün, uygulanan politikalarca teşvik edilen (*policy-induced*) türde oluşudur. Para, maliye ve döviz kuru politikalarıyla ilgili bazı kararlar, kendi içlerinde, yükselen piyasa ekonomilerine yönelik istikrar bozucu nitelikte politika şokları barındırmaktadır. Politik hataların bir bölümü, yükselen piyasa ekonomilerinin pek çoğunun, hâlâ gereken kurumsal düzenlemelere sahip olamadığı gerçeğine atfedilmektedir. Politika yanı şlarını doğ uran bir başka faktör ise, yetkililerin, orta ve uzun vadede sürdürülebilirliklerini dikkate almayan, kısa-vadeli hedeflere ulaşmaya dönük karma politikalar uygulamalarıdır. Bunun en tipik örneği olarak, sıkı bir döviz kuru istikrar programı benimsenmesi gösterilmektedir. Bu tür bir program, enflasyonda keskin bir düşü şe yol açmakla birlikte, ekonomi üzerinde, çoğu kez, sürdürülemez bir reel döviz kuru değ erlenmesi ve dış sektör açıkları gibi ek maliyetlere neden olmaktadır. Bu durumda, döviz kuru rejimi çökme sürecine girmekte ve önceki dönemde enflasyonun azaltılmasında kazanılan başarıları devam ettirmek artık imkânsız hale gelmektedir. Tipik bir yan etki olarak, bu tür devalüasyonların ekonomiyi daraltıcı etkide bulunduğ unun belirtilmesinde yarar görülmektedir.

Önceden belirlenmiş döviz kuru politikaları benimsenmesinin, zımnî (*implicit*) bir döviz kuru garantisi sağlamak suretiyle dış borçlanmayı teşvik ettiğ i ve finansal ve kurumsal sektörlerin aşırı biçimde döviz riskine maruz kalmasına yol açtığı da, bir diğ er gerçek olarak karşımıza çıkmaktadır. Bankacılıkla ilgili düzenlemelerin gevşekliğ i ve finansal gözetimin yetersiz oluşu, bankaların kredi portföylerinin kalitesinde önemli çarpıklıklara neden olmaktadır. Bu yanı şlar grubunun, yakın zamanlarda dünya genelinde ortaya çıkan ödemeler dengesi ve bankacılık krizlerinin ana kaynağ ı olduğ u ispatlanmış durumdadır. Özetle ifade edilecek olursa, *dış ticaret hadleri şokları, sermaye akışında ortaya çıkan istikrarsızlık ve politik yanı şlar*, sanayileşmiş ülkelere göre, yükselen piyasa ekonomilerinde GSYİH azalışını daha fazla körükleyen dikkat çekici faktörler olarak değ erlendirilmektedir. Bu faktörlerin tespit edilmesi, yükselen ekonomilerde oluşabilecek bir durgunluğ u engelleyecek veya en azından hafifletecek bir strateji belirlenmesinde son derece yararlı işlev görmektedir.

5. OYNAKLIĞI (VOLATILITY) AZALTACAK STRATEJİLER

Genellikle, oynaklığın veya istikrarsızlığın üç ana kaynağının varolduğu kabul edilmektedir: **1) Önemli boyutta bir döviz kuru; 2) İşlemeyen krediler biçiminde** kendini gösteren bilanço sorunları ve **3) Uyumsuz olarak zarara maruz kalma biçiminde** cereyan eden bilanço sorunları. Bu kaynakların sonuncusu, para uyumsuzlukları yanında, likidite sorunlarına da yol açan *olgunluk* uyumsuzluklarını da kapsamaktadır.

Döviz kuru, aşikâr biçimde kontrol dışında kaldığında, bir krizin başlangıç noktası olabilmektedir. Bu, enflasyonu aşağı çekmede başarılı olan, fakat bunu önemli boyutlara varan bir reel değer artışı pahasına gerçekleştiren, *döviz kuruna dayalı enflasyondan arındırma programlarında* gözlenen tipik bir durumdur.

Yükselen piyasa ekonomilerindeki oynaklığı azaltacak politika seçeneklerinin neler olduğunun net bir biçimde ortaya konması, soruna çözüm bulunmasının temel koşulu olarak değerlendirilmektedir. Yükselen piyasa ekonomilerinin, her şeyden önce, ihraç mallarının uluslararası fiyatlarında ortaya çıkan önemli değişimler karşısında, ekonomilerinin kırılganlığını veya hassasiyetini azaltıcı yönde tedbirler alması mutlak zorunludur. Bunu dikkate alan bir politika seçeneği olarak, daha açık bir ticaret ve yatırım rejimleri benimsemek suretiyle, ihracatın dayandığı ürünlerde ve üretim sistemlerinde değişikliğe gitmek son derece yararlı gözükmektedir. Gelişmekte olan pek çok ülkede, genellikle korumacı tedbirlere eşlik eden ve ihracat-karşıtı bir eğilim yaratan ticaret engellerinin ortadan kaldırılması yönünde çok şey yapılabilir. Bunun yanı sıra, yükselmekte olan piyasa ekonomileri, ihraç malları fiyatlarında oluşan dalgalanmalara karşı koruyucu araçların daha yoğun bir şekilde kullanımına yönelik stratejilerin geliştirilmesi imkânlarını araştırmalıdır. Benzer şekilde, ihraç malları istikrar fonlarının oluşturulması, söz konusu fiyat dalgalanmalarının gelir etkisinin hafifletilmesine katkıda bulunabilmektedir. Tüm ihraç mallarında olduğu gibi, cari gelirlerin mal fiyatlarındaki dalgalanmalara karşı olan duyarlılığıyla ilgili olarak, ekonomik konulardan sorumlu kişiler, diğer gelir kaynaklarını sağlamlaştırmak için daha aktif programlar üzerinde fikir birliği içinde olmalı ve çalışmalıdır. Bu ise, bilindiği gibi, temel vergi reformunu ve vergiden kaçınmayla mücadeleyi gerektirmektedir.

Pek çok yükselen piyasa ekonomisinin, piyasanın belirlediği faiz oranlarının ve artan döviz kuru esnekliğinin, şokları emici veya massedici (*absorber*) rol oynayabileceğini de mutlaka dikkate alması gerekmektedir. Örneğin, **Meksika deneyiminde**, esnek döviz kuru rejiminin (*flexible exchange-rate regime*) benimsenmesi, finansal piyasalar üzerindeki spekülâtif baskıların azaltılmasına önemli ölçüde destek sağlamıştır. Bu esnek kur sistemi pek çok amaca dönük hizmet vermiştir. Her şeyden önce, söz konusu sistem, yakın geçmişte Asya Krizi'nin finansal piyasalarda yarattığı çalkantılar gibi geçici şokları emecek ilave bir intibak değişkeni sağlamıştır. İkinci olarak, esnek bir döviz kuru, dışsal bir şokun döviz kuru için yeni bir düzey belirlenmesine işaret ettiği her zaman, para otoritesinin güvenilirliğini zedelemeksizin, reel döviz kurunun denge seviyesine intibak etmesini kolaylaştırmaktadır. Üçüncüsü, dalgalı döviz kuru rejimi (*floating exchange-rate regime*) uygulanması ve faiz oranının serbestçe belirlenmesi, kısa dönemde yatırımcıların maruz kalabildiği büyük miktarlardaki zararlar nedeniyle, kısa vadeli sermaye akışını caydırıcı etkide bulunmuştur. Bu rejimin benimsenmesiyle birlikte, Meksika'ya yönelik sermaye akışı, kısa-vadeli uzun-vadeliye doğru yapısal bir değişikliğe uğramıştır. Öyle ki, 1990 krizi öncesinden 1994'e kadar geçen sürede, yabancı yatırımcıların Meksika'da gerçekleştirdikleri kısa-vadeli yatırımların tutarı 34 milyar \$ seviyesinin üzerindeyken, günümüzde bu tutar 2 milyar \$ seviyesinin altında kalmıştır. Söz konusu azalış, esas itibarıyla, uygulanmakta olan dalgalı döviz kuruna bağlanmaktadır.

Şoka eğilimli ekonomiler (*shock-prone economies*) derinliğe sahip finansal piyasalardan ve esnek döviz kurlarından yararlanabilmesine rağmen, politikacıların, finansal kurumların makroiktisadî ortamdaki büyük değişimlere karşı başarılı bir şekilde mukavemet edebilmede yeterince güçlü olmalarını temin etmesi, son derece kritik önem taşımaktadır. Finansal piyasalara daha fazla esneklik kazandırmak, finansal sistemi daha basiretli düzenleme ve denetim yoluyla güçlendirecek faaliyetlerin veya eylemlerin yerini tutmamaktadır. Yükselen ekonomiler, kurumlarını reform sürecine tabi tutmak suretiyle de bir takım yararlar sağlayabilir ve böylelikle iktisadî şoklara karşı olan kırılğanlıklarının derecesi ve politik hatalar yapma eğilimleri de azaltılmış olur.

Finansal sistemin düzenlenmesini ve gözetilmesini iyileştirmeye ek olarak, para ve maliye politikaları arasındaki koordinasyonu daha etkili hale getirmek için de bir takım

tedbirler alınması mümkündür. İktisat politikasının farklı yönleri arasında bir koordinasyon eksikliği olduğunda, para otoritesinin hareketleri, iktisadî faaliyetler üzerinde gereksiz karışıklıklar yaratabilmektedir.

Ekonomik istikrarsızlığın bir kaynağı olarak politik yanlışlardan söz edilirken, bir kurumun amaçlarının doğru olarak belirtilmemesinin, üzerinde önemle durulması gereken bir husus olduğu ifade edilmektedir. Bu anlamda, ekonominin kırılğanlığını azaltmak amacıyla, bazı olumlu kurumsal reformlar yürürlüğe konulabilmektedir. Merkez bankasının otonom bir yapıya kavuşturulması ve fiyat istikrarının sürdürülebilirliğinin tek amaç olarak bu bankaya devredilmesi, doğru yönde atılmış bir adım olarak değerlendirilmektedir. Bu kurumsal değişim, siyasî karar alma sürecinde yaşanan bir takım zaman-uyuşmazlığı (*time-inconsistency*) sorunlarını da azaltabilmektedir. Gelişen ülkeler açısından özellikle uygun olan bir durum, emek piyasasında daha büyük esneklik arama gereğidir. Olması gerekenden *daha fazla düzenlenmiş* emek piyasaları, yeni teknolojilerin adaptasyonunu ve beşerî sermayenin iyileştirilmesini olumsuz yönde etkileyecek gelişmeler doğurmaktadır. Ayrıca, aşırı düzenlenmiş emek piyasaları, dışsal şoklarla mücadele etmek için son derece ihtiyaç duyulan türde ücret esnekliği sağlamaktadır.

Geçen on yıl boyunca, gelişen ülkeler, hem kamu kontrolünde bulunan işletmelerin tecrit edilmesi sürecine devam ederek, hem de ekonominin yasal ve düzenleyici çerçevesini düzenlemek suretiyle yapısal değişimi dikkate alan çok önemli ilerlemeler kaydetmişlerdir. Bu çerçevede sarf edilecek ilave çabalar, iktisadî şokların reel iktisadî faaliyetler üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmada önemli ölçüde yardımcı olabilecektir.

Yine bu çerçevede, yükselen piyasa ekonomileri, yabancı tasarruflara olan bağımlılıklarını azaltmak amacıyla, bazı mekanizmalar tasarlamalı ve çeşitli kurumlar geliştirmelidir. Bu konuda verilebilecek en aydınlatıcı örnekler, *sosyal güvenlik planları* ve *emeklilik fonlarına (pension funds)* ilişkin reform paketlerdir.

6. YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ - IMF İLİŞKİLERİ: *TERS ETKİ YARATAN TEŞVİKLER*

Amacının ötesine geçmek suretiyle ters ya da olumsuz sonuçlar doğmasına neden olan teşvikler, günümüzün yükselen piyasa ekonomilerinde artan sayıda ve şiddette finansal kriz yaşanmasına katkıda bulunan en temel güçler arasında sayılmaktadır. Kuşkusuz, söz konusu teşvik edici hususların yaratılmasında bir dizi olumsuzluk ortaklaşa işlev görmektedir. Bu faktörler arasında özellikle belirtilmesi gerekenler ise, fazla cömert bir biçimde uygulanan, *mevduata belirgin veya zımnî sınırsız devlet güvencesi verilmesi* gibi **kamu finansal güvenlik ağı unsurları**, finansal sistemde yer alan **risk-çoğaltıcı yapısal değişimler** ve **şirket sahiplerinin öz sermayeyi destekleme düzeyinin yetersiz oluşudur**.

Söz konusu faktörlerin bileşimi, A.B.D. başta olmak üzere, özellikle 80'li yıllarda gelişmiş ülkelerdeki finansal krizlerin en önemli açıklayıcıları olmalarının yanı sıra, günümüz yükselen piyasa ekonomilerinde de daha tehlikeli bir boyutta iş başında bulunmaktadır.

Yükselen piyasa ekonomilerine **Uluslararası Para Fonu (IMF)** tarafından yakın geçmişte açılan kredilerin ve gelecekte sağlanması muhtemel kredi kolaylıklarının, gelişmekte olan ekonomilerde mevcut risk-artırıcı teşvikleri (*incentives*) takviye etmekle kalmayıp aynı zamanda, uluslararası finans kurumlarının başka bir takım riskli kredi işlemlerine girişmesine de yol açtığı belirtilmektedir.

Konuya önce A.B.D.'nin yaşadığı deneyim daha sonra da yükselen piyasa ekonomileri açısından bakıldığında şu tespitlere varılmaktadır:

6.1. Amerika Birleşik Devletleri Deneyimi

1980'li yıllarda, A.B.D.'ndeki finansal sektör, mevduat sigortasının genişlemesi karşısında, daha fazla risk üstlenilmesine izin veren bir yapı değişikliğine uğramıştır. Yeni durumda, finansal sektörün öz sermayesi azalırken, ortaya çıkan kombinasyon, hem bankacılık hem de tasarruf ve kredi kurumlarını (S&Ls) kapsayan bir finansal

krizle sonuçlanmıştır. Daha spesifik olarak, A.B.D. finansal piyasaları çok çeşitli yönlerde değişikliğe uğramıştır. Örneğin, faiz oranına ilişkin üst sınırlandırmaların ve sınırlı ürün deregülasyonlarının* ortadan kaldırılması ve bunu takiben coğrafi engellerin erozyona uğraması, kredi veren kişi veya kurumların, yeni, pek alışık olmadıkları ve riski yüksek girişimlere yönelmelerine imkân sağlamıştır. Risk artırıcı bu tür değişimlere, cömert ve yaygın bir biçimde sunulan mevduat sigorta garantileri ve azalan sermaye tabanları da eşlik edince, ortaya risk-üstleniciliği teşvik eden bir yapı çıkmıştır. Deregülasyonun, tek başına bir sorun teşkil etmediği yaygın bir kabul görmektedir. Sadece, risk-artırıcı değişimlerin, aşırıya varan ölçüde cömert olarak nitelenebilecek mevduat sigortası veya diğer devlet garantileriyle ve ters (*perverse*) teşvik yapısıyla özellikle ilgili olan sermaye tükenişiyle bir araya gelmesi durumunda sorun olmaktadır**. Yapılan çok sayıda analizin üzerinde fikir birliğine vardığı husus, bu zararlı kombinasyonun, 1980'lerde ve 1990'ların başlarında A.B.D.'nde yaşanan şiddetli finansal krizlerden büyük ölçüde sorumlu olduğu yönündedir.

6.2. Yükselen Piyasalar Deneyimi

A.B.D.'nin yaşadığı finansal krizin belirleyicisi olarak tespit edilen faktörler, yükselen piyasa ekonomilerinde yaşanan finansal krizlerin sıklığında ve şiddetinde ortaya çıkan yaygın ve benzeri görülmemiş artışın en büyük sorumlusu olarak gösterilmektedir. Ne var ki, ters veya aksi yönde risk-üstlenicilik teşviklerini doğuran koşullar, pek çok nedenden ötürü, gelişmiş ekonomilerden daha çok, modern yükselen piyasa ekonomilerinde etkili olmaktadır. Örneğin, yükselen ekonomilerde finansal piyasanın risk-artırıcılığında gözlenen yapısal değişim özellikle vurgulanmaktadır. Zira, bu değişim, gelişmiş ekonomilerde meydana gelen finansal piyasa değişim türlerini şekillendirmekle kalmaz, aynı zamanda ilave biçimleri de oluşturur. *Faiz oranı tavanının serbestçe belirlenmesi, daha düşük rezerv bulundurma zorunluluğu ve hafifletilmiş ürün kısıtlamalarını* içeren **geleneksel yapısal değişim** bir hayli yaygındır. Fakat, sermaye kontrollerinin serbestleştirilmesi ve daha evvel devlet kontrolünde bulunan finansal yapıların özelleştirilmesine dönük

* *Deregülasyon*, piyasalara daha fazla rekabetçi bir yapı kazandırmak amacıyla, *düzenlemelerin gevşetilmesi ve daha önce var olan kontrollerin kaldırılması* anlamında kullanılmaktadır.

** Mevduat sigortası, eğer yaygın olmayan bir çerçevede ve doğru olarak uygulanıyorsa, bir sorun teşkil etmemekte; aksi takdirde, önemli boyutlarda **ahlakî çöküntü** (*moral hazard*) kaynağı olabilmektedir.

hareketler, bu tür yapısal değişimi, modern yükselen ekonomilerde, gelişmiş ekonomilerdekinden daha önemli hale getirmektedir. Bu değişimlerin tümü, finansal kurum sahiplerinin öz sermayeye katkı düzeylerinin düşük olduğu bir ortamda gerçekleşmiştir. Bunun nedenleri arasında, daha önceden kurumun devlete ait olması ve finansal kurumların yerli ve yabancı sahipliği üzerindeki kısıtlamalar ilk sıralarda gösterilmektedir.

Bu olumsuz yapısal değişimin, yaygın biçimde uygulanan devletin finanse ettiği risk sübvansiyonlarıyla ya da yeterli bir denetim mekanizmasına sahip olmayan kamu finansal güvenlik ağlarıyla (sınırsız biçimde uygulanan zımnî veya belirgin mevduat sigortası gibi) birleşmesi, aşırı risk-üstlenilmesini ve krize-eğilimli (*crisis-prone*) finansal sistemleri destekleyen ters yönlü teşviklerde büyük artışlara sebep olmaktadır.

Söz konusu durumu bir parça daha şiddetlendiren husus ise, yükselen piyasalarda faaliyet gösteren bankacılık sektörlerinin, genellikle, bunlara ait hisse senedi ve tahvil piyasalarının yeterince gelişmemiş olmasından ötürü, finansal aracılık kesiminin büyük bir bölümünü oluşturmalarıdır. Yeterince gelişmiş hisse senedi piyasalarından yoksun oluş, banka-temelli aracılık sektörüne daha fazla risk yükleyen bir unsur olmaktadır. Dolayısıyla, bu tür ülkelerde bankacılık krizine neden olan faktörler, muhtemelen, daha geniş çaplı hasara yol açabilecektir. Diğer taraftan, yükselen piyasa ekonomilerinin A.B.D. gibi daha büyük ekonomilere nazaran *daha küçük, daha açık olma eğilimi*, ters teşviklerin, bu ülkelerdeki hareketli, uluslararası sermaye ve döviz kurları üzerindeki potansiyel etkilerini daha büyük hale getirebilmektedir.

6.3. IMF'nin Rolü

Yakın zamanlarda yükselen piyasa ekonomilerinde yaşanmış olan, yıkıcı etkilere sahip finansal krizlerin önemli bir bölümü, sermaye akışının anî ve keskin bir biçimde tersine dönmesi sonucu ortaya çıkmış; söz konusu ekonomiler ağır yaralar almıştır. Gelecek yıllarda, erken davranarak bu tür krizlerin önüne geçebilmek için, IMF, üye ülkelerin dış şartlardaki değişikliklere karşı olan kırılganlıklarını tartmak veya değerlendirebilmek için önemli bir çaba sarf etmektedir. IMF'nin amacı, "*dış şoklara*

karşı daha dayanıklı olmaları için, finansal sistemlerini olabildiğince güçlendirmelerini teşvik ederek ve onları (koruyucu eylemde bulunabilsinler diye) muhtemel problemler hakkında ileri bilgi düzeylerini iyileştirerek, ülkelere yardım etmek“ şeklinde ortaya konmaktadır.

Aslında, Uluslararası Para Fonu, düşük oranlı faizle kredi vermek suretiyle, yukarıda bahsedilen ters-yönlü teşviklerin yapısını pek çok yönden kuvvetlendirici ve takviye edici yönde işlev görmektedir. IMF'nin ülkelere risk-üstlenici teşvikleri destekleyen krediler vermesi nedeniyle, çoğu kez, bu teşviklerin çoğalmasına katkıda bulunmaktadır. Bu durum, özellikle, günümüzde de olduğu gibi, IMF [kredilendirmesi], likiditesi yetersiz bankalardan ziyade, ödeme güçlüğü içine düşmüş bankalara yardım ederken söz konusu olmaktadır. Dahası, etkili biçimde bir başka *uluslararası* devlet garantisi mekanizması yaratmak suretiyle, IMF kredilendirmesi, özellikle daha büyük uluslararası finansal kurumları devreye sokarak ilave risk-üstleniciliği desteklemiş olmaktadır. Bununla beraber, IMF kefaleti, bu kurumları, kolay zedelenebilir bankacılık sistemine sahip yükselen piyasa ekonomilerine kredi vermenin taşıdığı yüksek riske karşı önemli ölçüde koruma altına almaktadır. Bu nedenle, yükselen piyasa ekonomileri, yüksek derecede kırılganlığı olan, özellikle döviz kuru riskine hayli açık, *riski sübvanseden* finansal sistemlerle baş başa kalmaktadır.

Kısaca ifade etmek gerekirse, IMF kredilendirmesi, yükselen piyasa ekonomilerinde hem risk-üstlenici teşvik yapılarını, hem de döviz kuru uyumsuzluklarını (*mismatches*) desteklemektedir. Aslında, IMF'nin üstlenmiş olduğu misyonu ne derece başardığı konusu, son yıllarda küresel boyutta ortaya çıkan finansal krizlerin ardından, eskiden olduğundan çok daha fazla sıklık ve şiddette tartışılmaktadır.

7. YÜKSELEN PİYASALAR VE KRİZDEN KORUNMA YOLLARI

Büyük Bunalım'ın üstünden geçen yaklaşık yetmiş beş yıllık zaman diliminde ve özellikle de son yirmi yıl içinde, finansal piyasalar, dünya genelinde büyüklükleri ve etki dereceleri birbirinden farklı, çok sayıda krize maruz kalmıştır. Kesin olan bir husus varsa, o da, söz konusu krizlerin gelecek yıllarda da boy göstereceğinin

kaçınılmaz veya önlenemez oluşudur. Zira, bu krizlerin çıkmasına ve piyasalar arasında hızla yayılmasına neden olan faktörleri kontrol altına alabilmek, en azından bugün için, pek de kolay gözükmemektedir.

Ne var ki, krizlerin önlenemez oluşu, kriz ihtimalini azaltacak ve etkilerini mümkün olan en az düzeye indirecek politikaların şekillendirilmesine bir engel de teşkil etmemektedir.

Geçen yirmi yıl içinde finansal piyasaların, özellikle de yükselen piyasa ekonomilerinin, sıklıkla krize yakalanmasının ardında yatan temel sebepler şu başlıklar altında toplanmaktadır:

- ***Yükselen piyasa ekonomilerinin ve bunların sahip olduğu finansal sistemlerin nispeten küçük ölçekli ve oynaklığın bir hayli büyük olması;***
- ***Yeterli denetim, güvenilir yasal sistemler ve etkili muhasebe sistemleri gibi, elverişli finansal altyapının bulunmaması;***
- ***Pek çok problemin açığa çıkmasına engel olan, bu problemlerin çoğalmasına zemin hazırlayan ve etkisiz sermaye tahsisine yol açan, yeterli şeffaflığın bulunmaması.***

Bu nedenler kısaca gözden geçirildiğinde, şu tespitlere ulaşılmaktadır:

Denetim ve şeffaflığın mükemmel biçimde yerleştirildiği durumlarda bile, yükselen piyasa ekonomilerinin ileri düzeyde belirsizlik içermesi ve **oynaklığın son derece yüksek oluşu**, bu piyasalarda muhtemel kriz beklentisini artırıcı rol oynamaktadır. Bu oynaklığın bir bölümü, uygun olmayan politikalarla kaynaklanabilmekte; geri kalan kısım ise, **küçük ölçek** ve reel ekonominin çeşitlilikten yoksun oluşuyla açıklanmaktadır. Bu tür küçük bir sistemde, bankalar, yeterince çeşitlendirilmiş olsalar bile, lider sektör fiyat düşmelerinden olumsuz etkilendiğinde, kaçınılmaz olarak şoka maruz kalmaktadır. Bu sistemlerin büyük çoğunluğu son derece küçük boyutludur.

Finansal sistemlerini reform sürecine dahil etmiş ülkelerde dahi, **yeterli finansal altyapının** oluşturulduğunu söylemek güçtür. Pek çok durumda, son yirmi yıl zarfında gerçekleştirilen finansal liberalizasyon sürecini, *daha iyi finansal altyapının inşa edilmesi* gibi zor ve bir o kadar da zaman alıcı olanlardan önce, *faiz oranının deregülasyonu ve piyasaya daha kolay giriş* gibi, rahatlıkla ve hızlı bir biçimde hayata geçirilen reformların tamamlanması izlemiştir. Bundan başka, ihtiyaç duyulan finansal altyapının inşası, özellikle daha küçük ölçekli ekonomilerde, önemli bir maliyet unsuru olabilmektedir. Altyapının tamamlanmasında hayati önem taşıyan bir mikro-politika örneği ve fakat yükselen piyasalarda gerçekleştirilmesi güç bir reform olarak, banka denetçilerine ve merkez bankası çalışanlarına daha iyi ücret ödenmesine imkân tanıyan sivil hizmet politikalarının iyileştirilmesi gösterilmektedir. Bu reform olmaksızın, gerekli becerilere sahip kişileri cezbedebilmek ve bunlar için doğru teşvikler sunmak çok zor olmaktadır.

Yine de, bazı ülkeler finansal sistemlerini maddî anlamda geliştirmeyi başarabilmiştir. Örneğin, 1997 yılına gelindiğinde, 1980'ler boyunca şiddetli krize maruz kalmış pek çok Latin Amerika ülkesi, kendi finansal düzenleme ve denetim çerçevelerini önemli ölçüde değiştirmiştir. Söz konusu ülkeler bu değişikliği gerçekleştirirken, esas itibarıyla, resmî denetime ek olarak piyasa gözetiminin (*market oversight*) önemi üzerinde durmuşlardır. Yurtiçi finansal sistemleri kuvvetlendirme ihtiyacını gidermeye dönük bir başka icraat olarak, Arjantin ve Macaristan gibi ülkelerin, yabancı bankaların çok sayıda şubeyle finansal sisteme girmelerine izin vermesi gösterilmektedir.

Dünya Bankası'nca kriz sonrasında Doğu Asya firmalarının ayrıntılı bir incelemesinin yapıldığı rapor, istisnai biçimde, yüksek borç/öz sermaye rasyolarına işaret etmekte ve yüksek kısa vadeli rasyolardan uzun vadeli rasyolara doğru bir hareketi ortaya koymaktadır. Rasyolar hızlı bir şekilde artış göstermemekte, fakat kriz öncesine ait bu nazik bilanço koşulları, söz konusu şirketlerin fazla derecede kırılganlığa sahip oldukları anlamına gelmektedir. Nazik ve hassas bir yapı sergileyen bu bilançoların lâıyk oldukları gibi ifşa edilmemesi ya da **şeffaflığın sağlanamaması** nedeniyle, piyasa disiplini zamanında ve gerektiği biçimde tesis etmek de mümkün olamamıştır.

Bu noktada, sağlam temeller üzerine oturtulmuş, *doğru ve güçlü uygulamaların teşvik edilmesi* ön plana çıkmaktadır. Şimdi bu konuya kısaca bir göz atmak yararlı olacaktır.

8. DOĞRU VE GÜÇLÜ UYGULAMALARIN TEŞVİK EDİLMESİ

Doğruluğundan şüphe duyulmayan, sağlıklı ve güçlü uygulamaların gerçekleştirilmesi bakımından, ulusal otoritelerin ve finansal sistemde yer alan özel katılımcıların teşvik edilmesi son derece hassas bir konudur. Yeni olmayan fakat bir hayli yararlı olduğu düşünülen bir uygulama, ***mevcut baskıların bir miktar hafifletilmesidir***. Çabaların odak noktasını, *banka denetleme, ödeme[ler] sistemleri, para ve maliye politikalarının şeffaflığı ve muhasebenin de içinde yer aldığı geniş bir alanda sağlam uygulamalar gerçekleştirmek için, **kullanılacak standartların resmen ilân edilmesi*** oluşturmaktadır. Ne var ki, standartlar da tek başına yeterli olamamaktadır. Bunun yanında, güvenilir bir yasal düzenin yanı sıra, etkili bir uygulama ve şeffaflığın da mutlaka var olması gerekmektedir.

Genel anlamda, finansal sistemin güçlendirilmesi, güvenilir bir yasal ve hukukî ortamın tesis edilmesi, bankacılık sisteminin sağlıklı bir yapıya kavuşturulması ve daha fazla çeşitliliğe sahip bir finansal sistemin desteklenmesi gibi unsurları içermektedir.

8.1. Yasal ve Hukukî Sistemlerin Güçlendirilmesi

Yasal ve hukukî sistemlerin zayıflığı, kolay incinebilirlik açısından belirleyici rol oynamaktadır. Yasaları bazı durumlarda tadil etmek daha kolay bir iş olarak gözüксе de, mahkemelerin yasaları uygulama üslubunu etkilemek, bir hayli sıkıntılı bir çaba gerektirmektedir. Güvenilir bir yasal ve hukukî çevre oluşturmak, her şeyden önce, şeffaf bir yasal çerçeve, kanunun gösterdiği yoldan gidilmesini sağlayacak eşitlikçi ve makul çabalar ve yeterli ve etkili hukukî çözüm mekanizmaları sayesinde gerçekleştirilebilmektedir.

8.2. Bankacılık Sisteminin Sağlıklı Bir Yapıya Kavuşturulması

Elverişli ve düzenleyici bir çevre, sağlıklı bankacılık sisteminin en kritik unsurları olarak gösterilmektedir. Burada, banka denetiminden ziyade, özel sektörün, bireysel özel bankacılıkta risk yönetimi ve uygun yönetim standartlarının korunması konularından nihâî olarak sorumlu olması gerektiğinin altı önemle çizilmektedir. Banka hissedarları ve yönetimi, sadece gerçek anlamda sermayeleri tehlikede bulunduğu yapacakları gibi, kendi bireysel bankalarının problemlerini açık bir biçimde ortaya koymalıdır. Özel sektör, resmî denetimi tamamlayıcı mahiyette, bankalar üzerinde piyasa disiplini çok daha geniş biçimde uygulamalıdır.

8.3. Sermaye Piyasalarının Geliştirilmesi

Finansal sistemin güçlendirilmesinde uygulanacak bir başka yöntem olarak, kısmen sermaye piyasalarının geliştirilmesi suretiyle, daha fazla çeşitliliğe sahip ve esnek bir yapının hakim kılınması gösterilmektedir.

Çeşitliliği yüksek bir malî sektörün pek çok yararı bulunmaktadır. Sermaye piyasaları, finansal sistem için 'yedek lastik' olarak işlev görmeyi yanı sıra, borç yönetimini kolaylaştırmak, iş dünyası, altyapı ve mesken yatırımlarına uzun-vadeli finansman sağlamak gibi bazı özellikleri de içinde barındırabilmektedir. Finansal kurumların faaliyet sahasının gelişimine yardımcı olan değişik reformlar, kendi içlerinde son derece önem taşımalarının yanında, sermaye piyasalarının gelişimini teşvik edici rol de oynayabilmektedir. Örnek verilecek olursa, emeklilik fonları, hayat sigortası şirketleri ve yatırım fonları gibi kurumsal yatırımcılar, uzun-vadeli mukavele kabilinden tasarrufların hareketliliği ve bunların sonucu olarak ortaya çıkan uzun-vadeli enstrümanlara yatırım yapmak suretiyle sermaye piyasalarını geliştirmektedir. Bunlar, aynı zamanda, kurumsal yönetime de ayrı bir güç katmaktadır.

9. YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİNDE ENFLASYON SORUNU

Kuşkusuz, enflasyon, yükselen piyasa ekonomilerinin başta gelen sorunlarından bir tanesidir. Bununla beraber, 1990'lı yılların ortalarından itibaren, söz konusu ekonomilerde yaşanan enflasyonda dikkate değer gerilemeler kaydedildiği de bir gerçektir. Yine de, sağlanan bu fiyat istikrarının sürdürülebilir (*sustainable*) olup olmayacağı veya bu istikrarı muhafaza etmek için uygulanması gereken iktisat politikalarının ne gibi özellikler içermesi gerektiği hususları, enflasyon seviyelerinde yaşanan düşüşlere rağmen, değerini yitirmiş değildir.

YPE'nde 1980'lerde üç-haneli rakamlarda seyreden ortalama enflasyon, 2001 yılı sonunda tek-haneli rakamlar düzeyine inmiştir. Enflasyonda yaşanan bu dikkat çekici azalış, IMF'nin tespitlerine göre, daha elverişli bir ortam hazırlayan dış çevre gelişmelerinden ve yüksek enflasyondan halkın hoşnutsuzluğu neticesinde, daha basiretli makroiktisadî politikalar uygulanmasının kaçınılmaz bir hal almasından kaynaklanmıştır. Edinilen tecrübeler, makroiktisadî istikrarın bir ön koşulu niteliğindeki malî konsolidasyonun (*fiscal consolidation*) enflasyonun düşürülmesinde ana destek unsuru olduğuna işaret etmektedir. YPE'ndeki malî açığın, 1970'lerde ve 1980'lerde bulunduğu seviyelerin yarısına düşürülmüş olduğu, yine IMF verilerinden anlaşılmaktadır. Dış ekonomik gelişmeler de, başlıca iki kanal vasıtasıyla enflasyonun aşağı çekilmesinde aktif rol oynamıştır: **i) küresel enflasyonun düşmesi;** ve **ii) petrol fiyatlarında 1990'ların ilk yarısında kaydedilen azalış.** Bu faktörlere ilaveten, merkez bankalarını bağımsız bir yapıya kavuşturma çabalarının olumlu sonuçlar vermesi gibi *kurumsal reformlar*, ticaret, üretim ve işgücü piyasalarında gerçekleştirilen *yapısal reformlar* ve bunlarla aynı dönem içinde gözlenen *küresel sermaye piyasalarına erişim imkânlarının artması*, yükselen piyasa ekonomilerinde enflasyonun azaltılmasının ardında yatan dikkat çekici gelişmeler olarak ön plana çıkmaktadır.

Ampirik bulgular, üretim açığında meydana gelen bir artışın, tarımsal şokların ve genişlemeci (*expansionary*) maliye politikalarının, YPE'nde enflasyonun tetiklenmesi ihtimalini artırdığını ortaya koymaktadır. Diğer taraftan, daha demokratik bir ortam ve GSYİH'ya göre sermaye akışında meydana gelen artış, söz konusu ülkelerde enflasyonun başlaması ihtimalini zayıflatmaktadır.

9.1. Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Enflasyon Doğuran Faktörler

Yükselen piyasa ekonomilerinde enflasyon dinamiğinin altında yatan mekanizmaların doğası, esas itibariyle iki temel bakış açısından yorumlanmaktadır: Bunlardan *birincisi*, enflasyonun, büyük ölçüde, **parasal-olmayan faktörlerden** etkilendiğini kabul etmektedir. Bu faktörler arasında, enflasyon öngörüsünü bir hayli güçleştiren, sıkça yaşanan **arz şokları** (*supply shocks*) özellikle vurgulanmaktadır. Buna göre, söz konusu şokların, enflasyon sürecinde *talep yanlı* (*demand side*) faktörlerin rolünü gizlemek suretiyle, parasal mekanizmaların aktarımını karmaşık hale getirmesi kuvvetle muhtemeldir. *İkinci* bakış açısı, parasal-olmayan faktörlerin, enflasyonun sadece kısa-dönemli gidişatına etki edebileceğini, buna karşılık uzun dönemde parasal değişkenlerin enflasyon oranını belirleyebileceğini öne sürmektedir. Bunun bir sonucu olarak, standart *üretim açığı modelinin*, YPE'ndeki enflasyon dinamiklerinin makul bir açıklamasını ortaya koyması gerektiği iddia edilmektedir.

YPE için geçerli olan realitenin, yukarıda kısaca ifade edilen iki farklı bakış açısı arasında bir yerlerde yatmakta olduğu, konuyla ilgilenen araştırmacılar tarafından öne sürülmektedir.

Malî açıklar, parasal büyüme ve enflasyon arasındaki bağlantı, enflasyonun yüksek oranlarda sürmesinin temel ve önemli bir nedeni olarak gösterilmektedir. Ortada teorik bağlantılar bulunmakla birlikte, malî açıklar ve enflasyon arasındaki bağlantıyı ortaya koyacak ampirik bulgulara ulaşılması, hayli güç bir çaba olarak kabul edilmektedir. Herhangi bir ülke ele alındığında, malî açık ve enflasyon arasında kısa-dönemli net bir bağlantı tesis edilmesi kolay olmamaktadır. Aslında, ele alınan zaman dilimi uzatıldıkça, aralarındaki korelasyonun negatif değer alması daha mümkün gözükmemektedir. Elde edilen bulgulara göre, uzun dönemde pozitif bir korelasyonun varlığı da çok net bir fenomen olarak değerlendirilmemektedir. Örneğin, bir başka araştırmanın bulguları, malî açık ve enflasyon arasındaki bağlantının, sadece, yüksek enflasyonun hüküm sürdüğü ülkelerde ya da yüksek enflasyon dönemlerinde güçlü olduğunu ortaya koyarken, enflasyonun düşük seviyelerde seyrettiği dönemlerde veya düşük enflasyonlu ülkelerde, malî açıklar ve enflasyon arasında açık seçik bir ilişkinin varlığına işaret etmemektedir.

Zaman tutarlılığı (*time consistency*) konu olduğunda, merkez bankasının bağımsızlığı sorunu, literatürde büyük bir yer edinmiştir. Merkez bankalarının bağımsız olarak para politikasını yürütmesine imkân tanınmadığı durumlarda, politik kaygıların iktisadî akılcılığın önüne geçtiği ve böylelikle para politikasının optimalden uzaklaştığı görüşü yaygın bir kabul görmektedir. Örneğin, genişletici para politikasının üretim artışı sağlayacağına dair bir sezgi söz konusu ise, politikacılar, yüksek enflasyona karşı büyümeyi destekleyecek türden koordinasyon önlemleri tercihinde bulunmak suretiyle, merkez bankası üzerinde -özellikle bir seçim döneminde- baskı kurabilmektedir. 1996 yılında IMF tarafından gerçekleştirilen tespitler, 1975-1995 yılları arasında sanayileşmiş ülkelerde gerçekleşen enflasyon performansının, merkez bankasının bağımsızlığını temsil eden bir endeksle negatif ilişki içinde olduğunu ortaya koymuştur. Ne var ki, söz konusu çalışmanın bulguları, aynı ilişkinin gelişmekte olan ülkeler açısından, yine aynı dönem itibariyle, geçerli olmadığını da göstermektedir. Bu sonuç, bir ölçüde, bu ülkelerde merkez bankasının *kanunî (de jure)* ve *fiilî (de facto)* bağımsızlığı arasındaki bir ayırmadan kaynaklanan, merkez bankası bağımsızlığının ölçümündeki bulanıklığa atfedilmektedir*.

Aslında, enflasyon performansı ve -merkez bankası yasasıyla tespit edilen kanunî bağımsızlığın aksine- merkez bankasının anayasayla güvence altına alınan bağımsızlık düzeyi arasındaki ilişkiyi ortaya koyan araştırmalar, Latin Amerika ülkelerinin yaşadığı deneyimin ışığında son derece yararlı bilgiler sunmaktadır. Buna göre, merkez bankasının bağımsız hareket edebilme serbestisini anayasa ile güvence altına almış olan Latin Amerika ülkeleri daha düşük enflasyon performansı sergileme eğilimindedirler. Ne var ki, merkez bankasının bağımsızlığı, tek başına, genel makroiktisat politikasının tutumuna bağlı bulunan para politikasının güvenilirliğini garanti altına almaya yeterli olamamaktadır. Örneğin, eğer yürürlükteki maliye politikasının enflasyon hedefiyle uyumlu olmadığı düşünülüyorsa, güvenilirliğin sağlanması, bağımsız bir merkez bankası ile dahi mümkün gözükmemektedir.

Gözlemler, YPE'nde yurtiçi enflasyonun gelişiminde döviz kurunun oynadığı rolün öneminin, gelişmiş ekonomilerle karşılaştırıldığında, daha büyük olduğunu doğrular

* Yükselen piyasa ekonomilerindeki merkez bankaları, gelişmiş ülkelerde faaliyet gösterenlerden pek çok bakımdan farklılık arz etmektedir. Bazı gelişmiş ülkelerde, merkez bankaları, yalnızca para politikasının yönetimi konusunda yetkiliyken, yükselen piyasa ekonomilerinin büyük çoğunluğunda, para politikasından başka, borç yönetiminin, bankaların ve finansal kurumların düzenlenmesi/denetlenmesi gibi işlemlerin de sorumluluğunu üstlenmiş bulunmaktadır.

niteliktedir. Bu ülkelerde devalüasyonun yurtiçi fiyatlara *geçiş etkisi (pass-through)* (veya fiyatları artırarak artan maliyetleri dengeleme hareketi), tüketim sepetindeki ithal malların payının gösterdiğinden daha büyük olabilmektedir. Zira, devalüasyona rağmen ithal malları fiyatlarında oluşabilecek bir artış da enflasyon beklentisini etkileyebilecektir. Enflasyon beklentilerinin yükselmesi ise, iktisadî aktörler satın alma gücünü korumak amacıyla yabancı para satın alırken, döviz kurunu aşındıracaktır. Döviz kuru ve yurtiçi fiyatlar arasındaki bu geri besleme (*feed back*) açısından konuya bakıldığında, bir ülke kolaylıkla **devalüasyon-enflasyon kısır döngüsüne** (*vicious circle*) düşebilmektedir.

Büyük arz şokları, YPE'nde ortaya çıkan enflasyonun önemli bir kaynağı niteliğindedir. Arz şokları, YPE için son derece derin makroiktisadî etkilere sahip olabilmektedir. Şokun özelliğinden bağımsız bir biçimde, genel fiyat etkisinin büyüklüğü, tüketici fiyatlarındaki artış için söz konusu olan sektör önemine bağlıdır. Örneğin, gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında, gıda ve enerji, nispî olarak, tüketici fiyat endeksinde (*CPI*) daha büyük bir ağırlık taşımaktadır. Bu sebepten ötürü, bahsedilen malların fiyatlarında görülen dikkat çekici bir artış, tüketici fiyat endeksindeki ağırlıkları nedeniyle kısa-dönemli enflasyonu artırmakla kalmaz, aynı zamanda, eğer bekleyişleri yükseltiyorsa, enflasyon oranında kalıcı bir artışa da neden olabilir.

Diğer yandan, enflasyonun siyasî nitelikteki belirleyicileri de, literatürde kendisine dikkate değer ölçüde geniş bir yer bulmuş araştırma konuları arasındadır. Geliştirilen siyasî konjonktür modellerinin büyük bir bölümü, '*merkez bankalarının, seçimle sonuçlanacak bir dönemde, iktidarda bulunan siyasî partinin yeniden yönetime gelebilme şansını yükseltmek amacıyla genişletici para politikası uygulamakta oldukları*' şeklindeki temel düşünceye dayandırılmakla birlikte, bu konuda değişik görüşler de taraftar bulabilmekte ve konu tartışılmaktadır.

Uygulanan siyasî rejim farklılıklarının veya rejim özelliklerinin enflasyon üzerindeki etkilerini net biçimde ortaya koyan ampirik ispatlar fazla sayıda değildir. Konuya ilişkin olarak, esas itibarıyla, birbirine rakip iki düşünce tarzından söz edilmektedir:

Demokrasi ile idare edilen ülke ekonomilerinin, anti-demokratik yönetim altındaki ekonomilere göre enflasyondan daha fazla etkilenip etkilenmedikleri hususunu sorgulayan birbirine rakip iki düşünceden birincisi olan **popülist yaklaşım**, enflasyon düzeyinin, enflasyon vergisiyle finanse edilen kamu kesimi transfer taleplerinin bir sonucu olduğunu ve seçim rekabetinin enflasyonu artıracığını öne sürmektedir. İkinci düşünce tarzı olan **devleti ele geçirme yaklaşımı** (*state-capture approach*) ise, enflasyonun, para yaratılmasından özel menfaat temin eden elit kesimin baskılarının bir sonucu olduğunu ve seçim rekabetinin enflasyon artışına bir sınırlandırma getirebileceğini iddia etmektedir.

Popülist yaklaşımda, politikacılar, kamu kesiminin talebini karşılamak amacıyla, *enflasyonla finansman* (*inflationary finance*) yöntemini sıkça kullanarak hükümet harcamalarını artırmaktadır. Seçim rekabeti, güçler ayrılığı, taraftarlık ve siyasî görüş ayrılığı gibi demokrasinin kurumsal özellikleri, politikacılar üzerinde enflasyon vergisini kullanma yönünde baskı kurmaktadır. **Popülist yaklaşımlar**, hükümetlerin güçlü bir yapıya sahip, bağımsız ve hattâ baskıcı güce sahip olmaları durumunda, söz konusu baskılara boyun eğmeyeceğini ve enflasyonun düşük seviyelerde kalması ihtimalinin de yüksek olduğunu savunmaktadır. Öte yandan, **devleti ele geçirme yaklaşımları**, fiyat istikrarsızlığının, kamunun enflasyonla finansman talebinin bir sonucu olmadığını, aksine, istikrarsızlığa neden olan faktörün para yaratılmasından özel çıkar sağlayan elit patronlar ve onların destekçileri olduğunu öne sürmektedir. Bu görüşün savunucuları, demokratik sorumluluğun fiyat istikrarını artıracığını kabul etmektedir.

10. YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİNDE FİNANSAL KRİZİN KAYNAKLARI

Pek çok finansal krizin çıkış noktası olarak, büyük boyutlara ulaşan cari işlemler açıkları, büyük malî açıklar ya da finansal olan veya olmayan şirketlerin varlıkları ve yükümlülükleri arasında oluşan bir takım uyumsuzluklar gibi, *sürdürülemez hale gelen iktisadî veya finansal dengesizlikler* gösterilmektedir. Bu dengesizlikler, genellikle, sürdürülmesi mümkün olmayan yüksek varlık fiyatlarıyla ya da aşırı değerlenmiş bir parayla ilişkili olmaktadır.

Nitekim, krizler, **ortaya çıktıkları sektörler**e göre (kamu-özel, bankacılık-kurumsal sektör); **dengesizliklerin doğasına** göre (örneğin cari işlemler ve bütçe dengesizlikleri *akım dengesizlikler (flow imbalances)* olarak değerlendirilirken, varlıklar ve yükümlülükler arasındaki uyumsuzluklar ise *stok dengesizlikler (stock imbalances)* olarak kabul edilmektedir) ve dengesizliğin borçlunun kısa-vadeli finansman ihtiyaçlarıyla mı yoksa uzun-vadeli **borç geri ödeme kapasitesi**yle mi bağlantılı olduğuna göre (likidite-borçlarını ödeyebilme kapasitesi krizleri) sınıflandırılabilir. Ama yine de, finansal krizler arasındaki farklılıkların açık ve seçik biçimde ortaya konulmasının, söz konusu kategorilerin çoğu kez üst üste gelmesi nedeniyle, pek de kolay olmayacağını bilinmesinde yarar bulunmaktadır.

Krizin ortaya çıktığı sektör

1997-98 Asya Krizi, özel sektördeki dengesizlikler sonucu ortaya çıktığından, diğer pek çok krizden farklıdır. Bunun aksine, 1994 yılında Türkiye’de ve 1998’de Rusya ve Brezilya’daki krizlerde anahtar rolü oynayan malî durum (*fiscal position*), Asya ülkelerinin önemli bir bölümünde son derece güçlü idi. Dahası, (Tayland’da son derece büyük olan) cari işlemler açığı ile ölçülen dış dengesizlikler, (1994’te Meksika’da olduğu gibi) sadece aşırı tüketim tarafından değil, daha ziyade, pek çok kriz ülkesinde emlak patlamasının da eşlik ettiği, sürdürülebilir olmayan bir yatırım artışınca yaratılmıştır.

Dengesizliklerin doğası

Uzatmalı (*protracted*) malî veya cari işlemler açığı biçimindeki *akım dengesizlikler*, kriz öncesi ortamın tipik göstergeleri olarak değerlendirilmektedir. Bununla beraber, Endonezya ve Güney Kore, krizlerin, malî ve cari işlemler pozisyonları açıkça uyumsuzluk sergilemediği durumlarda bile ortaya çıkabileceğini göstermiştir. Bu ülkeler, uzun-vadeli iç borçlanma ve bono finansmanına oranla kısa-vadeli dış borçlanmaya fazlaca bağımlı olmalarından kaynaklanan, kurumsal bilançolardaki vade ve para [birimi] uyumsuzlukları nedeniyle, kriz karşısında çok daha fazla kırılgan bir konumda bulunuyorlardı. Bu tür zafiyetler uzun yıllar boyunca devam edebilmekte ve ancak, bir ülke kreditorlerin yeni finansmanı geri çevirebilmelerine veya mevcut kredilerin fonlamasını/yenilenmesini (*roll over*) durdurabilmelerine yol açacak bir *negatif* şoktan etkilendiği zaman farkına varılabilmektedir.

Borç ödeyebilme kapasitesi

Herhangi bir borçlu, likit varlıklarına (özellikle döviz rezervleri) oranla yüksek seviyelere varan kısa-vadeli borç (kısa vadede ödenmesi gereken orta ve uzun vadeli borçları da içerecek şekilde) yükü altına girdiğinde, likidite riski çok büyük olmaktadır. Aslında, bu rasyo, güçlü bir kriz göstergesi olarak kabul edilmektedir ve yakın zamanlarda yükselen piyasa ekonomilerinde yaşanan tüm krizler dikkate alındığında, farklı derecelerde de olsa, zafiyet sergilediği görülmektedir. Borcun ödenememesine yol açan likidite problemleri riski, benzer şekilde, 1998'de Rusya'da ve 2001'de de Arjantin'de olduğu gibi, ihracata veya GSYİH'ya oranla yüksek boyutlara ulaşan *yüksek dış borç seviyesine sahip ülkelerde* daha büyüktür. Bir ülkenin dış borç servisiyle ilgili yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği anlaşıldığında, bir para krizinden uzak durabilmek mümkün olmayabilecek ve para değerinde ortaya çıkacak aşınma da, yabancı para cinsinden yükümlülükleri bulunan iç borçluların (*domestic borrowers*) borçlarını ödeme gücünü olumsuz yönde etkileyecektir.

Yükselen piyasa ekonomilerinde yaşanan krizlerin nedenlerini açıklamaya yönelik olarak hazırlanan, analitik perspektifler ve yeni ampirik deliller yanında uygun politika tedbirlerini de ortaya koyan çalışmalarda* elde edilen bulgular, konuya ışık tutması açısından son derece yararlı olup aşağıda özetlenmektedir.

1975-1997 yılları arasında bir dizi sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülkede gözlenen **banka** ve **para krizleri** arasındaki bağlantının tespitine yönelik çalışma, bu "**ikiz krizler**" fenomeninin, öncelikle, finansal anlamda serbesti kazandırılmış yükselen piyasa ekonomilerinde yaşandığını açığa çıkartmaktadır. Ayrıca, elde edilen bulgulara göre, bankacılık krizlerinin oluş sıklığı, yükselen piyasalardaki *para krizleri* için rehberlik eden bir gösterge niteliğindedir. Diğer taraftan, yükselen piyasaların uluslararası sermaye hareketlerine açıklığı ve serbestleştirilmiş finansal sistemlerinin bir araya gelmesi, bu piyasaların, ikiz krizlerden özellikle zarar görmesine yol açmaktadır.

* Söz konusu çalışmalar, **Federal Reserve Bank of San Francisco's Center for Pacific Basin Monetary and Economic Studies**'in sponsorluğunda gerçekleşen bir konferans için hazırlanmış olup editörlüklerini **R. Glick**, **R. Moreno** ve **M. Spiegel**'in yaptığı, **Cambridge University Press** tarafından 2001 yılında basılan **Financial Crises in Emerging Markets** isimli kitapta toplanmıştır.

Bir başka araştırma, yatırımcının güven duygusunda meydana gelebilecek ve iktisadî temellerle ilgisi bulunmayan değişmelerin tetiklemeyle, “iyi” dengeden “kötü” dengeye sıçramalar vasıtasıyla finansal piyasalarda **çoklu denge** (*multiple equilibria*) sağlanması ihtimalini ima eden, değişik model türlerini ele almaktadır. Bu modellerin, finansal piyasalarda fiyatların aşırı oynaklığı ve yükselen piyasalardaki sermaye akışının aniden tersine dönmesi gibi son zamanlarda uluslararası finansal piyasalarda ortaya çıkan gelişmelerle bağlantılı, geleneğe uygun veya stilize durumların bir kısmını açıklayabileceği iddia edilmektedir. Araştırmayı yapanlara göre, piyasa bekleyişlerinde meydana gelen bir takım keyfî yer değiştirmeler sermaye akışını aşırı derecede etkilediğinde, ülkelerin, sermaye işlemlerinin serbestleştirilmesi sürecini yavaşlatmalarının yanı sıra, sermaye akışına ilişkin daha geniş çaplı düzenlemeleri ve kontrol mekanizmalarını yürürlüğe koymaları da haklılık kazanmış olacaktır.

Finansal şokların bir ülkeye dışarıdan transferine sebebiyet verebilen çeşitli kanalların ampirik büyüklüğünü analiz eden bir başka çalışma, Doğu Asya ve Rusya krizlerinin diğer ülkelerdeki bireysel şirketlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini değerlendirmek için, firma-düzeyleyli bilgiden yararlanmaktadır. Elde edilen bulgular, bulaşmanın (*contagion*) çok sayıda kanal vasıtasıyla eş-zamanlı olarak genişleyebildiğini göstermektedir. Örneğin, Rusya kriziyle ilgili olarak, bulaşmanın, birbirinden farklı üç yoldan gerçekleştiği belirtilmektedir: **1)** Kriz yaşayan ülkelerindeki yabancı firmaların satışlarına yönelik talep azalması veya **gelir etkisi** (*income effect*); **2)** Başka yerde zarar eden yatırımcıların, portföylerini yeniden dengeleme ihtiyaçlarını karşılamak için, yüksek likiditeli şirket hisselerinin satışının artması veya **likidite etkisi** (*liquidity effect*); ve **3)** Yatırımcıların, aynı bölgede faaliyet gösteren şirketleri yeniden değerlendirme eğilimi veya **erken uyarı servisi etkisi** (*wake-up call effect*). Bu etkilerin tümünün yanı sıra, benzer ürünleri ihraç eden firmalar açısından rekabetçiliğin azalması veya **ürünün rekabet edebilme yeteneği etkisi** (*product competitiveness effect*), Doğu Asya krizi süresince de bir hayli önemli olmuştur. Belirtilmesi gereken bir diğer husus ise, adı geçen etkilerin iktisadî büyüklüğünün veya derecesinin de dikkate değer ölçüde değişmekte oluşudur. Nitekim, **erken uyarı servisi etkisi**, genellikle, bulaşma etkisini en hızlı biçimde gerçekleştiren unsur olarak değerlendirilmektedir.

10.1. Sermaye Akışları ve Bunun Tersine Dönmesi

Asya'da yaşanmış olan finansal kriz, gelişen piyasalara yönelik sermaye akışında meydana gelen büyük çaplı artışın ve bunun tersine dönmesinin ardında yatan faktörlerle ilgili olarak çok sayıda soruyu gündeme getirmiştir. Bu sorulara cevap arayan bir araştırmanın ortaya koyduğu bulgular, Asya ülkelerine sağlanan kredilerdeki anî düşüşü açıklar mahiyettedir. Bu gerçekleştirilirken, esas itibariyle, söz konusu ülkelerin dikkat çekici boyutlara varan dış borç yükümlülüklerinin büyüklüğüyle veya ciddiyetiyle ilgili belirsizlik üzerinde odaklanılmaktadır. Özellikle, Tayland ve Güney Kore'de dış borçların dramatik bir biçimde artması ve her iki ülkenin de kritik zamanlarda kendi dış borçlarının büyüklüğünde yukarı doğru önemli revizyonlar gerçekleştirmiş olduklarını ilan etmeleri üzerinde önemle durulmaktadır.

Oluşturulan teorik modelin sonuçlarına göre, dikkate değer boyutlara ulaşmış borçların gerçek büyüklüğüyle ilgili belirsizliğin artması, borcun geri ödenmesi ihtimalini de zayıflatmaktadır. Dolayısıyla, bu tespit neticesinde, borç alan ülkeye arz edilen kredi miktarı da düşmektedir. Bir diğer modelde ise, Asya'daki yatırım beklentileriyle ilgili olarak artan belirsizliğin, Asya'daki finansal aktiflerin beklenen getirisini nasıl azaltabileceği sorgulanmaya çalışılmaktadır.

Sermaye hareketlerinde yakın geçmişte yaşanan *tersine dönüş* eğiliminde bankacılık sektörünün ve hükümetlerin borcu üstlenme garantilerinin oynamış olduğu merkezî rol, krizlerin açıklanması çalışmalarında vurgulanan bir konu olmuştur. Katlanarak artan dış borçlar ve bankacılık sisteminin diğer yükümlülükleri, devletin borç üstleniminde kullandığı fonların maksimum düzeyini tükettiğinde, bankalar, aktiflerini bankacılık sisteminden çeken kreditorlerin akımına uğramaktadır. Nitekim, Asya krizinin derinden etkilediği ülkeler, kriz öncesinde dış borç seviyesi en fazla artan ülkelerdir ve kredi kalitesi, pek çok ülkede, krizden önce bozulmaya başlamıştır.

Yukarıdaki modelin anahtar unsuru, finansal krizlerin, hükümetin özel sektöre sağladığı ve yükselen piyasalara yönelik sermaye akışını teşvik eden veya harekete geçiren garantilerden kaynaklanabilecek olmasıdır. Bu tür garantiler, uzun bir süredir pek çok yükselen piyasa ekonomisinde yürürlükte olduğundan, modeli kuran araştırmacılar, 1990'larda yaşanan krizlerin oluş sıklığını neyin artırmış olabileceğini

göz önünde bulundurmuştur. Burada asıl suçlunun, “garantili” veya “sigortalı” yatırım fırsatlarının avantajlarından yararlanmak için, yükselen piyasalara sermaye akışını pompalayarak, yurtiçi finansal kurumlara ve yabancı kreditorlere açık bir şekilde erişim kısıtlamalarını azaltan, *finansal serbestleştirme süreci* olabileceği iddia edilmektedir.

Bir argümana göre, Kore’de 1980’lerin sonlarında uygulanmaya başlanan finansal serbestleştirme, ülkenin 1997-1998 yıllarında yaşamış olduğu krizin ardında yatan temel nedendir. Kore’de gerçekleştirilen serbesti, yurtiçi bankacılık sisteminin imtiyaz değerini (*franchise value*) azaltmış ve zaten çok zayıf olan bilançoları, kısa-vadeli borçlanmayı da kapsayacak şekilde, yeni risk arayışlarını teşvik eden bir rekabetçi baskıya maruz bırakmıştır. Ayrıca, yabancı kreditorlerin, Kore bankalarının bireysel kredi değerliliğini izleme konusunda başarısız oldukları da iddia edilmektedir. Bu başarısızlık, yabancı bankaların bir kriz halinde borcu üstlenecekleri beklentisinin kanıtı olarak yorumlanmıştır. Son olarak, Kore’de düzenleme mekanizmasının başında bulunanların, ticarî bankaların riskli davranışlarını gerektiği biçimde idare edemedikleri öne sürülmüştür. Özellikle, Kore bankalarının dış şubelerinin kontrolsüz şekilde dış borç düzeylerini artırmasına ve devlet garantisi imkânlarını genişletmesine göz yuman yetkililer, yaşanan olayların esas sorumluları olarak gösterilmişlerdir.

10.2. Kurumsal Faktörler ve Finansal Yapı

Yabancı yatırımların bazı biçimlerinin, sermaye kabul eden ülke açısından, diğer yabancı yatırım biçimlerine göre daha arzu edilir mahiyette olduğu, genel kabul görmüş bir inanıştır. Özellikle, **doğrudan yabancı yatırımlar**, bazan, finansal krizler süresince esneklik gösteren “**soğuk**” sermaye akışı olarak tanımlanırken, **yabancı portföy yatırımları**, herhangi bir olumsuzluk sinyali alır almaz kaçmaya hazır bir şekilde bekleyen “**sıcak**” sermaye akışı olarak tanımlanmaktadır. Söz konusu noktadan hareketle oluşturulan bir modele göre, çok-uluslu yardımların yabancı operatörleri, potansiyel yurtiçi hisse senedi alıcıları üzerinde **iç-bilgi** (*inside-*

information)* avantajına sahiptirler. Bu avantaj, zımnen, doğrudan yabancı yatırım için bir sübvansiyon işlevi görmekte, böylece aşırı-yatırıma yol açmaktadır.

Yükselen piyasalara yönelik 1990'larda gerçekleşen sermaye akışının, aşırı riskli projeleri finanse ettiğine ve faiz oranlarında ve döviz kurlarındaki dalgalanmalara karşı daha büyük çapta bir kurumsal maruz kalmayı (*corporate exposure*) teşvik ettiğine dair yaygın bir kanaat vardır. Bu anlayış, kurumların veya şirketlerin riske maruz kalmasını etkileyen faktörlere karşı gözle görülür bir ilgi uyandırmıştır. Nitekim, medenî hukukun (*civil law*) yürürlükte olduğu Kıta Avrupası ve onların eski sömürgelerindeki şirketlerin ve daha zayıf kreditor haklarının, daha riskli finansman kalıplarının ve daha düşük kârlılığın göstergesi olduğuna dair bir takım bulguların elde edildiği araştırmalar gerçekleştirilmiştir. Varılan bir diğer sonuca göre, bankaların ağırlıklı olduğu finansal sistemlerde faaliyet gösteren şirketler de, daha riskli finansman kalıpları ve daha düşük kârlılık sergilemektedir. Elde edilen bu sonuçlar, beklentilere uymaktadır. Medenî hukuk sistemleri, Anglo-Saxson ülkeleri ve onların eski kolonilerini içine alan geleneksel hukuk (*common law*) sistemlerine nazaran, mülkiyet haklarına daha zayıf koruma sağlama eğilimindedirler. Bunun neticesinde, yatırımcıların, şirketlerin risk üstleniciliğini sınırlandırma yeteneği de azaltılmakta ve en nihayet, bankalar, daha riskli finansman anlamına gelen, *daha zayıf mülkiyet haklarının ve yeterince gelişmemiş sermaye piyasalarının bulunduğu* piyasalarda, dominant konuma gelme eğilimi gösterecektir.

10.3. Krizlere Karşı Alınacak Politik Tedbirler

Yükselen piyasalarda baş gösteren para krizlerine, hızlı bir üretim daralmasının eşlik etmesi, tipik bir durum olarak görülmektedir. Bu, politika belirleyiciler için bir ikilem yaratmaktadır: Bir yandan, eğer ulusal paraya yeterli istikrar kazandırılmazsa, iktisadî canlanmanın tehlikeye atılması söz konusu olabilmektedir. Para değerinde ilave bir aşınma, yabancı yatırımcılar açısından sermaye kaybına neden olabilecek, yabancı parayla iş yapan yurtiçi firmaların iflâsını artıracak ve böylelikle iktisadî

* "*İç bilgi*" (inside-information); menkul kıymet piyasalarında işlem gören değerli kağıtların fiyatını etkileyebilecek, *şirketle ilgili her türlü bilgiyi* içermektedir.

karişıklığın boyutlarını büyütebilecektir. Bu düşünceler, döviz kuruna istikrar kazandırmak için, para krizinin ardından faiz oranlarını yükselten, nispeten katı bir para politikası uygulamaya yönelik standart politik talimatları yeterince açıklar niteliktedir. Diğer yandan, yaşanan para krizinin ardından, yurtiçi faiz oranlarını yukarı seviyede tutmanın maliyetleri de bir hayli yükselebilmektedir. Kriz koşulları altında, faiz oranlarını yükseltmek veya yüksek oranları muhafaza etmek, risk primini ya da kredilerin ödenememesi ihtimalini artırmak suretiyle, ülke ekonomisini, döviz kurunu istikrardan uzaklaştırabilecek ve hattâ onun bir miktar daha aşınmasına neden olabilecek şekilde zayıflatabilecektir. Kriz süresince döviz kuru üzerinde faiz oranlarının etkisini ele alan her iki bakış açısı da, teorik olarak desteklenebilir bulunmaktadır. Üzerinde anlaşmaya varılamayan hususlar ise, ancak ampirik analizler sonucunda çözüme kavuşturulabilir gözükmektedir.

Bu doğrultuda hazırlanan bir çalışma, para krizi yaşayan ülkelerde yurtiçi faiz oranlarındaki artışın, kısa vadede, nominal döviz kurunu aşındıracağını ortaya koymaktadır. Ne var ki, bu konuda yapılan tahminler, spekülâtif ataklara karşı gerçekleştirilen bu türden bir faiz oranı savunmasının, son derece yüksek faiz oranlarına ihtiyaç gösterdiğini ima etmektedir. Bununla beraber, konuyla ilgili bir başka araştırmanın sonuçları, döviz kurları üzerinde faiz oranlarının yükselmesiyle ortaya çıkabilecek, -değer artışı veya azalışı yönünde- herhangi bir etkiye dair çok az delil ortaya koyabilmiştir. Söz konusu bulgular, niteliksel olarak birbirinden farklılık arz etmekle beraber, her iki araştırmanın da politika çıkarsamaları benzer olmuştur: Politika yapıcılar, kriz sırasında, döviz kuruna karşı faiz oranı savunmasını büyük bir dikkatle kullanmak zorundadır. Bunun etkilerinin iktisadî anlamda çok önemsiz veya küçük olabilmesi nedeniyle, döviz kuruna yeniden istikrar kazandırmak için ihtiyaç duyulan faiz oranı, potansiyel olarak son derece yıkıcı olmaktadır.

Sermaye kontrolleri, sermaye akışının tersine dönmesine karşı verilecek bir alternatif politik karşılık sunmaktadır. Söz konusu politika taraftarlarına göre, özellikle kriz süresince, sermaye çıkışı üzerine getirilecek kısıtlamalar, sermayenin birdenbire çekilmesini engelleyebilecektir. Bu uygulamanın sonucunda ise, ya politika yapan kesimin yurtiçi faiz oranlarının yükseltilmesi gibi hoş olmayan bir tercihten kaçınmasına izin verilecek ya da paranın keskin bir şekilde devalüe edilmesine razı olunacaktır. Her iki senaryonun da son derece maliyetli olabileceği, özellikle

vurgulanmaktadır. Bu tür kontrollerin ne derece etkili olacağı konusunda kesin bir yargıya varmak için ise, zamanın henüz erken olduğu kabul edilmektedir.

Yukarıda değinilen sorulara bir parça daha ışık tutmak amacıyla, Malezya ve Tayland deneyimlerini karşılaştıran araştırmalar yapılmıştır. Her iki ülke de, yurtiçi (*onshore*) piyasalardaki sermaye kaçışının yanı sıra yerli para birimine karşı da pozisyon alan, yurtdışı (*offshore*) piyasalardaki yatırımcılardan gelen aşağı doğru para baskılarıyla karşı karşıya kalmıştır. Her iki ülkenin de sermaye çıkışını kontrol etmesine rağmen, Malezya'nın kontrolleri, iki nedenden ötürü, Tayland'ın kontrollerinden daha etkili olmuştur: Bir kere, Malezya'nın kontrolleri, Tayland'ın kontrollerinden daha kısıtlayıcı veya bağlayıcı idi; ikinci olarak da, Tayland'ın, kontrolleri Mayıs 1997'de krizin geliştiği bir zamanda koymasına karşılık, Malezya, bölgesel canlanmanın hemen öncesine rastlayan bir dönemde, Eylül 1998'de kontrolleri uygulamaya başlamıştır.

11.DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARIN YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ ÜZERİNDEKİ ROLÜ

Yaklaşık olarak son on beş yıldır yükselen piyasa ekonomilerine aktarılan yabancı sermayenin en önemli kaynağını **doğrudan yabancı yatırımlar** (*foreign direct investment- FDI*) oluşturmaktadır. Resmi kanallardan gerçekleştirilen sermaye akışı, 1980'lerde yaşanan borç krizinden sonra banka kredilendirmesinin canlılığını kaybettiği bir dönemde, eski önemini yitirmiştir. Diğer taraftan, portföy yatırımları dikkate değer bir şekilde büyüme kaydetmekle birlikte, istikrarsızlık veya oynaklık eğilimleri de o denli artmıştır. Bu tür yatırımlar, özellikle, **1997-98** yıllarında yaşanan **Asya Krizi**'ni müteakip kayda değer ölçüde düşüşe geçmiştir. Söz konusu gelişmelerin aksine, YPE'ne yönelik doğrudan sermaye yatırımları, 90'lı yıllar boyunca artmayı sürdürmüştür. Aslında, Asya Krizi'nin ardından YPE'ne dönük net özel sermaye akışı, sadece önemli boyutlardaki doğrudan yabancı yatırım faaliyetleri sayesinde devam etmiştir.

YPE'nin artan bir oranda doğrudan yabancı yatırımlara bel bağlaması, çoğu kez, son derece sevindirici bir gelişme olarak değerlendirilmiştir. Kendine has bir takım özellikleri bünyesinde barındıran ve bu sayede diğer özel sermaye akışlarından

ayrılan bu tür sermaye transferlerine bir hayli fazla sayıda olumlu etki atfedilmektedir. Gelişmiş yönetim tekniklerinin ve daha ileri teknolojilerin ithalinin yanı sıra, uluslararası finans piyasalarına daha kolay ve kısa yoldan erişim imkânlarının elde edilmesi, doğrudan yabancı yatırımların genel kabul görmüş avantajları arasında sayılmaktadır. Ayrıca, doğrudan yabancı yatırımlardan, çok-uluslu bir girişimin veya şirketin yararına olacak şekilde, nispeten istikrarlı bir uzun-vadeli taahhüt beklentisi söz konusu olmaktadır. Tüm bunlar bir araya gelince, sermaye kabul eden ülkenin iktisadî büyüme potansiyeli ve dış şoklardan etkilenebilirliğinin azaltılması bakımından önemli yararlar ortaya çıkmaktadır. Özellikle, büyük boyutlara varan cari işlemler açıkları bile, bunlar buharlaşabilirlikleri çok yüksek olan banka kredileri veya portföy yatırımları yerine doğrudan yabancı yatırımlar yoluyla finanse edildikleri takdirde, kolay bir şekilde sürdürülebilir görülmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımlara getirilen bu *olumlu beklentisi bol* yaklaşım, yakın zamanlarda artan bir şekilde sorgulanmaya başlamıştır. Doğrudan yabancı yatırımların olumlu etkilerinin abartıldığına veya uzun-vadeli istikrar varsayımının gerçeğe uymadığına dair bir takım kuşkuvar dile getirilmektedir. Elde edilebilen delillerin gözden geçirilmesi, doğrudan yabancı yatırımların, yukarıda bahsedilen özelliklere sahip olabileceğini, fakat bu özelliklerin gerçekleştirilme düzeyinin ise doğrudan yabancı yatırım faaliyetlerine destek olan ve bu amaçla ihtiyaç duyulan diğer faktörlerle birlikteliğine sıkı sıkıya bağlı olduğunu ortaya koymaktadır. Bundan başka, doğrudan yabancı yatırımların buharlaşabilme düzeyi de düşünüldüğünden çok daha fazla olabilmektedir. Keza, yerleşik-olmayan ve kamu hizmeti veren şirketlere ve diğer kamu şirketlerine ait kazanımlar (*acquisitions*), sürdürülemez gibi görünen makroiktisat politikalarının sürdürülmesine yardımcı olabilecektir. İçinde bulunulan koşullara bağlı olarak, know-how ithalatından elde edilen faydalar, ülkenin kendi dışsal zedelenebilirliğindeki gizli artış karşısında etkisini kaybedebilecektir. Dolayısıyla, bu tür riskler, bir taraftan önceden yapılan olumlu değerlendirmelerin yeniden gözden geçirilmesini gerektirirken, diğer taraftan, doğrudan yabancı yatırımların rolünün kapsamlı bir biçimde yeniden ele alınmasını gereksiz kılmaktadır.

11.1. 1990-2003 Döneminde Yükselen Piyasa Ekonomilerine Yönelik Sermaye Hareketlerindeki Gelişmeler

Yükselen piyasa ekonomilerine yönelik sermaye hareketleri, 1990'lı yılların başlarından itibaren önemli bir artış trendi sergilemiştir. 1990-2000 yıllarını kapsayan dönem, ayırt edici özelliklere sahip iki aşamada ele alınmakta ve şu tespitlere ulaşılmaktadır:

Birinci aşama, 1997 yılında meydana gelen Asya krizine kadar geçen süreyi kapsamaktadır ve bu dönemin temel özelliği, hem doğrudan yabancı yatırımların hem de portföy yatırımlarının artış göstermiş olmasıdır. Yine bu dönemde, banka kredilemesi ve ticarî krediler iniş-çıkışlı bir seyir izlemekle birlikte, bütün olarak ele alındıklarında, artış kaydettikleri görülmektedir (Bkz. **Tablo 2**).

İkinci aşama, toplam sermaye akışında, 2002 yılından itibaren gözlenen canlanmayı takip eden keskin bir düşüşün yaşanmasına tanık olmuştur. Söz konusu dönem içinde, yükselen piyasa ekonomilerine yönelik sermaye akışına ilişkin her bir kategoride yaşanan gelişmelere göz atıldığında, doğrudan yabancı yatırımların 2001 yılına kadar gerçekten artış gösterdiği ve o tarihten sonra da önemsiz bir düşüş yaşadığı görülmektedir. Bu manzara, ticarî kredilerin yanı sıra portföy yatırımları ve banka kredileri söz konusu olduğunda tamamen farklı bir şekle bürünmekte; bu kalemlerin tümünde önemli miktarlarda azalma göze çarpmaktadır.

Dolayısıyla, toplam sermaye akışında yakın zamanda kaydedilen canlanma, yükselen piyasa ekonomilerinin sermaye hesaplarında yer alan diğer kategorilerdeki net çıkış azalırken, doğrudan yabancı sermaye faaliyetlerinin artmasından kaynaklanmaktadır.

Öte yandan, 1990'lı yılların başlarından itibaren ortalama sermaye akışında yaşanan yukarı doğru hareket, sermaye çeken ülkelerde gerçekleştirilen iktisadî reformlara eşlik eden ilerlemenin de bir göstergesi olmaktadır. Çin hariç, merkezî planlamaya dayalı rejimlerin birer birer tarih sahnesinden çekilmesiyle birlikte, çok sayıda yükselen piyasa ekonomisi artan bir biçimde istikrarı hedef alan piyasa ekonomisinin gerektirdiği politikalar benimsemeye başlamıştır. Uluslararası ticarete ve yatırımlara

dönük engellerin hafifletilmesi veya bütünüyle ortadan kaldırılması, gelişen makroiktisadî politikalarla da bir araya gelince, doğrudan yabancı yatırımlar veya portföy yatırımları şeklinde sermaye ithalatçısı konumunda bulunan YPE'nin cazibesini bir hayli artırmıştır. Bu faktörler, finansal aracılığın değerini yükseltmiş; YPE'ndeki finansal sektörlerin -menkul kıymetler piyasaları da dahil olmak üzere gelişimini teşvik etmek suretiyle tatmin edici bir iktisadî büyüme düzeyine ulaşılmasına da yardımcı olmuştur. Bunun da ötesinde, 1980'lerin borç krizini çözüme yönelik **Brady Planı**'nın* yürütülmesi, bankaların bir süre çekimser kalmasının ardından, yeni bir sermaye girişi aracı olarak, yeni yükselen piyasa borçlanıcılarının tahvil ihraç etmesini teşvik edici bir rol oynamıştır.

Avrupa Merkez Bankası (*European Central Bank-EBC*) verilerine göre, Asya krizinin neden olduğu olumsuz koşullar altında, 45 yükselen piyasa ekonomisine dönük net özel sermaye akışı 1995 yılı sonunda ulaşmış olduğu yüzde 3.7'lik seviyenin ardından, 2002 yılında GSYİH'nın yüzde 1'ine kadar düşmüştür. Bu dönem boyunca doğrudan yabancı yatırımlarda fiilî bir artış dikkat çekmektedir. 1996 yılında sermaye girişi GSYİH'nın yaklaşık yüzde 4'ü civarında ve bölgeler arasında birbirine çok yakın bir dağılım göstermekteyken, 2002 yılına gelindiğinde Asya'nın payı GSYİH'nın yüzde 1'ine düşmüştür; Latin Amerika'nın payı ise GSYİH'nın sadece yüzde 0.5'i düzeyinde gerçekleşmiştir. Buna karşılık, Avrupa Birliği'ne en son katılan ülkelerin payında ise tatmin edici bir iyileşme gözlenmiş, bu ülkelerin payı GSYİH'nın yüzde 7'si dolayında seyretmiştir.

1990'ların ilk yıllarıyla birlikte sermaye akışının tipik davranış kalıbı, **genişleme-daralma döngülerini** (*boom-bust cycles*) akla getirmektedir.

YPE'ne yönelik net özel sermaye akışı, 1990-2003 dönemi itibarıyla Tablo 2'de yer almaktadır.

* **Brady Planı**, Mart 1989'da, dönemin A.B.D. Hazine Sekreteri **Nicholas F. BRADY** tarafından prensipleri ortaya atılmış ve az gelişmiş ülkelerin içine düştükleri **1980'lerin borç krizinden** çıkabilmelerini temin amacıyla tasarlanmış bir çözüm planıdır. Borç krizi, özellikle Latin Amerika'da bulunan çok sayıda ülkenin yüksek faiz oranları ve düşük ihraç malları fiyatlarıyla karşılaşmaları ve ticarî bankalara olan milyarlarca dolar tutarındaki borçlarını ödeyememelerinin resmen kabul edilmesiyle birlikte, 1982'de patlak vermiştir.

TABLO 2: YÜKSELEN PİYASALARA YÖNELİK NET ÖZEL SERMAYE AKIŞI (1990-2003)
(Milyar \$)

Ülkeler / Konum	Yıllık Ortalama		1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002*	2003*
	1990-96	1997-02								
Tüm ülkeler	142.0	61.0	228.8	102.2	62.1	84.8	29.4	24.9	62.4	64.9
DYY	62.0	156.8	114.4	141.7	153.6	164.0	158.0	172.1	151.3	160.9
Portföy yatırımları	59.0	5.2	90.2	46.7	-0.1	34.3	-4.3	-42.6	-3.0	-4.0
Diğerleri	21.0	-101.0	24.1	-86.2	-91.5	-113.4	-124.3	-104.6	-85.9	-91.9
Afrika	7.1	9.7	11.9	9.4	11.6	15.1	6.1	6.9	8.8	8.9
DYY	2.5	10.9	3.6	7.8	6.4	9.3	7.7	22.3	11.8	10.1
Portföy yatırımları	1.8	1.1	2.8	7.0	3.7	8.2	-2.2	-9.0	-1.0	-1.3
Diğerleri	2.9	-2.4	5.5	-5.4	1.5	-2.5	0.6	-6.4	-2.0	0.1
Asya	60.4	0.6	122.1	7.1	-45.9	6.8	-12.9	16.7	31.6	7.9
DYY	31.7	56.3	53.4	56.8	59.7	61.2	54.2	47.1	58.7	59.0
Portföy yatırımları	16.5	-0.8	32.8	7.3	-17.9	14.4	4.3	-13.5	0.7	-9.7
Diğerleri	12.2	-54.9	35.9	-56.9	-87.7	-68.8	-71.4	-16.8	-27.8	-41.3
Ort.Doğu ve TÜRKİYE	22.5	-11.0	7.2	15.0	9.1	0.2	-22.4	-48.4	-19.6	-9.4
DYY	3.5	7.5	4.8	5.5	6.5	5.5	7.9	10.8	8.8	11.5
Portföy yatırımları	6.3	-10.5	1.8	-0.9	-13.2	-3.2	-13.7	-22.0	-9.8	-6.6
Diğerleri	12.7	-8.1	0.6	10.4	15.8	-2.1	-16.7	-37.1	-18.6	-14.4
Batı yarıküre	40.0	45.6	64.9	69.3	72.7	49.7	48.6	22.8	10.3	26.5
DYY	18.2	58.7	40.3	56.1	60.1	64.1	64.7	66.9	40.4	45.6
Portföy yatırımları	26.8	10.6	39.5	25.9	22.3	11.9	4.7	-2.2	1.0	7.6
Diğerleri	-5.0	-23.8	-14.9	-12.7	-9.8	-26.3	-20.8	-41.9	-31.1	-26.7
Geçiş sürecindeki ülk.	11.8	16.2	22.6	1.3	14.6	13.0	10.0	26.8	31.2	31.1
DYY	6.1	23.4	12.3	15.5	20.9	23.9	23.4	25.1	31.5	34.7
Portföy yatırımları	7.5	4.7	13.3	7.5	5.0	2.9	2.6	4.2	6.1	6.0
Diğerleri	-1.8	-11.9	-3.0	-21.6	-11.3	-13.8	-16.0	-2.5	-6.4	-9.6
Bazı bilgiler										
Toplam ser. akışı, net	165.0	92.1	226.5	170.5	132.0	97.0	29.6	40.3	83.0	83.1
Net resmî akış	23.1	31.1	-2.3	68.3	69.9	12.2	0.2	15.4	20.6	18.2
Rezerv değişimleri	-69.9	-97.4	-108.1	-68.8	-48.2	-87.9	-113.2	-119.9	-146.6	-129.7
Cari işlemler	-80.8	32.9	-96.5	-69.1	-52.3	34.1	128.4	94.7	61.3	41.7

KAYNAK: Deutsche Bundesbank, 2003.

* Tahmin veya projeksiyon.

11.2. Doğrudan Yabancı Yatırımları Harekete Geçiren Faktörler

Mevcut veriler değerlendirildiğinde, doğrudan yabancı yatırımların coğrafi bileşiminin bir hayli yoğunlaştığı gözlenmektedir. Söz konusu husus, sermaye girişinin gerçekleştiği ülkeler için olduğu kadar, sermaye veren ülkeler açısından da geçerlidir.

Şurası bir gerçektir ki, doğrudan yabancı yatırımların büyük bir kısmı sanayileşmiş ülkelerde ortaya çıkmış ve yine bu ülkeleri hedef almıştır.* Fakat, doğrudan yabancı yatırımların dağılımı, brüt sermaye akışı baz alındığında, sermaye çeken yükselen

* UNCTAD verilerine göre, A.B.D., Avrupa Birliği ve Japonya 1988-2000 yılları arasında dünya genelindeki tüm sermaye girişlerinin %85'ini çekerken, tüm sermaye çıkışlarının da %85'ini gerçekleştirmiştir. Benzer şekilde, stoklar söz konusu edildiğinde de, bu ülkeler, dahilî yatırımların %59'unu, haricî yatırımların ise %78'ini oluşturmaktadır.

piyasa ekonomileri grubu içinde de fazlaca yoğunluklu yapı göstermektedir. 1990'lar boyunca en üstte yer alan on alıcı ülkenin payı, hiç bir zaman, YPE'ne yönelik toplam sermaye akışının yüzde 64'ünün altına inmemiştir.

Yükselen piyasa ekonomilerine -özellikle de hızlı büyüyen hizmetler sektörüne- yatırım yapılmasına neden olan faktörlerin en önemlisi, *piyasa büyüklüğü* ve *daha fazla kâr beklentisi* olarak ifade edilmektedir. IMF tarafından gerçekleştirilen bir araştırma, 1989-1998 yıllarını kapsayan dönem içinde, A.B.D. şirketlerinin yirmi yükselen piyasa ekonomisinde gerçekleştirdiği yatırımların kârlılığının, sanayileşmiş ülkelerde gerçekleştirmiş oldukları yatırımların getiri oranını gözle görülebilir ölçüde geride bıraktığını ortaya koymuştur. Bu manzarayı, ev sahibi ülkenin (*host country*) ihracata-dönük bir politika izlemesi takip etmektedir. Yükselen piyasalar arasında yer alan en büyük ihracatçı yedi ülke, aynı zamanda, doğrudan yabancı sermaye çeken en üst sıradaki on ülke arasında da kendisine yer bulmuştur* .

Söz konusu faktörler sermaye alıcısı ülkelerle ("*pull factors*") ilgili iken, doğrudan yabancı sermayenin önemli bir itici gücü de, sermaye arz eden ülkelerde ("*push factors*") başat olan koşullarda gizlidir. Ampirik çalışmalar, YPE'ne yönelik özel sermaye akışının, sanayileşmiş ülkelerdeki GSYİH büyümesinin yavaş oluşundan genellikle olumlu biçimde etkilendiğini ortaya koymaktadır. Özellikle A.B.D.'ndeki ve daha az derecede olmak üzere Avrupa ve Japonya'daki iktisadî durgunluğun, bu görüntünün ortaya çıkmasında en büyük ve önemli rolü oynadığı şeklinde yaygın bir kanaat oluşmuştur.

Bazı stilize gerçeklerden anlaşıldığı kadarıyla, doğrudan yabancı yatırımlar yükselen piyasa ekonomilerine daha çok etkili biçimde gelişmiş kurumlar ve nispeten olumlu temellerle giriş yapmaktadır. Bununla beraber, doğrudan yabancı yatırımların akışı söz konusu edildiğinde, doğrudan yabancı yatırımların mutlak değerinin yanında, bunların sermaye akışının diğer kategorileriyle ilişkileri de dikkate alınırsa, manzara değişikliğe uğramaktadır. Bu açıdan değerlendirme yapıldığında, doğrudan yabancı yatırımlar, zayıf kurumlara ve yüksek riske sahip ülkelerde en yüksek değere

* Nitekim, **Dünya Bankası** verilerine göre, Brezilya, Çin ve Meksika 1990'lar boyunca oluşan sermaye akışının yaklaşık olarak yarısını çekmeyi başarmışken, Hindistan, payı genişlemesine rağmen, ilginç bir biçimde sadece 14. sırada yer alabilmiştir.

ulaşmaktadır. Bunu anlamlandırmak için, aslında, sermaye piyasalarının yükselen piyasa ekonomilerinde daha az gelişme eğiliminde olduğunu bilmek yeterli görülmektedir. Dolayısıyla, pek çok YPE, hâlâ kendi parası cinsinden borçlanabilme imkânına sahip olamamaktadır. Böylelikle, doğrudan yabancı yatırımlar, yetersiz veya aksak piyasaların yapısal yetersizliklerini ikâme edebilecektir. Bu zafiyetlerin içselleştirilmesi sayesinde, çok-uluslu bir girişim faaliyet alanını yeterince geliştirmemiş iktisadî çevrelere yayma imkânı bulabilecektir. Bu nedenle, *veri bir ülkenin toplam sermaye akışında doğrudan yabancı yatırımların yüksek bir paya sahip olması, muhtemelen, sağlamlıktan ziyade zafiyetin bir göstergesi olarak işlev görecektir.*

11.3. Doğrudan Yabancı Yatırımların İktisadî Büyüme Etkileri

Doğrudan yabancı yatırımların ev sahibi ülkelerin iktisadî büyüme potansiyeli üzerinde yaratabileceği en belirgin etki, bu ülkelerin ilave bir sermaye imkânına kavuşacak olmasıdır. Yabancı fon akışı, yatırım-tasarruf açığının olumsuz etkilerini ortadan kaldıracak ve bu suretle ülkelerin cari tüketimi zarara uğratılmaksızın daha hızlı bir büyüme gerçekleştirilmiş olacaktır. Aslında, pek çok iktisadî gelişme teorisinde, daha yüksek büyüme potansiyelinin ardında yatan asıl itici güç olarak, *genişleyen sermaye tabanı* görülmektedir*. Yabancı risk sermayesi (*foreign venture capital*) çekmek suretiyle, dış borç yükünün neden olduğu tipik zararlara maruz kalılmaksızın büyüme potansiyelinin artırılacağı yaygın bir kabul görmektedir. Ayrıca, çok-uluslu bir girişimin yabancı bir şirkete yatırım yapması, diğer çok-uluslu şirketleri de aynı ev sahibi ülkede yatırım yapmaya ve aracılık ürünleri arz eden bir rol üstlenmeye teşvik etmektedir. Bunun dışında, çok-uluslu girişimlerin, ev sahibi ülkede yerleşik firmalara göre, uluslararası finansal piyasalara erişim kabiliyetleri daha fazladır. Yanı sıra, eğer çok-uluslu girişimler, yerel firmalar veya yerleşik kişiler tarafından cazip bir yatırım fırsatı olarak görülürse, o takdirde tasarruf açığı (*saving gap*) üzerinde olumlu bir etki de beklenebilmektedir. Diğer taraftan, eğer yabancı firmalar ev sahibi ülkede hisse satışı yoluyla yatırımlarının bir bölümünü geri alırlarsa, bu durumda, doğrudan yabancı yatırımlar, yerel menkul kıymetler piyasalarının

* Diğer faktörler ise *teknolojik ilerleme*, *nüfus artışı* ve *doğal kaynaklar* olarak sıralanmaktadır.

gelişimine de önemi katkı sağlayabilecektir. İlave olarak, yabancı yatırımcılar yatırımın bir parçası olarak yerel şirketlerin mevcut hisselerini satın almayı tercih ederse, menkul kıymet piyasalarının likiditesinin yükselmesi de beklenebilecektir.

Doğrudan yabancı yatırımların YPE'nin iktisadî büyüme potansiyeli üzerinde olumlu etkide bulunabileceği bir diğer yöntem, yerel firmaları, yönetsel tekniklerin yanı sıra daha etkili teknolojilerle de donatmaktır. Aksi takdirde, yurtiçi kaynakların yerli firmaların AR-GE harcamalarının ya da gerekli teknoloji ithalatının finansmanında kullanılması kaçınılmaz olacaktır. Yeni büyüme teorisi, teknolojik icadın (*innovation*) veya YPE için daha uygun olan teknoloji yayılmasının (*diffusion*) rolünü ön plana çıkartmıştır. Yabancı yatırımcı, hem en gelişmiş yeni teknolojiyi (*state-of-the-art technology*) arz ederek hem de yerel işçileri eğiterek, yerel firmaların er ya da geç en üstün teknolojiyi benimseyip kullanacağı bir yayılma süreci başlatabilecektir. Böylelikle, hem verimlilik artışı sağlanabilecek hem de iktisadî büyüme desteklenmiş olacaktır. Uzun vadede, YPE'ndeki finansal sektörde yapılan doğrudan yabancı yatırımlar, özellikle bu açıdan faydalı olacak ve aynı zamanda yurtiçi finansal sistemin istikrarını artırıcı katkıda da bulunacaktır.

Doğrudan yabancı yatırımların vermiş olduğu taahhütlerinin genellikle uzun vadede gerçekleşebilir türden olması, bu yatırımların iktisadî büyümeye olan katkısının da kesin olarak gerçekleşeceği biçiminde bir ön kabulü beraberinde getirmektedir. Ne var ki, yalnızca ilave sermaye sağlama etkisi ele alınacak olursa, gerçek sermaye girişinin çok büyük olması gerekmediğinden, manzaranın pek de parlak olmadığı ortaya çıkmaktadır. Bu, ev sahibi ülkede gelişmiş bir sermaye piyasasının bulunduğu durumlarda, yabancı yatırımcının ihtiyaç duyacağı fonları, prensip olarak, yerel piyasalardan borçlanabileceği gerçeğinden kaynaklanmaktadır. Olumsuz bir yan etki olarak, özellikle çok-uluslu şirketler piyasa gücünü ellerinde bulunduruyorsa ve tercihli erişim sağlayabiliyorsa, yerel yatırımcıların *dışta-tutulma* (*crowded-out*) durumu söz konusu olabilmektedir. Bundan başka, ekonominin geneli ele alındığında, sermaye arzı üzerindeki pozitif etki, çoğu kez, bir yatırım teşviki olarak çok-uluslu şirketlere kadar yaygınlaştırılan tercihli muamele veya davranışlar nedeniyle, önemli ölçüde azalabilmektedir. Dolayısıyla, verilen sübvansiyonların büyüklüğüne bağlı olarak, doğrudan yabancı yatırımların iktisadî büyüme düzeyi

üzerinde gerçekleştirmesi beklenen katkılar da, ya kısmen ya da bütünüyle ortadan kalkabilmektedir.

Bununla beraber, kendi ülkelerine geri dönüş (*repatriation*) oranına bağlı olarak, çok-uluslu şirketlerin gerçekleştirdiği yatırımlara, hayli büyük miktarlara ulaşabilen 'ev sahibi ülkeye yönelik sermaye sızıntıları' da eşlik edebilmektedir. Dahası, çok-uluslu şirketlerin kendilerine monopolist veya oligopolist rantlar sağlamasına imkân tanıyacak ölçüde piyasa gücünü kullanmasıyla birlikte, ekonominin rekabetçi yapısının iyiyе gitmekten ziyade daha da bozulabilmesi kuvvetli bir ihtimaldir.

Doğrudan yabancı yatırımlar ve iktisadî büyüme arasındaki ilişkinin boyutunu veya niteliğini ortaya koyacak ampirik kanıtların bir takım karışıklıklar sergilemesi, üzerinde durulması gereken önemli bir husustur. Nitekim, yapılan pek çok çalışmada elde edilen bulgular ışığında; doğrudan yabancı yatırımların, beşerî sermayenin (*human capital*) belirli bir eşik düzeyinin ötesine geçtiği durumlar hariç, büyüme üzerinde büyük bir etkiye sahip olduğunu gösterir anlamlı bir korelasyondan söz etmek mümkün gözükmemektedir. Bu tespitin ardında yatan sezgi, çok daha ileri düzeyde oluşmuş teknolojilerin, ancak ve ancak, ihtiyaç duyulan beşerî sermayenin temin edilmesinden sonra verimli bir şekilde kullanıma sunulabilecek olmasıdır. Ne var ki, teknolojinin, ev sahibi ülkenin emici (*absorptive*) kapasitesini aşması durumunda da herhangi bir **trickle-down etkisi** * ortaya çıkmayacaktır. Benzer şekilde, çok-uluslu şirket ürünlerinin -ev sahibi ülkenin ihtiyaçları dikkate alındığında- çoğu kez aşırı *sermaye-yoğun* olabileceği de bir başka sorun olarak ortada durmaktadır. Bu durumda yapılması gereken, modern bir sektöre sahip **dual ekonomiler** yaratmak ve bu modern sektörü, sadece sınırlı benzerlikleri olan geri kalmış yerli sektörden ayırt etmek olacaktır. Dolayısıyla, bu tür doğrudan yabancı yatırımlar, genel istihdam durumunun arzu edilen seviyenin daha altında gelişmesine yol açacak şekilde, aşırı sermaye-yoğun üretim süreciyle sonuçlanmaktadır.

* **Trickle-Down Teorisi** veya **Etkisi**, dilimize "aşağıya da damlar" biçiminde çevrilmektedir. Şirketlere yatırım yapmanın ve onlara bir takım vergi kolaylıkları sağlamanın, ekonomiyi harekete geçirmenin en iyi yolu olduğu görüşünü temel alan bu yaklaşımın savunucularına göre, hükümetlerin şirketlere yatırım yapmasıyla birlikte bu şirketlerin üretimleri ve dolayısıyla istihdam düzeyleri artacak; gelir düzeyindeki artışa paralel olarak çalışanlar daha fazla harcama yapabilecek; finansal piyasalar iyi çalıştığı zaman zenginleşme olacak ve bu da toplumdaki herkese yarar sağlayacaktır. Terim, çoğu kez, **arz-yanlısı iktisat** (*supply-side economics*) ile iç içe, aynı anlamda kullanılmaktadır.

11.4. Ödemeler Dengesi Açısından Doğrudan Yabancı Yatırımların Yararları ve Taşıdığı Riskler

Herhangi bir yabancı firmanın ev sahibi ülkede gerçekleştireceği yatırımın, o ülkenin ödemeler dengesini çeşitli şekillerde etkileyebilmesi, elbette ki mümkündür. Her şeyden önce, sermaye girişi olan ülke, bir defa sermaye girişine maruz kaldıktan sonra, -yatırımın kârlı olması koşuluyla- yatırım yapan yabancı firmanın ülkesine yönelik kâr transferi nedeniyle, sürekli bir fon çıkışı yaşamaya başlamaktadır. Ödemeler dengesi üzerinde ortaya çıkan bir başka etki ise, zaman içinde müteşebbis faaliyetlerinden kaynaklanabilmektedir. Burada, *doğrudan* veya *dolaylı etkiler* arasında bir ayırım yapılmaktadır. **Doğrudan etkiler** arasında *öz sermaye girişi, ihraç gelirleri, ev sahibi ülke kredileri, hammadde ve sermaye malı ithalatı, lisans harcı ve faiz ödemeleri, ev sahibi ülke dışında tahakkuk eden vergi-sonrası kârlar* yer almaktadır. **Dolaylı etkiler** ise, yerel kaynakların daha önceden ithal edilen mal ve hizmetlerin ikamesinde kullanılmasından kaynaklanan, *sermaye akışındaki değişimleri* içermektedir.

Doğrudan yabancı yatırımların ticaret akışı üzerindeki etkileri, yatırımın ev sahibi ülke pazarını ya da ev sahibi ülkenin de içinde yer aldığı dünya pazarını hedefleyip hedeflemediğine bağlıdır. Esas itibarıyla aynı malları üreten bir şirkete yapılan **yatay doğrudan yabancı yatırımlar** (*horizontal FDI*) ticarî engelleri aşmayı veya işlem maliyetlerini azaltmayı amaç edinebilir. O durumda, yatay doğrudan yabancı yatırımlar, ihracat sektörü veya üssü hedeflenen piyasaya transfer edilirken, ev sahibi ülkenin önceden gerçekleştirdiği ithalatı azaltmasına yardımcı olacaktır. Bundan farklı olarak, eğer yatay doğrudan yabancı yatırımlar üretim maliyetlerinde ortaya çıkan bir takım avantajlar sayesinde harekete geçirilirse, o takdirde ev sahibi ülkenin ihracatı artış gösterecektir. Farklı yerlerde farklı üretim aşamalarının söz konusu olduğu **dikey doğrudan yabancı yatırımlar** (*vertical FDI*), genellikle dünya pazarına odaklanmaktadır. Üretim sürecinin her bir aşamasında oluşan katma değere ve çok-uluslu şirketlerin dahilî fiyatlandırma politikalarına bağlı olan bu tür yatırımların ödemeler dengesi üzerinde yaratacağı etkilerin önceden tahmin edilmesi veya öngörülmesi çok daha güç olmaktadır.

Görüldüğü üzere, yukarıda bahsedilen ihtilâflı nedenler, uzun vadede doğrudan yabancı yatırımların, sermaye girişi olan YPE'nin ödemeler dengesini iyileştirme veya çarpıtma eğiliminde olup olamayacağına karar vermemizi sağlayacak ampirik delilleri ikna edici olmaktan uzaklaştırmaktadır. Yine de bu konuya ilişkin genel bir yorum yapılacak olursa, yükselen piyasalarda üretilen ürünlerde kullanılan ithal girdi miktarı sanayileşmiş ülkelerdekinden kat kat fazla olduğundan, YPE'nde gerçekleştirilen doğrudan yabancı yatırımların, ödemeler dengesi söz konusu olduğunda, sanayileşmiş ülkelere göre daha az yarar sağlayacağı söylenebilir.

Buna ek olarak, doğrudan yabancı yatırım akışının, bu yatırımlarla ilgili fizikî yatırımlara ayrıştırılamayacak ölçüde birleşik olduğu şeklindeki genel düşünce dikkate alındığında; doğrudan yabancı yatırımlar çoğu kez hareketsiz (*immobile*) olduklarından ve peş peşe giriş yaptıklarından, diğer sermaye akışlarına göre çok daha fazla istikrarlı kabul edilirler. Ne var ki, bu yaklaşımın sakat yönleri olduğu da hatırdan çıkartılmamalıdır. Şöyle ki; Doğrudan yabancı yatırım yapan bir yatırımcı sermaye transferi vasıtasıyla maddî değerler (*real assets*) edinmiş fakat daha sonra bu değerleri, en nihayetinde kendi ülkesine transfer edeceği aynı değere sahip yerel bir kredi temininde karşılık olarak kullanmışsa, o takdirde, doğrudan yabancı yatırım akışı gerçekleşse bile, sermaye girişinin kesintisiz biçimde sürmesi mümkün olmayacaktır*.

12. YAKIN GEÇMİŞTE YAŞANAN KRİZLER VE YÜKSELEN PİYASALARDA FİNANSAL İSTİKRARIN TEMİNİ SORUNU

Yükselen piyasa ekonomilerinde yaşanan iktisadî krizler, 1990'ların ikinci yarısı boyunca genel iktisadî görünümün en göze çarpan özelliği olmuştur. Bu tür krizler yeni bir olgu olmamakla beraber, küresel iktisadî düzen içinde çok kısa bir sürede bir ülkeden diğerine yayılabilmeleri ihtimalinin eskiye oranla bir hayli artması, yeniden ilgi odağı haline gelmelerine neden olmuştur. Bu tür bulaşma (*contagion*) riski, Tayland

* Bu, yatırımcının finansal bir krizin ev sahibi ülke parasının muhtemel ve keskin devalüasyonunun da eşlik edeceği biçimde ortaya çıkmasından endişe ettiği durumlara çok daha uygun düşmektedir. GPE'ndeki faiz oranlarının tipik olarak sanayileşmiş ülkelerdekinden yüksek oluşu nedeniyle, ev sahibi ülkeden kredi temin edilmesine yönelik teşvikler, diğer şartlar altında, kısıtlanacaktır.

parasının (*Thai baht*) çöküşü neticesinde, Asya'nın diğer yükselen piyasalarında bir kriz dalgasının tetiklenmesiyle gerçeğe dönüşmüştür. Rusya'da finansal krizin baş göstermesiyle birlikte, kriz baskısının uluslararası finansal piyasalar vasıtasıyla sanayileşmiş ülkelere de her an yayılabileceği açıkça görülmüştür.

Yarattığı tahribatın büyüklüğü nedeniyle, Asya krizinin ardından, özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde kalıcı bir istikrarın koşullarının yaratılmasına ve müstakbel krizlerin oluş sıklığının ve yoğunluğunun azaltılmasına dönük olarak farklı noktalardan çeşitli girişimler başlatılmıştır. Bu girişimler, tercih edilecek *döviz kuru rejimi ve borç yönetimi* gibi alanlarda, yükselen piyasa ekonomilerinde siyasî karar alma sürecinin iyileştirilmesi çabalarından, başarılı uygulamalara ait uluslararası standartların ve kodların gelişimine ve uluslararası finansal kurum reformlarına kadar çok değişik alanlara genişleyebilmektedir. Burada belirtilmesi gereken kritik nokta, yükselen piyasa ekonomilerinin, kendilerini muhtemel krizlerden koruyabilecek en etkili çözümün, "*sağlam ve kusursuz temellere dayandırılmış iktisat politikaları uygulamak, bunları kurumsallaştırmak ve güçlü yurtiçi finansal kurumlar tesis etmek*" olduğunun bilincine varmaları gerektiğidir. Zira, uluslararası finansal yapıda meydana gelecek hiç bir ilerlemenin, bu kritik alanlardaki yetersizlikleri veya noksanlıkları giderebilme ihtimali bulunmamaktadır.

12.1. Finansal Krizler Arasındaki Benzerlikler ve Farklılıklar

Thai baht'in 1997'de çöküşüyle birlikte, daha önce yatırımcıların gözdesi durumundaki ülkelere sermaye kaçıışı yaşanmaya başlamış; para birimleri ve varlık fiyatları da tüm Asya'da hızla değer yitirmiştir.

Asya Krizi, 1980'lerin Latin Amerika Borç krizi ve 1994-95 Meksika Krizi gibi, sadece krize maruz kalmış ekonomilerde değil, *benzer konumda* olduklarına inanılan diğer gelişmekte olan ülkeler üzerinde de yaygın ve tahrip edici bir etki yaratmıştır. Krizler arasındaki farklılıkların olduğu kadar benzerliklerin de ortaya konulmasına hizmet edecek bir sorgulamanın, Asya ülkelerinin niçin birden bire popülaritesini kaybetmiş olduğunun anlaşılmasına ışık tutabilecek, gelecekte bu tür çalkantıların

bertaraf edilebilmesinde yararlanılabilecek aksiyon planlarının geliştirilmesine yardımcı olacak özellikleri içerdiği iddia edilmektedir.

12.1.1. Finansal Krizler Arasındaki Temel Benzerlikler

Kriz öncesi dönemlerde, sermaye akışının önemli oranlarda artış kaydettiği gözlenmektedir. Uluslararası piyasalardan cazip koşullarla finansman temin edebilmek için, pek çok gelişmekte olan ülke, yabancı para cinsinden büyük boyutlarda bağımsız ve özel borçlanmaya gitmişti ve bu borçların büyük bir kısmı da korunmasız (*unhedged*) idi. Örnek vermek gerekirse, 1973 yılındaki **Birinci Petrol Krizi** ile 1982'de patlak veren **Borç Krizi** arasında kalan dönemde, o zamanki adıyla *gelişmekte olan* piyasalara dönük *net özel sermaye akışı* 165 milyar \$ düzeyine dayanmıştır. Ya da, bir başka gösterge cinsinden, bu tutar, söz konusu dönem boyunca gelişmekte olan piyasaların toplam GSYİH'sinin yüzde 1'ine tekabül etmektedir. 1970'lerin önemli bir bölümünde, gelişmekte olan piyasalardaki borçlanıcılar, uluslararası piyasalardan düşük -hattâ negatif- reel faiz oranlarından sendikasyon kredileri alabilmekteydi. Bu krediler, A.B.D. doları cinsinden hesaplara işleniyordu ve *Londra Bankalararası Faiz Oranı (LIBOR-the London Interbank Offered Rate)* üzerinden marjlarla fiyatlandırılmaktaydı.

Gelişmekte olan ülkeler, 1990'ların ilk dönemlerinde, uluslararası finansal piyasalara erişim imkânını yeniden elde ettiler. 1990-96 yılları arasında, gelişmekte olan piyasalara yönelik sermaye akışı 1.04 trilyon \$ gibi hayli yüksek düzeye ulaşmış bulunuyordu (GSYİH toplamının yaklaşık yüzde 3'ü).

Global türev ürünlerin 1990'larda çok hızlı biçimde artmasına rağmen, korunmasız para ve faiz oranları riskine maruz kalış, Meksika ve Asya krizlerinin ortaya çıkmasında aktif rol oynamıştır. Diğer taraftan, finanse edilmemiş kurumların döviz kuru riskine karşı korunmasız oluşu da, Asya krizinde anahtar faktör konumunda olmuştur. Sabit ya da çıpalı kur oranları uygulayan ülkelerdeki yurtiçi faiz oranları, yabancı faiz oranlarının üzerinde seyretmekteydi. Bunun sonucunda, pek çok firma, faaliyetlerini yabancı para cinsinden hisse senedi ihraç etmek ve kredi almak suretiyle finanse etmek durumunda kalmıştır. İlgili firmalar, söz konusu pozisyonlarını

koruma altına almayı ihmal etmişlerdir. Bunun en büyük nedeni ise, yurtiçi türev piyasalarının yeterince gelişmemiş olması ve yurtdışı (*offshore*) koruma ürünlerini satın almanın, yurtdışında borçlanmanın maliyetlerini artırması ihtimalidir.

Yukarıda değinilen her üç krizin de bir başka ortak özelliği, ***krizden etkilenen ülkelerin finansal sistemlerindeki ve düzenleyici mekanizmalarındaki yetersizlik veya zafiyettir***. Hem 1970'lerin kontrollü hem de 1990'ların serbestleştirilmiş finansal sistemleri, ciddi yapısal zayıflık içinde bulunuyordu. 1970'li yıllarda, pek çok gelişmekte olan piyasa, yabancı finansal işlemler üzerine sıkı kısıtlamalar getirmiş durumdaydı. Kredi tahsisini yerli kurumlar aracılığı ile gerçekleştiriyordu ve kredi ve mevduat faiz oranları üzerinde tavanlama (*ceiling*) uygulamaktaydı.

1994-95'te Meksika bankacılık sisteminin sağlığıyla ilgili kuşkular, *Meksika pesosunun* savunmasını önemli ölçüde zayıflatmıştır. 1990 yılının ortalarından 1992 yılının ortalarına kadar geçen sürede, 1982 yılında millileştirilen 18 Meksika bankası özelleştirilmiştir. Faiz oranları serbestleştirilirken, kredi kontrollerine ve kredilendirme üzerindeki kısıtlamalara son verilmiş; zorunlu likidite rasyoları kaldırılmış; banka kredileri hızla büyümüştür. Ne var ki, 1993 yılıyla birlikte, kredi genişlemesi, bankaların kredi portföylerinin kalitesiyle ilgili kuşkular nedeniyle, önemli ölçüde yavaşlamıştır. Peso, dalgalanmaya bırakılmasının hemen ardından, hızla değer yitirmeye başlamış; faiz oranları tırmanışa geçmiştir. Bu gelişmeler, banka portföylerinin bir parça daha tahrip olması sonucunu doğurmuştur.

1997-98 krizinden etkilenen Asya ülkelerinin, 1990'ların ilk yarısında, basiretli denetim ve düzenleme konusunda kayda değer ilerleme kaydetmesine rağmen, ihtiyatsız kredilendirme faaliyetleri devam etmiş; buna, kısmen, risk fiyatlandırması ve yönetimi konularında finansal kurumların sınırlı deneyimleri ve yetersizlikleri yol açmıştır. Yükselen faiz oranları, değer yitiren paralar, çöken gayri menkul ve hisse senedi fiyatları ve pek çok kurumun rizikolu istikrarsız konumu aktiflerin kalitesinde hızlı bir bozulmaya yol açtığına, banka bilançolarının zayıflamakta olduğu, bazı açık ve net bankacılık krizlerine sebep olacak şekilde, 1996-97'de gözle görülür bir hal almıştır.

Bu krizlerin tümünde, *taşma etkisi* (*spill-over effects*) bir hayli yaygındır*. 1982'de Meksika'nın borç servisinde yaşadığı zorluklar, kısa süre içinde Latin Amerika'nın diğer ülkelerine, Asya'daki ve Afrika'daki bazı ülkelere de taşmış; bu arada uluslararası bankalar, yeni bir borç düzenlemesi talep etmemiş ülkelere bile kredilerini geri çekmiştir. Çok sayıda ülke likidite problemiyle karşı karşıya kalmış; bazıları, geçici olarak ödemelerini durdurma ve kredilerini yeniden müzakere etme kararı almıştır. Ardından gelen 1994-95 Meksika krizi, hem Meksika'nın borç servisiyle ilgili becerisi hakkında ve hem de uluslararası topluluğun bir destek paketi sunmak için gönüllü olup olmayacağı hakkında belirsizliğin sürdüğü bir sırada, daha büyük Latin Amerika ülkelerinde döviz ve menkul kıymet piyasalarında karışıklığı ve çalkantıyı tetiklemiş, Ocak 1995'te Asya'nın para ve hisse senedi piyasaları dibe vurmuştur. Benzer şekilde, *Thai bahtin* Temmuz 1997'de dalgalanmaya bırakılması, diğer Asya ülkeleri açısından beklentilerin yeniden gözden geçirilmesine neden olmuştur.

Bulaşma (*contagion*), zayıf bankacılık sisteminin hüküm sürdüğü durumlarda çok daha tehlikeli olmuştur. Nitekim, 1982 yılında devlete ve özel sektöre ait kurumlar borçlarını geri ödeme güçlüğü çektikleri bir sırada, en ağır borç yükü altına girmiş dokuz Latin Amerika ülkesinde bankacılık krizi meydana gelmiştir. 1994 yılında ve 1995'in ilk dönemlerinde, Meksika bankalarının elinde bulunan vadesi geçmiş kredi hacmi hızla yükselmiş ve banka mevduatları Arjantin'de yüzde 16 oranında (7.5 milyar \$'dan daha fazla) azalmıştır. *Thai bahtin* Temmuz 1997'de devalüe edilmesini müteakip, baskı, yatırımcılar tarafından benzer temel özelliklere (aşırı değerli para birimi, işlemeyen krediler yüzünden bankacılık sisteminin potansiyel sorunlarının olduğu) düşünülen diğer Asya ülkeleri üzerinde gerçekleşmiştir.

Her üç krizin de çözümünde, borcun yeniden yapılandırılması anahtar faktör konumunda bulunmuştur. 1980'li yıllarda, yabancı para cinsinden üstlenilen yükümlülüklerin yeniden inşa edilmesi üzerinde ağırlıklı olarak durulmuştur. Borçların yeni bir plan dahilinde ele alınması, uluslararası faiz oranlarının düşmesiyle birlikte,

* Gelişmekte olan piyasalarda yurtiçi finansal koşulların para istikrarsızlığına karşı daha büyük boyutta kırılganlık göstermesi, öncelikli olarak, kamu veya özel sektörün yabancı paralar cinsinden önemli miktarlarda borç stokuna sahip olmasına bağlıdır. Bu, gelişmekte olan ülkeler ile sanayileşmiş ülkeler arasındaki temel farklılığı oluşturmaktadır ve yükselen piyasalarda ortaya çıkan para krizlerinin niçin yurtiçi finansal piyasalara taşığının başlıca gerekçesini teşkil etmektedir. (Bkz. **AKYÜZ 2004**).

nihaî olarak, borçlu ÷lkede yatırım yapılmasını caydırıcı etkide bulunan borç batağının hafifletilmesine yardımcı olmuştur. Meksika 1994-95 krizi sırasında yerli ve yabancı para cinsinden tüm resmî borçlarını ödemiş olmasına rağmen, finans-dışı sektörün yurtiçi banka kredilerinin, dış bankalara olan yükümlölüklerinin ve *Eurobond* cinsi yükümlölüklerinin geniş biçimde yeniden yapılandırılması söz konusu olmuştur.

12.1.2. Finansal Krizler Arasındaki Temel Farklılıklar

Yukarıda benzer noktaları ortaya konulmaya çalışılan krizler arasında, elbette ki, bir takım farklılıkların da olması doğal karşılanmaktadır.

Asya ÷lkelerinin içinde bulunduğu makroiktisadî koşulların, az çok, Meksika'nın 1994 yılında içinde bulunduğu durumdan daha iyi olduğu bilinmektedir. Öte yandan, 1994 yılı Meksika'sının iktisadî temelleri, 1981 yılında hayli yüklü bir borç altına girmiş bulunan Latin Amerikalı ÷lkelerden çok daha güçlü bir konumda bulunmaktaydı.

Krizlerin içinde geliştiğı küresel iktisadî ortam da, birbirinden hayli farklı özelliklere sahiptir. 1980'lerin **Borç Krizi**'nin hemen öncesinde, sanayileşmiş ÷lkeler, bir iktisadî durgunluğa doğru adım adım ilerliyordu: GSYİH büyümesi, 1978'deki yüzde 4'lük düzeyinden 1981'e gelindiğinde yüzde 1'e inecek şekilde, dramatik biçimde yavaşlamış, dünya ticaret hacminde önemli daralmalara neden olmuştu. Petrol ihracatçısı olmayan gelişmekte olan ÷lkeler, ihracat büyümesinde önemli bir düşüş yaşamış, ticaret hadleri ciddi biçimde bozulmuştu. Aynı zamanda, bu ÷lkelerin borç-servisi ödemeleri, sanayileşmiş ÷lkeler faiz oranlarını 1970'lerin sonunda enflasyonist baskıları kontrol etme çabasıyla yükselttiğinde, hızla artışa geçmişti.

Ana hatlarıyla değerlendirildiğinde, 1990'lı yıllarda dünya ekonomisinin içinde bulunduğu ortamın, yükselen piyasalar açısından hayli elverişli imkânlar sunmuş olduğu görülmektedir. Olgun piyasalarda enflasyon ve nominal faiz oranları daha düşüktü ve düşmeye devam ediyordu. Olgun piyasalarda varlık getirilerinin azalması, yükselen piyasaları yatırımcılar açısından daha cazip hale getirmiş ve risk primleri, pek çok varlık piyasasında, ya yatırımcılar risk için daha büyük tolerans geliştirdiğinden ya da riskin azaldığına inanmaları nedeniyle, düşmeye başlamıştı.

1990-96 yılları arasında dünya ticareti, yıllık yüzde 6'dan daha fazla artış göstermiştir. Ne var ki, A.B.D. faiz oranlarındaki bir yükseliş, 1994'te Meksika'nın geleceğine ilişkin daha karamsar değerlendirmelere yol açmıştır ve Asya Krizi öncesinde A.B.D. dolarının değer kazanması, para birimlerini dolara bağlamış bulunan Asya ülkelerinin rekabetçiliğine büyük bir darbe indirmiştir.

1990'lar boyunca özel sermaye akışı büyük bir hareketlilik yaşarken, yükselen piyasalara yönelik resmî sermaye girişinin nispi öneminde büyük bir gerileme gözlenmiştir. Nitekim, 1970-81 döneminde toplam sermaye akışının yüzde 49.5'ini oluşturan resmî sermaye girişi, 1990-96 döneminde yüzde 9.5 seviyesine gerilemiştir. Diğer taraftan, özel sermaye akışının kompozisyonunda da dramatik düşüş yaşanmış; doğrudan yabancı yatırımların ve portföy akışının payı banka kredilerine oranla artış göstermiştir.

Krizler arasındaki bir diğer farklılık da, krizlerin kalkınma stratejileri üzerindeki etkileri konusunda yaşanmıştır. 1980'lerin borç krizinden önce, pek çok ülkede, yüksek gümrük tarifelerinin ardında ithal-ikameci (*import-substitution*) bir strateji takip edilmiş; bu stratejinin temel özelliği, *banka kredileri ve mevduatlar üzerinde enflasyona oranla düşük faiz oranı tavanlaması getirmek ve banka kredilerini öncelikli sektörler yönlendirmek* şeklinde belirlenmiştir. Öte yandan, yaygın sermaye kontrolleri uygulamasına da devam ediliyordu. Dış borçlanma ise, tipik olarak, kamu kesimi tarafından bütçe açıklarının finansmanına yardımcı olacak bir kaynak olarak değerlendiriliyordu. Bu tür engelleyici (*repressive*) sistemler, ihracat üzerinde, hem kredi elde edilebilirliği üzerine konmuş vergi ve sınırlamalar vasıtasıyla doğrudan, hem de ihracatçıların yurtiçinde üretilmiş pahalı malları kullanmak zorunda kaldığı ölçüde, dolaylı yoldan caydırıcı etkide bulunuyordu. 1980'ler, kapalı-ekonomünün ya da ithal-ikameci politikaların sakıncalarına dair çok değişik örneklerle doludur. 1990'ların başlarıyla birlikte, çok sayıda yükselen piyasa ekonomisi, dış ticaretin ve finansal işlemlerin serbestleştirilmesi, malî tutuculuk (*fiscal conservatism*), yerli ürünlerde ve faktör piyasalarında esnekliği artırmak ve özel sektörün daha yaygın bir rol üstlenmesini sağlamak amacıyla dizayn edilmiş yapısal reformları da içeren, daha dışa dönük bir tutum benimsemiştir.

Ne 1994-95'in **Meksika Krizi** ne de Asya krizi, henüz, kalkınma stratejilerinde karşılaştırılabilir bir değişiklik meydana getirebilmiştir. Aslında, Meksika krizinin ardından çok sayıda Latin Amerika ülkesi, açık bir ekonomi düzeni sürdürmek konusundaki taahhütlerini yinelemiştir. Bunun temel gerekçelerinden bir tanesi, Meksika'nın bir yıldan daha kısa bir süre içinde küresel finans piyasalarına yeniden erişim imkânı elde edebilmiş olmasıdır. Bununla birlikte, **Asya Krizi**, *esnek, şeffaf ve iyi-düzenlenmiş bir finansal sistemi*, sermaye hesabını (*capital account*) tam olarak serbestleştirmenin önemli bir önkoşulu olarak ortaya koymak ve geliştirmekte olan ülkelerin, toplumun kırılgan kesimlerini korumak ve küresel entegrasyon için uzun süreli bir uzlaşma sağlamak için daha iyi kurumlara ihtiyacı olduğunu göstermek suretiyle, Asya kalkınma modelinin yeniden gözden geçirilmesine yol açmıştır.

12.2. Bulaşma Etkisinin Azaltılması ve Finansal İstikrar

Genel olarak ele alındığında, finansal krizlerin esas kaynağı olarak, zaten kolayca incinebilir olan bir ekonomiye yönelik *ters yönlü şoklar* gösterilmektedir. Güçlü bir ekonominin kolaylıkla üzerinden atabileceği dışsal şoklar, zayıf risk yönetiminin bulunduğu, bankacılık sistemindeki düzenleme ve denetlemenin yetersiz kaldığı, varlık piyasalarına yönelik spekülasyon davranışlarının aşırıya kaçtığı ekonomilerde orantısız bir etki yaratabilmektedir.

Aslında, yukarıda sıralanan olumsuzluklar, 1990'ların sonlarında yaşanan krize kadar geçen süreçte, Asya'nın yükselen piyasa ekonomilerinin içinde bulunduğu koşulların bir özeti niteliğindedir. Bu bölgede yer alan ülkeler, yarı iletken piyasasında ortaya çıkan durgunluk ve doların yen karşısında nispi değer artışı gibi, rekabetçiliklerini önemli ölçüde azaltan bir dizi önemli dışsal şoka maruz kalmıştır. Ne var ki, bu şoklar, meydana gelen krizin boyutlarını açıklamada tek başına yeterli olamamaktadır. Burada sorun, şokların, kendi finansal piyasalarında ve emlak piyasasındaki aşırı spekülasyon davranışlardan zarar gören ekonomileri vurmuş olmasında yatmaktadır. Kurumsal yönetim ve basiretli gözetim konularındaki ciddi noksanlıklar, firmaların risk almaya olan düşkünlüklerini engellemede yetersiz kalınmasıyla sonuçlanmıştır. Finansal sektörler, kredilendirme karar mekanizmasına yapılan *politik müdahaleler* ve geniş kapsamlı olarak uygulanan kamu kredi

garantileri ve mevduat sigortasının sonucunda yaratılan *ahlâkî çöküntü* nedeniyle büyük ölçüde zayıflatılmıştır. Bunun sonucunda, bankaların kendi kredi risklerini idare etme konusunda, şirketlerin de kullandıkları yabancı kaynakları sınırlandırmada ve sağlıklı yatırımlara girişmede yeterince teşvik edilmedikleri bir ortam yaratılmış; özellikle reel sektör aşırı derecede yabancı kaynak kullanmış ve uzun-vadeli yurtiçi yatırım projeleri daha kısa-vadeli yabancı para cinsinden borçlarla finanse edilmeye başlanmıştır. Öte yandan, uçucu uluslararası sermaye hareketlerinin söz konusu olduğu bir konjonktürde **çipalı döviz kuru** (*pegged exchange rate*) politikalarının uygulanması, bir takım başka hasarlara da sebebiyet vermiştir. Dolayısıyla, finansal sektör zafiyeti, katı döviz kuru rejimleri ve uçucu sermaye akışlarının meydana getirdiği olumsuzluklar, ters etki yapan dışsal şokların harekete geçirmesiyle birlikte, tüm bölgede bankacılık sisteminin çökmesi ve para ve borç krizleriyle sonuçlanan bir iktisadî bunalıma yol açmıştır.

Asya krizinin yaşatmış olduğu deneyim, dış finansal şoklardan kaynaklanan risklerin hafifletilmesinde, sağlıklı ve güçlü kurum ve politikaların ne denli kritik önem taşıdığını bir kez daha gözler önüne sermiştir. Bu manzaranın ima ettiği bir husus, YPE'nde politika ardışıklığının (*sequencing*) taşıdığı önemdir. Ardışıklık, küresel finansal piyasalarda artış gösteren katılımcılığın aldığı mesafeyi, güçlü bir yurtiçi iktisadî altyapının tesis edilebileceği bir mesafeyle sınırlandırma çabalarını içermektedir. Özellikle, yükselen piyasa ekonomilerinde sermaye hesaplarının serbestleştirilmesini, yurtiçi finansal sistemlerin güçlendirilmesi sürecinde önemli gelişmelerin takip etmesi gerekmektedir. Eğer serbestleştirme çok hızlı bir biçimde yol alırsa, o takdirde, ekonomi uçucu sermaye akışına eşlik eden risklere karşı kolayca zedelenebilir bir konuma gelecektir. Asya krizinden önceki yıllarda, bölge, yurtiçi finansal kurumların ve düzenlemelerin henüz yeterince gelişme kaydetmediği bir ortamda, sermaye hesaplarını serbestleştirmeye doğru yönelmiş bulunuyordu. Bu uyumsuzluk, özellikle, krizin etkisini büyük ölçüde artıran kısa-vadeli aşırı borçlanmayı teşvik etmiştir.

Üzerinde önemle durulması gereken bir husus, sermaye hesaplarını serbestleştirmeden önce, bir ülkenin, yurtiçi finansal kurumlar, kurumsal yönetim ve bankacılık sisteminin düzenlenmesi ve denetlenmesindeki noksanlıkları veya yetersizlikleri çok dikkatli bir biçimde değerlendirmesi gerektiğidir. Bu tür finansal

piyasa altyapısının hâlâ gelişme aşamasında bulunduğu yükselen piyasa ekonomilerinin, özellikle kısa-vadeli sermaye akışını caydırıcı etkide bulunabilecek basiretli düzenlemenin kullanımını dikkatle ele alması gerekmektedir. Diğer taraftan, sermaye akışına ilişkin söz konusu düzenlemelerin, güçlü yurtiçi kurumlar ve sağlam politikalar tam anlamıyla yerini alıp test edilmeden önceki dönemde elverişli olabileceği öne sürülmektedir.

Yükselen piyasa ekonomilerinde, finansal piyasalarda kalıcı bir istikrar yaratılması için son derece elverişli olan kurumsal çerçeve ve politikaların benimsenmesini kolaylaştıran, uluslararası kurumsal çevrede meydana gelen *değişimler* şu başlıklar altında ele alınmaktadır:

12.2.1. Döviz Kuru Rejimleri

Meksika, Rusya ve pek çok gelişmekte olan Asya ülkesini içine alan 1990'lardaki finansal krizler, çıpalı döviz kurlarına karşı zaten var olan bir konsensüsü kuvvetlendirici rol oynamıştır. Bu ülkelerin yaşamış olduğu deneyimin açıkça gösterdiği üzere, çıpalı döviz kuru rejimleri, dışsal şoklara tepki göstermede reel döviz kurlarının intibak yeteneğini önemli ölçüde sınırlandırmakla kalmayıp bunun yanı sıra, para otoritesinin kredi hacminin aşırı büyümesini engelleme ve ***en son başvuru mercii*** (*lender of last resort*) olarak fonksiyon görme yeteneğini de kısıtlamaktadır. Sabit kurlar, aynı zamanda, döviz kuru riskiyle ilgili şüpheleri ortadan kaldırmak suretiyle, yabancı para cinsinden aşırı borçlanılmasını teşvik etmekte ve bir kez döviz kuru çıpası ortadan kalktığında, yatırımcı güveninin aniden ve yıkıcı bir şekilde tersine dönmesine katkıda bulunmaktadır.

1990'ların deneyimi, uluslararası hızlı sermaye hareketliliği bağlamında, yurtiçi politik dengesizlikler ya da uluslararası finansal piyasa şokları nedeniyle bir ***sabit döviz kuru*** (*fixed exchange rate*) rejimi sürdürülmesinin son derece güç olduğunu ve baskı altındaki bir çıpalı döviz kuru politikasını zoraki terk etmenin çok yıkıcı olacağını öne sürmektedir. Sabit döviz kuru rejimlerine daha büyük istikrar kazandırmak için, bazı ülkeler ***para kurulu sistemlerine*** (*currency board systems*) veya ***tam-para ikamesine*** (*full-blown dolarization*) yönelmişlerdir. Ne var ki, bu tür eğilimler, Arjantin

örneğinde görüldüğü gibi, her derde çare olmaktan uzaktır. Diğer taraftan, sayıları bir hayli fazla ülke ise, uyguladıkları çıpalı kur sisteminin yaşayabilir nitelikte olmadığını anlamalarını müteakip tam aksi bir istikamete, daha serbest ***dalgalı döviz kuruna*** yönelmiştir.

Sonuç itibariyle ***esnek döviz kuru rejimlerinin (flexible exchange rate regimes)*** yükselen piyasalar açısından en iyi seçim olduğu yaygın bir kabul görmektedir. Sabit bir kur rejimi ise, sadece, bütünüyle güvenilir olabildiği nadir durumlara uygun düşmektedir. Yükselen piyasa ekonomilerindeki çoğu politikacının yakın zamanlarda benzer bakış açısını benimsemiş *gibi* görünmesi, gelecekte, yükselen piyasa ekonomilerinin hem sayıca daha az hem de daha düşük şiddette finansal kriz yaşayabileceği şeklinde bir iyimserliğe temel oluşturmaktadır.

12.2.2. Borç Yönetimi

Son zamanlarda, uluslararası resmî çevrelerde, basiretli borç ve likidite yönetiminin krizden korunmada en önemli araç olduğuna dair yaygın bir görüş birliğine varılmıştır. 1990'ların sonlarında finansal kriz yaşamış yükselen piyasa ekonomileri, genellikle borçlarının ve varlıklarının vade ve kompozisyonunda oluşan büyük uyumsuzluklar neticesinde, dış şoklardan kolaylıkla etkilenebilir hale gelmiştir. Özellikle, neredeyse tüm kriz yaşayan ülkelerde, kısa vadeli dış borçların yabancı rezervlere oranı, son derece yüksek seviyelerde cereyan etmiştir.

Yaşanan acı deneyimlerden alınan en faydalı ders, "*yükselen piyasa ekonomilerinin büyük miktarlarda kısa-vadeli borç istikrazında bulunmamaları, zira borçların katlanarak artması riskinin, piyasa koşullarındaki değişikliklerden zarar görme ihtimalini fazlalaştırdığı*" şeklindedir. Uzun vadeli faiz oranlarının kısa vadeli faiz oranlarından genellikle yüksek oluşu nedeniyle, başlangıçta, borcun vadesinin uzatılmasıyla birlikte bir takım fiskal maliyetler söz konusu olabilmektedir. Bununla beraber, bir ülkenin borç vadesinin uzatılması, onun fiskal anlamda yaşayabilirliğini iyileştirdiği ve bir kriz döneminde tahakkuk ettirilecek yüksek faiz oranlarından borçlanma ihtimalini azalttığı ölçüde, borç-servis maliyetlerindeki herhangi bir yükseliş, basiretli bir sigorta primi olarak görülmelidir. Ayrıca, devletin yerli para birimi

cinsinden borçlanma imkânını artıran piyasaların gelişimi de, küresel sermaye akışındaki değişikliklerden zarar görülmesi ihtimalini azaltıcı yönde etki yapmaktadır.

Bu çerçevede, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası finans kurumlarının, son yıllarda, yükselen piyasa ekonomilerinin borç ve risk yönetim politikalarını iyileştirmek maksadıyla bir takım girişimlerde bulunduğu altını çizmekte yarar görülmektedir.

12.2.3. Standartlar ve Kodlar

Yükselen piyasa krizlerinden çıkan girişimler arasında, yükselen piyasa ekonomilerinin iktisadî ve malî politikalarındaki gelişmiş uygulamaları teşvik amacıyla, uluslararası resmî çevrelerin bir takım *standartlar ve prensipler (standarts and codes)* belirleme çabalarının hatırlatılmasında yarar bulunmaktadır. Bu konuda dikkate değer ilerlemeler kaydedilmiş bulunmaktadır. Nitekim, *veri kalitesi ve sirayeti, para ve maliye politikalarında şeffaflık, bankacılık denetimine, ödeme sistemlerine ve muhasebe standartlarına ilişkin en iyi uygulamalar* gibi bir takım hususları da ihtiva eden, geniş bir alanı kapsayacak boyutta standartlar ve prensipler geliştirilmiştir*.

Finansal İstikrar Forumu (Financial Stability Forum), standartlar ve prensiplere daha üst düzeyde bir uyum gerçekleştirmeye yönelik teşvik sağlama yöntemleri üzerinde odaklanmıştır. **IMF** bu çabaların sonuçlandırılmasına önderlik etmekle birlikte, **Dünya Bankası**, **Basel Komitesi** ve **OECD**'nin de aralarında bulunduğu diğer uluslararası teşekküller de bu faaliyetler içinde aktif rol oynamaktadır. Gerçekleştirilen eylemler, üye ülkelerin finansal sektörlerinin kırılganlık ve dayanıklılık değerlendirmelerinin yer aldığı *Finansal Sektör Yardım Programı*'nı ve bir ülkenin standartların ve prensiplerin karşılanması sürecindeki ilerlemelerinin takip edildiği **IMF raporlarını** da içermektedir.

* Döviz kurlarının esnek olmaması ve yurtiçi finansal sistemlerin kırılganlığı, yakın zamanlarda ortaya çıkan krizlerin ana sebepleri olarak düşünülmektedir. Dolayısıyla, temel çözüm önerileri olarak da, esnek döviz kuru sistemlerine geçilmesi ve şeffaflığı artıracak ve yurtiçi finansal sistemleri güçlendirecek standartların ve prensiplerin kabul edilmesi gösterilmektedir.

Bununla beraber, bu tür girişimlerin pek çok güçlüğü bünyesinde barındırdığını da hesaba katmak gerekmektedir.

12.2.4. Uluslararası Finansal Kurumların Reformu

Son dönemlerde gerçekleştirilen reform çabalarının üzerinde yoğunlaştığı bir diğer nokta da, *uluslararası finansal kurumlardır*. Bu alanda değişiklikler gerçekleştirilmekle birlikte, çok daha fazlası planlanmış durumdadır. IMF'nin kredi kolaylıkları üzerinde bir takım değişiklikler yapılmış; bu kapsamda ele alınan tedbirlerle, ülkelerin mümkün olan en kısa sürede sermaye piyasalarına geri dönmesinin teşviki ve IMF finansmanına aşırı bağımlılıkların caydırılması amaçlanmıştır.

Belirtilmesi gereken bir başka husus, IMF'nin, üyelerinin iktisadî ve malî açılardan kırılganlıklarını değerlendirme becerisini geliştirme konusunda harekete geçmiş olmasıdır. Bu hareket, IMF'nin gözetim çabalarını kuvvetlendirecek daha kapsamlı bir girişimin parçası olarak, ulusal bilançoların ve likidite risklerinin tayini çalışmalarını da içermektedir. Yanlış raporlamayı caydırıcı tedbirler güçlendirilmiş ve politika dokümanlarının yayınlanmasını da içerecek şekilde, IMF'nin operasyonlarını daha şeffaf hale getirecek girişimlerde bulunulmuştur.

IMF programlarındaki şarta bağlılığın (*conditionality*) rolü, devam eden bir tartışma konusudur. Bu konuyu eleştirenler, söz konusu programların -özellikle Asya krizi süresince inşa edilenler- haddinden fazla detay taşıdığını ve IMF'nin en hassas olduğu makroiktisadî konulardan ziyade, yapısal meseleler üzerine orantısız biçimde odaklandığını öne sürmekte; dolayısıyla, bunun mikro-yönetim (*micromanagement*) anlamına geleceğini ve uyum programlarının, **ülke sahipliği*** açısından alanını daraltacağını iddia etmektedir.

Diğer taraftan, üzerinde durulması gereken girişimler arasında, çok-uluslu kalkınma bankalarının reformu da yer almaktadır. Burada, projeler konusunda daha fazla seçici olunması, fiyatlandırma politikalarında reform yapılması ve borçluların izlenme

* **Ülke sahipliği** (*country ownership*), “her ülkenin gerçeklerinin ve ihtiyaçlarının dikkate alınarak, ulusal kalkınma politikalarının ve eylem planlarının hazırlanması” anlamına gelmektedir.

yöntemlerinin geliştirilmesi gereğinin altı çizilmektedir. Ayrıca, IMF ve Dünya Bankası'ndan, fakir ve az gelişmiş ülkelerin ihtiyaçlarına karşı daha duyarlı olunması da istenmektedir.

Bu genel prensiplerin sağlam politikalara dönüştürülmesi yolunda bazı ilerlemeler kaydedilmekle birlikte, henüz yolun başında bulunduğu ifade edilmektedir.

12.2.5. Özel Sektör Katılımı

Yükselen piyasalarda oluşan finansal krizlerle mücadelenin önemli ve gelişen bir yönü, özel sektör katılımının sağlanma derecesidir. Buradaki temel mesele, bir yükselen piyasa ekonomisinin borçlarının ödenemediği veya yeniden yapılandırıldığı dönemde, özel sektör kreditorlerinin rolüdür. Yurtiçi piyasadaki bir firmanın iflâsından farklı biçimde, egemen bir ulusun ödeme güçlüğü içine girmesi, bağlayıcı niteliği olan bir yasal yargılama hakkı veya uygulama mekanizması içermemektedir. Dolayısıyla, özel sektör katılımının amacı, bir kriz anında, özellikle yabancı bir para cinsinden veya onunla bağlantılı enstrümanlara sahip tahvil sahipleri gibi özel sektör kreditorlerinin, sorunu giderme sürecine katılmalarını sağlamaktır. Bu tür bir iştirak, *borç değişimi, yeniden yapılandırma, yeni para kabulü* gibi değişik biçimler alabilmektedir.

Özel sektörün yükselen piyasa krizlerinin çözümüne yardım derecesi zaman içinde gelişme göstermiştir. 1980'lerin borç krizi süresince resmî destek, genellikle, cari işlemlerle ilgili açıkların finansmanına ve makroiktisadî uyum sürecini kolaylaştırmaya odaklanmıştır. Bu dönemde, banka kreditorleri eski kredilerini yeniden yapılandırmış, yeni kredi kolaylıkları sağlamış ve nihayetinde, **Brady Planı** çerçevesinde, kredilerini değer yitirmiş tahvillerle değiştirmiştir. Ne var ki, 1990'lar boyunca, tahviller pek çok ülke açısından çok daha önemli bir kredi kaynağı haline gelmiştir. Bu artan önem, tahvil sahiplerinin bir grup olarak daha atomistik ve dağınık doğaları nedeniyle, borç yeniden yapılandırması bakımından yeni sorunları da beraberinde getirmiştir. Geniş hacimli uluslararası destek paketlerinin (1995'te Meksika, 1997 ve 1998'de pek çok Asya ülkesi ve Brezilya, daha yakın zamanlarda Arjantin ve Türkiye için) ortaya çıkışı, yükselen piyasa ekonomilerinin içine düştüğü borç batağından kurtarılmaları

çabalarında, özellikle tahvil sahipleri gibi özel kreditorlerin angaje edilmesindeki güçlülere verilmiş kısmî bir karşılık olarak görülebilir. Yine de, bu noktanın fazla abartılmaması yerinde olacaktır. Zira, büyük bölümü özellikle hisse senedine yatırım yapan çok sayıda özel sektör yatırımcısı, yakın zamanlarda ortaya çıkan krizlerde önemli zararlara maruz kalmıştır.

Büyük ölçekli finansal yardım programlarının hazırlanması, finansal problemlerle karşılaşan yükselen piyasa ekonomileri için sadece muhtemel iki sonuç -taahhütlerini yerine getirme veya getirmeme- üzerinde odaklanması nedeniyle, uluslararası resmî çevrelerce eleştiri konusu yapılmaktadır. Özel sektör katılımıyla gerçekleştirilen bazı borç yeniden yapılandırma biçimleri gibi ara çözümleri kolaylaştırmayı amaçlayan prosedürlerin gelişimi, bu bakış açısına göre, yıkıcı, köşe çözümü (*corner solution*) sonuçlardan uzak durulmasına yardımcı olabilmektedir. Dahası, büyük destek programları, aşırı borçlanma ve kredilendirmeyi teşvik etmek suretiyle ahlâkî çöküntüyü artırdıkları için de eleştirilmektedir.

Özel sektör katılımı için anahtar bir argüman, piyasaların, yalnızca, *yatırımcıların kendi yanlış kararlarının maliyetini üstlenmeye zorlandıkları durumda* riski uygun biçimde fiyatlandırarak, kaynak tahsisini de verimli bir şekilde gerçekleştirecek olmasıdır.

Son yıllarda, özel yatırımcıların finansal krizler süresince düzenli, sistematik ve öngörülebilir bir temelde katılımının sağlanabileceği yöntemleri veya araçları konu alan çok sayıda tartışma yapılmıştır. Ama yine de, bu çabaların yeterli olduğunu öne sürmek güçtür. Uluslararası topluluğun bazı üyeleri, ödenmemiş borçların veya yükümlülüklerin müeyyidesine ilişkin bir tasarının kabulünü bir hayli güç bulmaktadır. Bunun yanı sıra, kimi üyeler, resmî IMF desteği üzerindeki sıkı kurallara bağlanmış kısıtlamaların, uluslararası bulaşmanın önüne geçebilmek için bu tür desteğe gerçekten ihtiyaç duyulduğu zaman, resmî sektörü kısıtlayabileceğine dair kuşku duymaktadır.

Özel sektör katılımının temel ilkeleri üzerinde bir anlaşmaya varılması şu aşamada güç görünse de, uygulamada, finansal krizlerin aşılmasında özel sektör katılımının sağlandığı örneklerin sayısı hızla artmaktadır. Yakın geçmişte, mevcut ödeme

güçlüğünün aşılmasında ya da gerçekleşme ihtimali yakın bir ödeme güçlüğünden uzak durulmasında bir araç olarak, Pakistan, Ukrayna ve Ekvador gibi ülkelerce uluslararası boyutta tahvil yeniden yapılandırmasından (*bond restructuring*) yararlanılmıştır. Buna ilaveten, Türkiye ve Arjantin'e yönelik IMF-destekli finansal yardımlar, özel sektör katılımının değişik biçimlerini içermektedir.

13. YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİNDE BANKACILIK SEKTÖRÜ

Yaşanan deneyimlerin geride bıraktığı en önemli ve faydalı derslerden bir diğeri, genel kabul gördüğü üzere, gerek gelişmiş ülkeler, gerekse gelişen veya yükselen piyasa ekonomileri açısından, sağlıklı ve istikrarlı bir bankacılık sektörü tesis edilmesinin, muhtemel finansal krizlerden uzak durabilmenin kritik bir önkoşulu olduğudur*.

Hemen hemen tüm finansal kriz durumlarında net olarak gözlemlendiği gibi, herhangi bir bankacılık krizi, refahın büyük ölçüde yeniden dağıtımını akla getirmekte ve hem gelir hem de refah seviyelerinde genel bir azalışa yol açmaktadır. Ortaya çıkan toplamsal maliyet (*aggregate cost*), üretim azalışına, ilave malî harcamalara ve kamu borçlarının artışına dayanarak kestirme yoldan hesaplanabilmektedir. İlave maliyetler, aynı zamanda, yüksek faiz marjlarından zarar gören banka ortakları, mudiler, müstakbel mudiler ve borçlanıcılar tarafından da üstlenilebilmektedir. Herhangi bir ülkedeki bankacılık krizi, o ülkenin ticarî ve finansal bağlantılarının bulunduğu diğer ülkelerde de, bankacılık sisteminin sıkıntılarını da içeren bir takım maliyetlere neden olabilmektedir. Hem üretim kaybının hem de malî zararın son derece büyük olduğu, buna karşılık iktisadî canlanmanın yıllar aldığı krizlerin toplamsal maliyetlerine ilişkin bazı büyüklükler Tablo 3'te verilmektedir.

* Bankacılık sektörünün yaşadığı sorunlar, para kriz[ler]inde sıkça rol oynamakta ve bazan da para krizinin başlamasına neden olmaktadır. **Aralık 2000**'de yaşanan **Türk Bankacılık Krizi**, bunun yakın zamanlardaki en güzel örneğini oluşturmaktadır. Bankacılık sisteminin önemli bölümünü oluşturmamakla birlikte, sayıları yine de fazlaca olan *kötü* bankaların içinde yer aldığı bir bankacılık ortamında, line kredilerin geri çekilmesi, bir bankacılık krizini tetiklemiştir. Bu arada, Merkez Bankası, yabancı para satarak, sadece likiditeyi geri çekmek amacıyla kredi pompalamış ve bu suretle bankalardan kaçış eğiliminin etkilerini azaltmaya çalışmıştır. Sonraki günler içinde, rezerv azalışı, IMF destekli ve döviz kuruna dayalı bir istikrar programı sürdürülmesinin ilk işaretlerini vermiştir.

TABLO 3: MALİYETLİ KRİZ ÇÖZÜMLERİNE İLİŞKİN BAZI BÜYÜKLÜKLER

	Bankacılık krizlerinin sayısı (1994-2003)	Ortalama kriz süresi (yıl)	Bankacılık çözümünün fiskal maliyetleri (GSYİH'nın %'si)	Ortalama kümülatif üretim kayıpları* (GSYİH'nın %'si)
TÜM ÜLKELER	30	3.7	18	16.9
<i>Yükselen Piyasa Ekonomileri</i>	23	3.3	20	13.9
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>	7	4.6	12	23.8
Sadece Bankacılık Krizleri	11	3.3	5	5.6
Bankacılık ve Para Krizleri	19	4.1	25	29.9

KAYNAK: (A.G. CARSTENS at all.)

* Kriz sonrası üç yılda trend büyümesinden sapma.

Kriz yaşayan bankacılık sistemine doğrudan destek sağlanması, borcun sürdürülebilirliğini de güçleştirmek suretiyle, borç dinamiğine zarar verebilmektedir. Geçen on yıl içinde bankacılık krizinden etkilenmiş altı Latin Amerika ülkesinin (Arjantin, Kolombiya, Dominik Cumhuriyeti, Ekvador, Meksika ve Uruguay) yaşadığı deneyim, ortaya çıkan etkinin ne denli anî ve büyük olduğunu göstermektedir. Bu ülkelerin yaşadığı [ayrı ayrı] krizlerin bir yılı içinde, kamu borçlarının GSYİH'ya oranı, ortalama yüzde 40 artmıştır. Bankacılık krizlerinden kurtulmanın başlangıç fiskal maliyeti ise, söz konusu artışın yaklaşık yüzde 20'sini oluşturmaktadır. Böylece, çok kısa bir dönem içinde, bir bankacılık krizi, çok uzun yıllar uygulanan basiretli makroiktisadî -özellikle de malî- yönetim sayesinde elde edilen kazanımların önemli bir bölümünü alıp götürebilmektedir.

Elbette ki, ortaya çıkacak uzun-vadeli maliyetler de analizden dışlanmamaktadır. Başarılı bankacılık uygulamalarına müdahale eden kurumsal özelliklerin, aynı zamanda birbiriyle ve bir ülkeye zarar veren şoklarla da etkileşim halinde olması, bazı ülkelerin niçin tekrarlanan krizlere yakalandığı sorusuna cevap verebilir nitelikte görülmektedir. Bu dinamiğin tezahürleri, *düşük tasarruf oranları, son derece sınırlı uzun-vadeli finansal ilişkiler, dış finansmana bağımlılık, yüksek faiz oranı spreadleri, dolarizasyon ve ağır kamu sektörü borç yükü* şeklinde olmaktadır. İşin kökeninde finansal sistemdeki güven eksikliği yatmaktadır ki, bu da büyük boyutlara varan negatif reel faiz oranları ve reel devalüasyonlar tarihi, yetersiz muhasebe ve kreditor hakları, malî işlem vergileri gibi tasarruftan alıkoyan uygulamalar ve başarısız çözümlerin takip ettiği bankacılık krizleri ile geniş ölçüde açıklanabilmektedir.

Bu “kısa-vadecilik” (*short-termism*) ve zayıf finansal aracılık koşulları altında, mevduatın sahipleri tarafından banka hesaplarından geri çekilmesi, firmaların işletme sermayesi sıkıntısı çektiği, yatırımların kısıtlandığı bir dönemde, daha *kötü* koşullarda kredi sözleşmeleri düzenleneceği anlamına gelmektedir.

Yaşanan tecrübelerin açıkça ortaya koyduğu gibi, bankacılık krizleri, nedenleri ve sonuçları birbirinden farklı olsa da, benzer seyirler takip etmektedir: ***Krizler, kötü bankacılık uygulamalarından veya zayıf makroiktisadî politikaların etkilerinden kaynaklanmakta; çoğu kez de, her ikisinin kombinasyonu, bu krizlere zemin hazırlamaktadır.***

Her bir bankacılık krizi, kendine has bir takım özellikleri bünyesinde barındırmakla birlikte, politika yapıcıların, malî yük olmaktan ziyade iktisadî büyümeye katkı sağlayabilecek bir finansal sistemin gelişimi için, alabilecekleri bazı tedbirler söz konusu olabilmektedir. Olağan politika reçetesi, ***istikrarlı makroiktisat politikaları izlenmesi, düzenleme ve denetleme mekanizmalarının geliştirilmesi ve kreditor haklarının ve ilgili kurumsal anlaşmaların iyileştirilmesi*** gibi tedbirleri içermektedir.

Konunun taşımakta olduğu önem, yükselen piyasa ekonomilerindeki bankacılık sektörüne ilişkin bazı değerlendirmelerin özetlenmesini faydalı hale getirmektedir.

Bankacılık, diğer iktisadî faaliyetler gibi, yeni bilgi teknolojisindeki (*information technology*) uygulamaların ve gelişmelerin sürüklediği hızlı bir yapısal değişim sürecinin içinde bulunmaktadır. Zira, bu teknolojinin özünü, finansal aracılığın da can damarı olan *bilgi işleme (information processing)* oluşturmakta; bilgi teknolojisinin kullanımı ve gelişimi de ilerlemesini hızla sürdürmektedir.

Yükselen piyasa ekonomilerindeki bankacılık sektöründe son zamanlarda ortaya çıkan değişimlerin altında yatan faktörler üç alt grupta değerlendirilmektedir: ***Yurtiçi deregülasyon ve finansal sektörün dışa açılımı, ortak davranışlarda değişiklikler ve bankacılık krizleri.***

13.1. Deregölasyon (*finansal serbestleşme*) ve Dış Rekabete Açılma

Yükselen ekonomilerde bankacılık, geleneksel olarak, aşırı derecede korunan bir sektör olup bu sayede, son derece elverişli koşullarda kaynak (mevduat) temin edebilen, kredi açabilen, yurtiçinden ve yurtdışından sektöre yapılacak yeni girişlere kapsamlı bir sınırlama getirebilen konumuyla akıllarda yer etmiştir. Uzun yıllar boyunca da, bu yapıyı değiştirebilecek bir baskıya maruz kalmamıştır. Ne var ki, küresel boyutta cereyan eden piyasa ve teknoloji gelişmeleri, makroiktisadî baskılar ve 1990'larda yaşanan bankacılık krizleri, bankacılık sektörünü ve bu sektörle ilgili düzenlemeleri yapan kesimi, eski çalışma yöntemlerini değiştirmek ve bankacılık sektörünü ulusal düzeyde serbestleştirerek finansal kurumları dış rekabete açmak konularında zorlamıştır. Bu zorlamanın bir sonucu olarak, finansal ürünler, bankalar ve bankacılık-dışı finansal kurumlar ve finansal kurumların coğrafî yerleşim yerleri arasındaki sınırlar ortadan kalkmaya başlamıştır. Söz konusu değişimler, yükselen piyasalardaki bankalar üzerinde rekabetçi baskıyı önemli ölçüde artırmış ve bankacılık sektörünün yapısında köklü değişikliklere yol açmıştır. Bu değişiklikler arasında, pek çok yeni kurumun tesis edilmesi, kamu bankalarının özelleştirilmesi, banka birleşmeleri ve yabancı banka sayısındaki artış, dikkat çekici olmuştur.

Yurtiçi düzeyde rekabetçiliği hızlandıran ana unsurlardan bir tanesi, mevduat oranları üzerindeki tavan sınırlamasının ve cari işlemlerle ilgili faiz ödemeleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması olmuştur. Serbestleştirmeye yönelik bu tedbirler, pek çok banka için ucuz fonlama kaynaklarını azaltmış ve kârlar üzerinde baskı kurmuştur. Yaratılan yoğun rekabet ortamı, bankalar açısından farklı faaliyetlerin **çapraz-sübvansiyonunu*** (*cross-subsidise*) zorlaştırmış; riski daha gerçekçi biçimde fiyatlandırmaları ve daha önceden "*bedava*" sunulan hizmetlerin belirgin olarak ücretlendirilmesi yönünde onları zorlamıştır. Söz konusu uygulama fazla popüler olmamış ve halkla ilişkiler konusunda bankalar açısından bazı problemler yaratmıştır.

Bankalar, aynı zamanda, büyük şirketlerin kredilendirilmesi faaliyetlerinde, bankacılık-dışı finans endüstrisinden gelen, *artan bir rekabetle* de karşı karşıya

* **Çapraz sübvansiyon;** "aynı kurum çatısı altında sunulan hizmetlerden birinin geliriyle diğerinin zararını karşılamak" anlamında kullanılmaktadır.

kalmıştır. Buna eşlik eden deregülasyon, bankaların bazı aktiflerini seküritize etmesini, daha ücret-temelli (*fee-based*) gelir yaratmasını ve verimliliği artırmaya çabalamasını teşvik eden *sermaye yeterliliği (capital adequacy)* üzerinde daha büyük bir baskı kurmuştur. Bazı yükselen piyasa ekonomilerinde, yüksek seviyelerde olması istenen sermaye rasyoları, bu tür standartları karşılamak için sermaye artırımında bulunmada sıkıntı yaşayabilecek zayıf performanslı bankalar açısından, şirket birleşmelerini (veya yabancı bankalara satışları) teşvik eden önemli bir faktör konumundadır.

Uluslararası düzeyde, yabancı bankaların sektöre girişi üzerindeki kısıtlamaların hafifletilmesi ve küresel kurumların yükselen piyasalarda yeni kâr imkânları araması, yurtiçi bankacılık sistemlerinde yabancılara ait finansal kurumların sayıca çoğalmasına yol açmıştır. Bunun sonucunda, pek çok yükselen ekonomi, günümüzde, verimli bir bankacılık faaliyeti sürdürülmesinde ihtiyaç duyulan sermaye, teknoloji ve know-how sağlayacak yabancı banka arayışını, artan bir biçimde sürdürmektedir. Fakat, çok sayıda uluslararası banka, hem müşteri sadakatinden istifade etmek hem de yerel milliyetçi duygularla çatışmaktan uzak durmak için, yerel araçlar ve isimler üzerinden yatırım yapmayı tercih etmektedir. Bu tarz yaklaşımın bir diğer nedeni, uluslararası bankaların, büyük finans merkezlerinde kendi “marka adı” (*brand-name*) faaliyetlerine odaklanmalarına ve buldukları mekânların sayısını azaltmalarına imkân sağlamasıdır.

13.2. Teknoloji

Geleneksel bakış açısı, yeni bilgi teknolojisinin, teknolojik olarak sanayileşmiş ülkelerin bir hayli gerisinde kalan yükselen piyasalardaki bankacılık sektörünün gelişimi üzerinde, muhtemelen, fazla bir etkide bulunmayacağını kabul etmektedir.

Bu konvansiyonel yaklaşım, pek çok noktadan eleştiriye maruz kalabilmektedir. Yeni bilgi teknolojisiyle ilgili temel sorunun, onun, bankacılık işlemlerinin özünü teşkil eden *bilginin işlenmesi üzerindeki etkisi* olduğu kabul edilmektedir. Öte yandan, en büyük yenilik veya icadın ise, *türevler (derivatives)* gibi riskin en fazla istekli taraflara yeniden dağıtımına ve bu riskin üstlenilmesine imkân sağlayan, böylelikle reel

varlıklara daha fazla yatırım yapılmasını teşvik etmek suretiyle de genel anlamda finansal piyasaların ve bankacılık sektörünün gelişimini destekleyen, *finansal enstrümanların gelişimi* olabileceği öne sürülmektedir. Bu tür enstrümanların kullanımı yalnızca sanayileşmiş ülkelere mahsus değildir. Nitekim, her geçen gün artan bir oranda sofistike bilgi teknolojileri uygulamaları gerçekleştiren yükselen piyasa ekonomilerindeki bankalar, yeni finansal enstrümanları günlük işlemlerinde sıkça kullanmaktadır. Böylece, yükselen piyasa ekonomilerinin bankacılık sistemleri ve finansal piyasaları, halihazırdaki gelişmemişlik konumlarından, risk yönetiminin bir hayli gelişmiş bir aşamasına ve diğer ticarî bankacılık fonksiyonlarına çok daha hızlı bir şekilde geçebilecekleri bir pozisyonda bulunmaktadır. Bilgi işleme teknolojisinin hazır olarak elde edilemediği, risk dağıtımına ve riskten kaçınmaya imkân veren vadeli sözleşme piyasalarının (*futures markets*) ve diğer yurtiçi finansal kurumların gelişmesinin çok daha fazla zaman aldığı ve maliyetinin yüksek olduğu geçmiş yıllarda, finansal gelişme aşamalarının bu tür sıçrama potansiyeline sahip olduğunu iddia etmek, pek mümkün gözükmemektedir.

Benzer şekilde, otomatik para çekme makineleri (*ATM*), banka kartları (*debit cards*),* telefon, internet ve elektronik bankacılık gibi alternatif teslimat kanalları kullanılarak sunulan ticarî bankacılık fonksiyonlarının hızlı gelişim potansiyeli de fazla hafife alınmamalıdır. Son zamanlarda epeyce yaygınlaşan ATM'ler dışta tutulursa, bu tür kanalların hâlâ düşük seviyelerde kullanımına rağmen, yükselen piyasalardaki bankaların azımsanamayacak bir çoğunluğu, kendi sektörleri açısından, bu tür kanalları aramak zorunluluğunu yakından hissetmektedir. Perakende piyasanın önemli bir bölümü için mücadele veren bankalar, temel bir pazarlama aracı olarak, bu tür hizmetleri sunmak mecburiyetinde olduklarına inanmaktadır.

Gelişmiş ekonomilerde olduğu gibi, yeni teknoloji, yükselen piyasalardaki bankacılık sektörünün performansını ve yapısını, esas itibarıyla, maliyetler ve optimal ölçeğin belirlenmesi üzerinde yaptığı etkiler vasıtası ile değiştirmektedir. Şube-temelli

* *Banka kartları*, A.B.D. gibi ülkelerde, çek hesabı açtırılan banka tarafından verilmektedir. Bu kartlarla otomatik veznelerde (ATM) 24 saat işlem yapabilmekte, alışverişlerde aynen kredi kartı gibi kullanılabilir. Kredi kartından farkı, harcamanın anında ilgilinin çek hesabından tahsil edilmesi ve hesapta bulunan miktar dışında harcama yapılamamasıdır. Sadece otomatik veznelerde kullanılabilen ATM kartlarından farkı ise, bu kartların sağ alt köşesinde VISA veya MasterCard amblemi olmasıdır.

(*branch-based*) işlemler, alternatif hizmet teslim kanallarına göre çok daha pahalıya mal olmaktadır. Bu maliyet avantajı, mevduat çekmek ya da internet aracılığıyla bankacılık hizmetleri sunmak için ihtiyaç duyulan yatırımlar, prensip olarak, geleneksel şube ağı tesis edilmesinin maliyetlerinden daha düşük olduğundan, küçük kurumların *yararınaymış* gibi gözükmektedir. Aynı zamanda, elverişli bir banka ofisi ve risk değerlendirme sistemleri geliştirmek için gereken yatırımlar, daha büyük kurumlar açısından gözle görülür bir maliyet avantajı yaratacak ölçüde, son derece yüksektir. Dahası, şube ağlarının (şubelerin genellikle küçüleceği tahmin edilmekle birlikte) alternatif teslim kanallarının gelişimi nedeniyle daralması beklenmemektedir.

13.3. Kurumsal Davranış Değişiklikleri

Bilgi teknolojisinin yayılması, bankacılık sektörünü hem doğrudan hem de dolaylı yollardan etkilemiştir. Doğrudan etkileme, risk yönetiminde ve finansal ürünlerin pazarlanmasında bilgi teknolojisi uygulamaları yoluyla olurken, dolaylı etkileme, özellikle yeni sermaye yatırımlarının finansmanı alanında, kurumsal davranış ve finansal piyasaların gelişimi üzerindeki tesiri vasıtasıyla gerçekleşmiştir. Bu etki, teknoloji firmaları örneğinde çok daha net biçimde hissedilmiştir. Zira, bu firmalar, kendi projelerinin finansmanında az çok sermaye piyasalarına yönelmeye zorlanmakta; bunun da temel nedeni olarak, bankaların, yeni teknoloji gelişimiyle ilgili yüksek belirsizlik konusunda henüz yeterince hazır olmadıkları gösterilmektedir. Ne var ki, finansal aracılık faaliyetlerinin hacminin küçülmesi (*disintermediation*) “*yeni ekonomi*” (*new economy*) firmalarıyla sınırlı olmayıp aynı zamanda, daha geleneksel “*eski ekonomi*” firmalarında da hissedilmeye başlamıştır. Hem yurtiçi hem de uluslararası piyasalarda göze çarpan tahviller, geçen birkaç yıl içinde, hemen tüm yükselen piyasa ekonomilerinde güç kazanmış; bugün gelinen noktada ise, söz konusu ülkelerdeki bazı yurtiçi bankalardan borçlanılmasından daha cazip görülmeye başlamıştır. Nitekim, çok sayıda büyük firma, bankalardan borç almak yerine menkul kıymet ihraç etmek suretiyle çok daha ucuz bir şekilde fon temin edebilmektedir. Aslında, büyük firmaların çoğunun, sahip oldukları kredi derecelendirmeleri dikkate alındığında, bankalardan borç temin etmek yerine, sermaye piyasalarından çok daha düşük maliyetle fon temin edebildikleri net olarak görülmektedir.

Bankacılık sektörü dışında kalan fon kaynaklarının tüm şirketlere eşit derecede açık olmadığı, özellikle KOBİ'lerin bu kurumlardan fon temininde büyük sıkıntı çektiği bilinmektedir. Buna ilave olarak, henüz pek çok ülkede, bankacılık-dışı fonlama için derinliği olan ve likiditesi yüksek piyasaların yeterince geliştiğini söylemek güçtür. Örneğin, sadece A.B.D. yüksek getirili şirket tahvilleri için büyük bir pazara sahiptir. Bununla beraber, bankalar, müşteri portföylerini muhafaza edebilmek için artan bir baskıyla karşı karşıyadır ve kredi değerliği çok yüksek şirketler alternatif fon kaynaklarına yöneldiği ve yüksek-riskli banka müşterilerinin oranı arttığı ölçüde, özellikle yükselen piyasa ekonomilerindeki bankalar, daha iyi fiyatlandırmaya ve kredi risklerinin provizyonuna yönelik teknikler geliştirmeye zorlanmaktadır.

Kredi riskinin yönetimi ve çeşitliliğindeki ölçek ekonomileri nedeniyle, bankalar, yabancı bankaların da aralarında bulunduğu diğer kurumlarla birleşmeye teşvik edilmekte; bunun sonucunda, bankacılık sektöründe konsolidasyona yol açılmakta ve yabancı banka varlığında artış yaşanmaktadır.

Bu gelişmelerin bir diğer etkisi, banka-merkezli finansal sistemde faaliyet gösteren ticarî bankaların, kurumsal müşterileriyle olan geleneksel ve yakın ilişkilerini daha fazla sürdürmemesidir. Alternatif fonlama kaynaklarından ve diğer yurtiçi ve yabancı bankalardan gelen baskı nedeniyle, bankaların başlıca ticarî amacı olarak *hissedar değeri (shareholder value)* üzerinde artan bir önemle durulmaktadır. Bu nedenle, Almanya, Japonya gibi sanayileşmiş ülkelerde ve banka-temelli finansal sistemlere sahip pek çok yükselen piyasada bankalar, finansal-olmayan hissedarlarını, kendi geleneksel kurumsal müşterileriyle *fazla yakın olmayan ilişkiler tesis etmek suretiyle* hızla terk etmekte ve böylece işlem maliyetlerini azaltmakta; en yüksek getiri oranını elde edebilecekleri ana faaliyetler üzerine konsantre olmaktadır. Yeni bilgi teknolojisi uygulamaları, risk yönetimi ve risk çeşitlendirmesiyle söz konusu maliyet faydalarına erişim, çoğu kez, özelleştirme, şirket birleşmeleri ve yabancı bankaların sisteme girmesi için teşvik sağlamaktadır.

13.4. Bankacılık Krizleri

Gelişmişlik düzeyi ne olursa olsun, 1990'lı yıllar boyunca, dünya ekonomisi pek çok bankacılık krizine sahne olmayı sürdürmüştür. Bu krizlerin büyük bir bölümü de, bankacılık sistemlerinin yeniden düzenlenmesinden çok kısa bir süre sonra patlak vermiştir. Bazı bireysel bankaların çökmesine yol açan karmaşık türev ürünlere atfedilen tüm dikkat ve özene rağmen, tüm sisteme etki eden (*systemic*) bankacılık krizleri, hâlâ, elverişsiz kredilendirme sonucunda ortaya çıkmaktadır. Yükselen piyasa ekonomilerinde yaşanan bankacılık krizleri boyunca ödenemez hale gelen kredilerin oranı, sanayileşmiş ülkelerdekinden, genellikle çok daha büyük olmuştur. Bu tespit, özellikle, Asya'daki nispeten büyük, banka-merkezli finansal sistemlerdeki daha yüksek iktisadî maliyetleri de ima etmektedir. Tablo 4'te yıllar itibariyle çeşitli ülkelerde yaşanan bankacılık krizleri ve yaratmış oldukları bazı sonuçlara ait bilgiler yer almaktadır.

TABLO 4: BANKACILIK KRİZLERİ

ÜLKE	YILLAR	Toplam kredilerin %'si olarak, işlemeyen kredilerin maximum tutarı	Yeniden-yapılandırmanın maliyeti: GSYİH'nın %'si olarak
Şili	1978-83	19	41
A.B.D.	1984-91	4	5-7
Norveç	1988-92	9	4
Finlandiya	1991-93	9	8-10
İsveç	1991-93	11	4-5
Meksika	1995-97	13	14
Arjantin	1995	...	2
Brezilya	1995-	15	5-10
Tayland	1997-	47	24
Güney Kore	1997-	25	17
Endonezya	1997-	55	58
Malezya	1997-	25	10
Filipinler	1998-	12	7

KAYNAK: www.bis.org/publ/bispap04a.pdf

Yükselen piyasa ekonomilerindeki bankacılık krizlerinin en önemli sonuçlarından bir tanesi, banka sahipliğinin yapısında meydana gelen değişim olarak gösterilmektedir. Bankaların iflâsına dair endişe veya korku ve kredi sözleşmelerinin kısır döngüsü, pek çok hükümeti, ya *sıkıntıda bulunan bankalara el konulması ve bunların daha sonra tekrar özel sektöre devri* ya da *banka birleşmelerinin teşviki veya yabancı mülkiyetine geçmesi* şeklindeki müdahale yollarını kullanmaya mecbur etmektedir.

14. YÜKSELEN BİR PİYASA OLARAK TÜRKİYE EKONOMİSİ VE FİNANSAL KRİZLER

Dünya ekonomisinin son otuz yıllık gelişme tarihi içinde tanık olunan finansal krizlerin kabul ettirdiği bir gerçek, söz konusu krizlerin “bankacılık krizleri” veya “para-döviz krizleri” olmak üzere başlıca iki türden birine bürünmüş olmalarıdır. Ayrıca, bu iki krizin birlikte baş göstermesi, muazzam boyutlara ulaşan maliyetlere neden olabilmektedir. Nitekim, 1970’lerin ve 1980’lerin Latin Amerika krizleri, 1990’ların başlarında ortaya çıkan İskandinav bankacılık krizi, 1995 Meksika krizi ve 1997-1998 yıllarının Asya ve Rusya krizlerinin tümü, adeta, bu maliyetlerin hangi boyutlara varabileceğini ispatlar niteliktedir.

Gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye de, dünya ekonomisinde yaşanan bu ve benzeri krizlere* zaman zaman yakalanmış, faturasını henüz tam olarak ödeyip de düzlüğe çıkamadığı ağır maliyetlere maruz kalmıştır. Uzmanlar, bir krizden çıkıp ekonominin yeniden rayına oturmasının üç ila altı yıllık bir zamana ihtiyaç gösterdiğini kabul etmekte; bu sürenin gelişmiş ekonomilerde bir parça daha kısa sürdüğünü öne sürmektedir. Zira, bu ülkelerin uğradıkları üretim kaybı daha az olmakta ve gelişmekte olan ülkelere oranla daha hızlı bir şekilde toparlanabilmektedirler. IMF, küresel krizlerin parasal maliyetinin 1998’de 1 trilyon \$ ve 1999’da da 1,5 trilyon \$ civarında olduğunu hesaplamıştır.

1978, 1994, 2000 ve 2001 yılları, Türk iktisat tarihine “**Kriz Yılları**” olarak damgasını vurmuştur.

Pek çok yükselen piyasa krizinde olduğu gibi, Kasım 2000’de yaşanan güven kaybını ve yurtiçi varlık piyasasından kaçıışı bir tek hadiseyle tarif etmekte zorlukla karşılaşılmaktadır. Ne var ki, Türkiye’de yaşanan krizin, döviz-kuruna-dayalı istikrar programı uygulayan yükselen piyasa ekonomilerinin yaşadığı krizlerle pek çok ortak özelliği bulunmaktadır.

* Kriz kategorisinin ele alınış biçiminin irdelenmesine yönelik ilgi çekici tespit ve değerlendirmeler için Bkz. **TEZEL (1998)**.

Türk ekonomisinin sahne olduğu finansal krizin yükselen piyasalarda yaşanan çok sayıdaki krizden daha derin etkiler ortaya koymasının, sadece istikrar programının biçimlendirilmesine bağlı olmadığı, krize müdahale noktasındaki yanlış yönetimin de bu gelişmede eşit derecede rol oynadığı öne sürülmektedir.

Açık sermaye hesaplarına sahip diğer pek çok yükselen piyasa gibi, Türk finans piyasaları, faiz oranları ve döviz kurları, son on yıl boyunca, uluslararası sermaye akışında yaşanan *genişleme-daralma dönüleriyle* uyumlu olarak büyük dalgalanmalar yaşamıştır. Artan finansal istikrarsızlık, iktisadî faaliyetlerdeki iniş ve çıkışlarla neredeyse bütünüyle gözler önüne serilmiştir.

Yükselen piyasa ekonomilerinde, son dönemdeki finansal krizler öncesinde dikkat çeken önemli bir gelişme, özel yabancı fon girişindeki hızlı artıştır ve bunun çoğunluğu *borçlanma* şeklinde tezahür etmektedir. Nitekim, 2000 yılında Türkiye'ye yönelik olarak gerçekleşen hızlı dış kaynak akışının hemen tümü borçlanma biçiminde olmuştur.

Türkiye, 2000 yılı Kasım ayında dövize yönelen yoğun spekülâtif saldırıyı a) çok yüksek faiz ile, b) önemli boyutlarda döviz rezervi kaybı ile ve en önemlisi c) 7,5 milyar \$ büyüklüğündeki bir ek IMF kredisi ile geri püskürtebilmiş ve döviz kuru çizelgesini yüksek bir maliyete katlanarak savunabilmiştir. Ne var ki, daha sonra meydana gelebilecek benzer bir saldırıya karşı savunma gücünü de önemli ölçüde zafiyete uğratmıştır.

Kasım krizinin bertaraf edildiğine dair olumlu havanın hissedilmeye başladığı bir sırada, 19 Şubat 2001'de, bir iç siyasî çatışma, ikinci bir spekülâtif saldırının kıvılcımı olmuş ve bu kez *para-döviz krizi* başlamıştır. Dövize yapılan hücumu dayanma gücü kalmayınca, TCMB, 21 Şubat gecesi kurun dalgalanmaya bırakıldığını ilan etmiştir.

Yaşanan finansal krizlerin hemen tamamında görüldüğü gibi, Türkiye'nin en büyük iktisadî sıkıntısı, esas itibarıyla, finans piyasalarında sağlıklı bir gelişmenin önüne geçen "**kamu kesimi finansman açığı ve bunun birikimli etkileri**" olmuştur: Banka kriziyle etkileşen bir para krizi, değer yitirerek bankaları zayıflatan bir para birimi ve sonuçta paranın değerini daha da zayıflatan bir kredi çöküntüsü.

Öte yandan, devletle iş dünyası ilişkilerinde ortaya çıkan yozlaşma; siyasetçi kadroları ile işadamları arasında, hukuk ve genel ahlâk dışı samimi ilişkilerin varlığı; krizi tetikleyen iç siyasal çatışmalar ve ekonomi politikasında krizi mümkün kılacak çok sayıda çatlak... Kısacası, **Krugman**'ın tabiriyle, *ahbap-çavuş kapitalizmi*. Gelecek yıllarda benzer krizlere maruz kalmamak açısından, hukuk, ahlâk, siyaset ve ekonomi arasındaki karşılıklı etkileşimler sorunsalı ile ilgili bir ders çıkartılması, hayatî önem arz etmektedir.

15. GENEL DEĞERLENDİRME

*“Finansal kriz[ler] tarihinin bize öğretmiş olduğu herhangi bir şey varsa, o da, paranın zaman satın alabileceği, fakat yalnızca **sağlam ve doğru politikanın** istikrar getirebileceğidir.” **

Özellikle 1995-2001 yılları arasında kalan dönemde, yükselen piyasa ekonomileri (YPE), tahrip etkisi yüksek son derece şiddetli finansal krizlere maruz kalmış; küresel iktisadî düzenin kaçınılmaz bir sonucu olarak, gelişmiş veya sanayileşmiş ülkeler de söz konusu krizlerin neden olduğu olumsuzluklarla mücadele etmiştir.

Kısa bir süre öncesine kadar iktisadî gelişmişlik ve refah düzeyi farkını gidermeye çalışan toplumların en başarılı örneği olarak gösterilen [özellikle Asya’daki] yükselen piyasa ekonomilerinde, finans piyasaları çöktü. Ulusal paralar dolar karşısında büyük oranlarda değer kaybetti. Bankalara borçlu sanayi ve ticaret şirketleri ve bunların alacaklısı olan bankaların bir bölümü iflâsın eşiğine gelirken, diğer bir bölümü iflâs etti. Hükümetler, malî çöküntüden çıkabilmek için, IMF ve Dünya Bankası ile ciddi istikrar önlemleri getiren anlaşmalar yapmak zorunda kaldı.

Yakın zamanlı bu krizlerin, geçmiş yıllarda dünya ekonomisinde boy gösteren krizlerle karşılaştırıldığında, hem daha sık yaşanır oldukları, hem de meydana getirdikleri hasar bakımından daha yıkıcı özellikler taşıdıkları görülmüştür. Bu da, ilgili çevrelerde, *söz konusu krizleri doğuran faktörlerin daha öncekilere göre farklı özellikler taşıyıp taşımadığı veya iktisadî ortam ve koşullarda köklü değişimler yaşanıp yaşanmadığı* sorusunun sorulmasına ve bu soruya cevap arayıcı nitelikte çalışmaların yapılmasına zemin hazırlamıştır.

Esas itibariyle 1980’li yıllarda ve 1990’ların başlarında dünya genelinde fazlaca rağbet gören finansal liberalizasyon, YPE’nin anî sermaye kaçışlarına ve krizlere

* CHECKI and STERN (2000).

karşı aşırı derece hassas ve savunmasız durumda kalmasının temel gerekçesini oluşturmuştur.

Bir ülke parasına yönelik olarak gerçekleştirilen spekülatif bir atak, *devalüasyonla* veya *paranın keskin biçimde değer yitirmesiyle* ya da merkez bankasını büyük miktarlara varan rezerv satmak veya faiz oranlarını önemli ölçüde yükseltmek suretiyle *ülke parasının kıymetini korumaya zorlamasıyla* sonuçlanıyorsa, bir **döviz (foreign exchange)** veya **para (currency) krizi** meydana gelmiş olmaktadır. Kimi analistler, “**eski-tarz**” (**old-style**) ya da “**ağır-çekim**” (**slow motion**) **para krizleri** ile “**yeni-tarz**” (**new-style**) **kriz** arasında bir ayırmda bulunmaktadır. Cari işlemleri zayıflatacak türden bir aşırı harcama ve reel değer artışının ardından gelen *önceki zirve (former climax)*, yaygın sermaye kontrolleri ve bir devalüasyonla sonuçlanmaktadır. Daha sonraki aşamada, yatırımcılar, ekonominin ağırlıklı bir bölümünün (kamu ya da özel) bilançolarının kredi değerliliğine ilişkin kuşkuya kapılmaktadırlar ki, bu, daha liberal hale gelmiş, sermaye ve finans piyasalarıyla entegre olmuş bir çevrede, çok hızlı bir şekilde döviz kuru üzerinde baskı yaratmaktadır.

Gerçek veya potansiyel banka kaçışları (*bank runs*) ya da iflâslar, bankaları yükümlülüklerinin dahilî konvertibilitesini geçici olarak durdurmaya sevkettiğinde veya hükümeti bu kaçışı önlemek için bankalara geniş ölçekli bir finansal destek programı sunmak suretiyle müdahaleye zorladığında, bir **bankacılık krizi** söz konusu olmaktadır. Bankacılık krizleri, para krizlerinden daha uzun süreli devam etme eğilimindedir ve iktisadî faaliyetler üzerinde daha şiddetli etkiler yaratabilmektedir. Bankacılık krizleri, sermaye kontrolleri ve finansal kontroller nedeniyle, 1950’lerde ve 1960’larda nispeten nadir yaşanmış; fakat, 1970’lerden itibaren para krizleriyle birlikte artan bir biçimde yaygınlık kazanmıştır.

Bir borçlu yükümlülüğünü yerine getirmediğinde veya kreditorler borcun muhtemelen ödenmeyeceğine kanaat getirdiklerinde ve bu nedenle yeni kredi açmayarak mevcut kredileri tahsil etmeye çabaladıklarında, ortaya **borç krizi** çıkmaktadır. Borç krizlerine ya ticarî (özel) ya da bağımsız (kamu) borçlar eşlik edebilmektedir. Kamu sektörünün geri ödeme yükümlülüklerini yerine getirme işlemini durdurmasına neden olan *sezilen*

risk, muhtemelen, özel sermaye akışında keskin bir düşüşe ve bir para (döviz) krizine yol açacaktır.

Krizlerin nedenlerini tespitiye yönelik gerçekleştirilen ampirik çalışmalar, bir para krizinin ortaya çıkması ihtimalinin, özel sektör ve kamu borçlarında, bankaların dış yükümlülüklerinde, işsizlikte ve enflasyon düzeyinde meydana gelen artışlara paralel bir seyir izlediğine işaret etmektedir. Dahası, para ve bankacılık krizleri birbiriyle yüksek derecede bağlantılı olup **A.B.D.'nde geçerli olan faiz oranları, yükselen piyasalarda para krizlerinin ortaya çıkışını büyük ölçüde etkilemektedir**. Oysa, bankacılık sektörünün yaşadığı problemler, yüksek tutarlara ulaşan özel sektör borçlarına, yüksek oranlardaki kamu borçluluğuna ve düşük kredi/mevduat oranlarına gayet iyi bir şekilde yansımaktadır. Bir diğer bulguya göre ise, **para krizleri, yurtiçi finansal sektörlerin serbestleştirilmesinden yaklaşık iki yıl, sermaye akışının serbestleştirilmesinden ise yaklaşık 4,5 yıl sonra ortaya çıkmaktadır**. Söz konusu araştırma bulguları, sermaye akışının düzensiz hale gelmesinin, kendi içinde, yükselen piyasalarda yakın zamanlarda gözlenen krizlere sebep teşkil etmediği yönündedir.

Özel sektör borçluluğu, bankaların dış yükümlülüklerinin artması, yüksek düzeylere varan kamu borçluluğu, yükselen piyasalarda finansal krizlerin meydana çıkışı üzerinde çok derin ve büyük etkiye sahip faktörler olarak sıralanmaktadır. Aslında, krizden zarar görme ihtimali, yetkililerin veya yurtiçi finansal ajanların anî ve zamansız sermaye kaçışına izin veren yüklü miktarda finansal borç ihraç etmelerini müteakip artmaktadır. Bu artan borçluluk paterni, sermaye akışının ve yurtiçi finansal sektörlerin serbestleştirilmesinin ardından, yükselen piyasa ekonomilerinde sıkça gözlenen bir durumdur.

Gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrar, her şeyden önce, kendi yurtiçi finansal sektörlerinin gücüne, uygulamakta oldukları makroiktisat politikalarının sağlam temeller üzerine oturtulmasına, uluslararası sermaye akışının hareketlerine ve küresel finansal sistemin bir bütün halinde istikrarına sıkı sıkıya bağlıdır.

Yükselen piyasa ekonomileri, borçlanmanın bir bütün olarak maliyetini düşürmek amacıyla, yabancı para cinsinden borçlanmaya yaygın biçimde müracaat etmektedirler. ***Uluslararası finansal piyasalar eskisine göre daha küresel ve sofistike olurken, yükselen piyasa ekonomileri açısından, yerli para cinsinden borçlanmak veya kendilerini döviz kuru riskine karşı koruma altına almak, imkânsız değilse de, hâlâ çok güç gözükmektedir.*** Uluslararası finansal sistemde yaşanan entegrasyon, yükselen piyasaların siyasî otoritelerinin, kendi yurtiçi parasal ve finansal şartları üzerinde yeterli bir kontrol uygulama becerilerini azaltma eğilimi sergilemektedir. Sorun, kredibilite sıkıntısı yaşayan ve yüksek enflasyon geçmişi olan ülkeler açısından, aşikâr biçimde daha vahim bir hal almaktadır. Krizlerin daha sık oluşması ihtimali artarken ve önceden tahmin edilmeleri zorlaşırken, reel ekonomi üzerinde doğuracakları sonuçlar daha geniş kapsamlı olmaktadır. Dolayısıyla, kriz yönetimi de, veri finansal kırılganlık koşullarında daha sorunlu hale gelmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımlar, YPE'nin ihtiyaç duyduğu sermayenin temin edilmesinde, geçmişte olduğu gibi, günümüzde de son derece önemli role sahip iktisadî faaliyetler olarak görülmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımların en sık vurgulanan olumlu yanı, diğer sermaye [akışı] türlerine göre nispeten daha istikrarlı bir görünüm sergilemekte oluşudur. Örneğin, Asya krizinin neden olduğu olumsuzluklar içinde, kriz yaşayan ülkelere yönelik doğrudan yabancı sermaye girişi, portföy yatırımları ve banka kredileri önemli boyutlarda kısılmasına karşın, sadece çok az bir gerilemeyle, seviyesini büyük ölçüde koruyabilmiştir.

Doğrudan yabancı yatırımların sahip olduğu düşük oynaklık (*volatility*) özelliği, birçok ampirik çalışmayla da kanıtlanmış durumdadır. Oynaklık derecesi en yüksekten en düşüğe doğru bir sıralama yapıldığında, kabaca şu tespitlere ulaşılmaktadır:

- *Banka kredileri büyük bir oynaklık veya istikrarsızlık sergilerken, portföy yatırımları onu takip etmektedir.*
- *Resmî sermaye akışının oynaklığı bile daha düşük iken, en düşük oynaklık sergileyen özel sermaye akışı, doğrudan yabancı yatırımlarla ilgili olanlardır.*

- *Yükselen piyasa ekonomilerine dönük resmî sermaye akışı artan bir şekilde önemini yitirirken, doğrudan yabancı yatırımlar yükselen piyasa ekonomileri için en istikrarlı sermaye girişini temsil etmektedir.*

Netice itibariyle, **doğrudan yabancı yatırımlar, yatırımcıların aniden paralarını veri bir ülkenin dışına götürme kararı aldıkları takdirde bir ödemeler krizi yaratma gücünü elinde bulunduran, daha az istikrarlı olarak değerlendirilen diğer sermaye akışlarına göre, düşük oynaklık sergileyen güvenli bir finansman yöntemi olarak görülmektedir.** Bunun yanı sıra, doğrudan yabancı yatırım akışı yaklaşık olarak aynı büyüklükte ise, büyük boyutlardaki cari işlemler açığı bile, söz konusu ülke açısından sorun olmaktan çıkabilmektedir.

Ampirik çalışmaların ortaya koyduğu gibi, doğrudan yabancı yatırımların istikrar güçlendirici bir başka özelliği, yükselen piyasa ekonomilerinde bu tür yatırımların yaratmış olduğu gelirin önemli bir bölümünün, sonradan ev sahibi ülkede yeniden yatırıma dönüştürülmüş olmasıdır. Ayrıca, herhangi bir yükselen piyasa ekonomisindeki çok-uluslu bir şirketin bağlı şirketleri (*affiliates*), tipik olarak, bütünüyle yerli sermayeyle kurulmuş firmalara göre, uluslararası finans piyasalarına çok daha kolay erişebilmekte; böylece, artan bir şekilde finansal karışıklıklar yaşamaya başlayan ülke, ekonomideki baskının düzeyini bütünüyle azaltabilecek söz konusu piyasalara girme konusunda daha iyi bir şans elde etmiş olmaktadır.

Sık sık tekrarlanan krizlerin oluşturduğu “**krizler tarihi**”nden alınan derslerin ortaya koyduğu gibi, finansal krizlerin ülke ekonomilerine ve topluma yüklemiş olduğu maliyet veya yaratmış olduğu hasar bir hayli ağır olmakta ve bunların telâfisi, yıllar boyunca uygulanacak ve toplum nezdinde gerek kabul görmesi gerekse onaylanması kolay olmayan politikaların yürürlüğe konmasına ihtiyaç göstermektedir.

Öte yandan, yükselen piyasa ekonomilerinde finansal sistemlerin istikrarlı bir yapıya kavuşturulması ve geliştirilmesinin maliyetli bir uğraş olduğu da bilinmektedir. Maddî teminat, iflâs, muhasebe sistemi, düzenleyici ve denetimsel çerçeve, sermaye piyasaları ve emeklilik sistemleri gibi konuları ilgilendiren yasaların iyileştirilmesi, iktisat politikasında krizi mümkün kılacak çatlakların ortadan kaldırılması uzun bir zaman dilimine ihtiyaç göstermekte; gerek yasaların uygulanması, gerekse

düzenlemelere daha iyi bir işlerlik kazandırılması, sabırlı ve uzun süreli çabalar gerektirmektedir. Yönetim sorunları ve ahbab çavuş kapitalizmi (*crony capitalism*) reform sürecinin önünde duran büyük engellerdir. Rüşvet ve çalışanlara kredi kullandırılması (*insider lending*), hâlâ, pek çok finansal sektörü olumsuz yönde etkilemeye devam etmektedir.

Krizlerin sebebiyet verdiği maliyetler, esas itibariyle, *üç farklı yoldan* ortaya çıkmaktadır: **1) Krizle bağlantılı şekilde, kamu borçlarında yaşanan son derece büyük artışlar, 2) Üretimde meydana gelen bozulma ve kayıplar, ve 3) Gelir ve refahın, toplumsal bakımdan tartışmalı biçimde yeniden dağıtılması ihtimali.**

Bir para krizinde, hükümetin, bankaların ve çoğu kez de şirketlerin yerine getiremediği yükümlülükleri üstlenecek olmasından ötürü, kamu borçları önemli ölçüde artmaktadır. Kriz oluşmadan kısa bir süre önceki ve stabilizasyon evresindeki *yüksek faizlerin geçerli olduğu dönem ve kriz döneminde üretimde ve dolayısıyla vergi gelirlerinde ortaya çıkan azalma*, kamu finansmanındaki bozulmayı daha da ileri seviyeye taşımaktadır. Sonunda, borç seviyesindeki artışın bizzat kendisi, eğer devletin yüksek düzeydeki borç servis yükünü vergilendirme ve harcamaların kısılması yollarıyla karşılayamayacağı bir ortamda meydana geliyorsa, müstakbel krizlerin tohumlarını bünyesinde barındırmaktadır.

Diğer taraftan, her zaman için büyük boyutlara varan rezerv kayıpları da söz konusu olabilmekte; bunlar, daha ziyade, krize karşı savunma yapılan dönem içinde elden çıkarılmak mecburiyetinde kalınmaktadır. Rezervler özel sektör tarafından ele geçirildiği ölçüde, sadece bir transferden ibaret olmaktadır. Ne var ki, rezervler, çoğu kez, hükümetin, dünyanın kalan kısmıyla giriştiği bir iddianın ve muhtemel zararların karşılığı olmak durumundadır.

Ayrıca, yaşanan bir kriz ülkenin kredi derecelendirmesini olumsuz yönde etkilediği ölçüde, daha yüksek uluslararası sermaye maliyeti bakımından, devam eden bir zarar da söz konusu olmaktadır.

Meydana gelen bir para krizinin üzerinde dikkatle durulması gereken maliyetlerinden bir tanesi de, krizin, gelir ve refahı yeniden dağıtıcı yönde etkide bulunmasıdır.

Kutsal Roma İmparatorluğu'nun çöküş yıllarında, imparatorluğun varlığını devam ettirdiği uzun yıllara kıyasla, daha fazla para kazanıldığı söylenmektedir*. Benzer şekilde, yükselen piyasa ekonomilerinde cereyan eden krizler, varlıklarını hızla yabancı paraya çevirebilen veya hükümetin, [kendi] aktiflerini ellerinde bulundururken, borçlarını da üstlenmesini sağlayabilen kimseleri daha zengin yapmaktadır. Bu tür transferler, şartların gerektirdiği, alışılmış hareket yöntemleri olarak kabul edilmektedir. Ne var ki, burada dikkat çekici *düzenlilik*, reel ücretlerde, istihdam düzeyinde yaşanan dramatik düşüşler ve küçük borçluların iflâs etmesidir.

Tekrarlanan para krizleri dönemleri, iktisadî büyüme performansının zayıflamasına, geleceğe yönelik belirsizliklerin artmasına ve yaşam standardında yavaş bir yükselişe zemin hazırlamakta; iktisadî ve sosyal altyapının ağır tahribata uğramasına neden olmaktadır.

Krizin ekonomiler üzerine bindireceği ve toplumun üstlenmek zorunda kalacağı maliyetler bu denli ağır olabildiğine göre, yapılması gereken iş, elbirliğiyle bu tür krizlerin filizlenmesine imkân sağlayacak ortamın oluşmasına karşı koymak olmalıdır.

Nasıl ki, kişide varolabilecek *önlenebilir* hastalıkları erkenden belirleyebilmek için tüm sistemleri tarayarak hazırlanan koruyucu hekimlik hizmetinin maliyeti, hastalıkların alt edilmesinin ortaya çıkartacağı maliyetlerden daha düşük oluyorsa, benzer şekilde, ülke ekonomisinde finansal krize yakalanmayı önleyici mahiyette politikalar izlenmesi de, kriz ortaya çıktıktan sonra iktisadî ve toplumsal düzeni yeniden sağlamanın gerektirdiği maliyetlerden daha düşük olmaktadır.

Gelecek yıllarda gelişmekte olan ülkeleri kriz veya krizlerden uzak tutmak ve böylelikle dünya ekonomisinde de kalıcı bir istikrar ortamı yakalayabilmek için, **yükselen piyasa ekonomilerinde iktisadî karar alma mekanizmasını ve kurumları iyileştirmek kritik önem arz etmektedir**. Unutulmamalıdır ki, küresel boyutta birbiriyle içli-dışlı olmak zorunda olan gelişmiş veya gelişmekte olan tüm ekonomiler, her zaman için bir takım dönemsel dışsal şoklara maruz kalabilmektedir. Bu şokların, eğer şok yaşayan bir ülke sağlıklı ve güçlü makroiktisadî çevreye,

* Bkz. DORNBUSCH (2001).

sağlam ve aynı zamanda gerektiği şekilde düzenlenmiş kurumlara sahip ise, finansal krizlere dönüşmesi ihtimali zayıf gözükmektedir. Kriz öncesinde mevcut olan finansal piyasa zafiyetlerinin göze çarpan bir özellik taşımadığı yıllarda, bir yükselen piyasa ekonomisinin kriz yaşayabileceğine fazla ihtimal verilmiyordu. Bu zafiyetler, 1990'ların sonunda cereyan eden Asya orijinli finansal krizlerde merkezî bir rol üstlenmiş ve finansal sektör reformu, bu ülkelerin uygulamaya başladığı IMF programlarının temel unsurunu teşkil etmiştir. Bu konuda hafife alınamayacak düzeyde ilerleme sağlanmasına rağmen, katedilmesi gereken daha çok mesafenin olduğu, hemen her kesimce kabul edilmektedir. Özellikle, bankacılık sektörü reformu veya kurumsal yönetim gibi alanlarda, yeterli seviyede takip edilemese de, kimi zamanlar hükümetler düzeyinde girişimlerde bulunulmuştur. Finansal piyasalarda istikrar temin edildikten sonra, finansal sektör reformunun tamamlanması gibi gerçekleştirilmesi daha güç ve zaman alan bir iş, bazan hafife alınmakta veya yavaş ilerlemektedir. Ne var ki, finansal sektör zafiyeti devam ettiği sürece, gelecekte kriz yaşanmasına yönelik potansiyel de, o ölçüde tehdit oluşturmaya devam edecektir.

Yükselen piyasa ekonomilerindeki iktisadî krizler, kendilerini genellikle **finansal piyasa baskıları** biçiminde belli etmekle birlikte, **sorunun temelinde, yeterince sağlam ve etkili olmayan maliye politikaları yatmaktadır**. Sürdürülebilir olmaktan uzak bir malî yapı, finansal istikrar için ciddî tehdit oluşturmaktadır. Nitekim, malî problemler, 1990'ların ikinci yarısında Meksika ve Rusya'da; daha sonra da Arjantin'de yaşanan krizlerde en önemli faktör olmuştur. Piyasa katılımcılarının, kamu kesiminin yüksek miktarlarda borçlandığını ve devam eden fiskal açıkların devletin borç yükümlülüklerini yerine getirme istek veya kabiliyetini tehdit ettiğini gördükleri durumlarda, yoğun bir sermaye kaçıışı yaşanabilmektedir. Hükümetin malî pozisyonu sürdürülebilir olmaktan bütünüyle çıktığında, geçici likidite sağlamayı amaçlayan uluslararası finansal yardımlar da yeterli gelmeyecek, borçların yeniden yapılandırmasına yönelik bazı uygulamalar kaçınılmaz olacaktır. Nitekim, **güçlü bir malî pozisyon, yükselen piyasa krizlerinden korunmada, sağlıklı bir finansal sektör kadar önem taşımaktadır**.

Son yıllarda uluslararası iktisadî çevrede gerçekleştirilen kimi değişimler, yükselen piyasa ekonomilerinde finansal kriz yaşanması ihtimalinin azaltılmasında önemli bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Her ne kadar bir genelleme yapılamasa da,

yükselen piyasa ekonomilerinde makroiktisat politikaları belirlemenin, yakın geçmişte bir ölçüde de olsa gelişme kaydettiği ifade edilmektedir. Bu kapsamda, daha esnek döviz kuru rejimlerinin benimsenmesine yönelik bir eğilimin varlığından söz edilmektedir. Ayrıca, geçen on yıl içinde, yükselen piyasa ekonomilerindeki politika belirleyiciler, bu ekonomilerde söz konusu dönem boyunca enflasyon oranlarındaki genel düşüşün de ortaya koyduğu gibi, yüksek enflasyonun getirmiş olduğu ağır maliyetin farkına yeterince varmış *gibi* gözükmektedirler. Diğer taraftan, uluslararası sermaye piyasalarında faaliyet gösteren yatırımcıların davranışları, bu kişilerin veya kurumların, gelecek yıllarda finansal krizlerin gerçekleşmesi ihtimalini bir ölçüde de olsa azaltacak yöntemler geliştirdiklerini ortaya koymaktadır. Uluslararası sermaye akışının bileşimi, nispeten, daha çok doğrudan yabancı yatırımlara ve uzun-vadeli portföy yatırımlarına doğru kayarken, kısa-vadeli “*sıcak para*”^{*} yatırımlarına yönelik azalmaya başlamıştır. Bunun yanı sıra, uluslararası yatırımcılar, mevcut borç *spread*lerinin ülkeler arasındaki geniş dağılımının gösterdiği gibi, yükselen piyasa ekonomileri arasında daha net bir şekilde farklılaşmaktadır. Söz konusu durum, eğer bir ülke darboğaza girerse, ciddî ve tehlikeli yayılma riski potansiyelinin düşük olacağı anlamına gelmektedir. Zira, tüm yükselen piyasa ülkelere aynı biçimde davranılması eğilimi azaltılmış olacaktır. Bunun en yakın örneği olan, Arjantin ve Türkiye’de yaşanan mevcut problemlerden diğer yükselen piyasalara doğru minimum seviyede gerçekleşen finansal taşma-dağılma, bu tür bir trend ile uyumludur. Ayrıca, uluslararası yatırımcılar yükselen piyasalar arasında farklılaştığı ölçüde, ülkeler de, kendileri lehine ayırt edilebilmenin bir yolu olarak, iktisadî verilerinin elde edilebilirliğini ve kalitesini geliştirmeye teşvik edilmiş olmaktadır.

Zayıf kredi değerlendirmesi ve aşırı risk-üstlenicilik, çoğu kez, yükselen piyasa ekonomilerindeki finansal krizin kaynağı olarak görülmektedir. Dolayısıyla, finansal sistemin güçlendirilmesi için, düzenleyici mahiyette tedbirler alınmasının esas olduğu yönünde genel bir fikir birliğine varılmış durumdadır. Geçmişten elde edilen

* *Sıcak Para*’nın iktisat yazınında genel kabul gören kesin bir tanımı yapılmamış olmakla birlikte, “spekülatif”, “kısa dönemci”, “aşırı dalgalanma ve akışkanlık” gibi unsurlar içerdiği, neden olduğu iktisadî istikrarsızlıkların da özü itibarıyla bu öğelerden kaynaklandığı bilinmektedir. Söz konusu istikrarsızlıkların odak noktası, kısa dönemli yabancı sermaye bolluğunun yol açtığı döviz kurunda, ulusal paranın aşırı değerlenmesi olgusudur. Sıcak para akımları, ulusal piyasalardaki görece yüksek reel faize yönelirken kısa dönemli döviz birikimi sağlamakta, bu da ulusal paranın yabancı paralar karşısında aşırı değer kazanması sonucunu doğurmaktadır. Böylece, ithalat malları ucuzlarken ihracatçı sektörler gerilemekte, cari işlemler açığı da büyümektedir. Bu koşullar altında sağlanan iktisadî büyüme ise, dışa bağımlı ve yapay bir nitelik göstermekte ve reel faiz ile döviz kuru arasındaki hassas dengelerin bozulmasıyla anı bir çöküntüye uğrayabilmektedir (Bkz. YELDAN, 2002).

deneyimlerin ışığında söylenebilir ki, gelecek yıllarda, yükselen piyasaların finansal krizlerden korunmasının veya uzak tutulmasının garanti altına alınmasında ağırlık verilmesi gereken en önemli husus, **sağlam temeller üzerine oturtulmuş, güçlü iç politikalar tesis edilmesi** ve **her bir ülkede sağlıklı finansal kurumlar oluşturulması** gereğidir. Bu da, yükselen piyasa ekonomilerinin *çok iyi biçimde idare edilmeleri* ile mümkün olabilmektedir*. Zira, artık açıklıkla bilinmelidir ki, söz konusu krizlerin önlenmesinde veya etkilerinin ortadan kaldırılmasında, uluslararası finansal mimaride gerçekleştirilecek biçimlenmelerin tek başına etkide bulunması, her geçen gün biraz daha zorlaşmakta ve hattâ imkânsızlaşmaktadır.

* Geçen yirmi yılda öğrenilen çarpıcı gerçeklerden bir tanesinin de ortaya koyduğu gibi, lâıkiyle idare edilen yükselen piyasa ekonomilerinde iktisadî büyüme problemi yaşanabilmekte; yüksek faiz oranları piyasaları zorlayabilmekte ve para değeri yitirebilmektedir. Ne var ki, bu ülkelerde bir finansal kriz *yaşanmamaktadır*.

KAYNAKLAR

Akyüz, Yılmaz (2004) 'Managing Financial Instability and Shocks', Turkish Economic Association Discussion Paper 2004/11, May 2004. <http://www.tek.org.tr>

Akyüz, Yılmaz and Korkut Boratav (2002) 'The Making of the Turkish Financial Crisis', UNCTAD Discussion Paper, 158, Geneva, April.

Carstens, Agustín G. (1998) 'Emerging Economies and the Business Cycle' http://www.bos.frb.org/economic/conf/conf42/con42_21.pdf

Carstens, Agustín G., Daniel C. Hardy, and Ceyla Pazarbaşıoğlu (2004) 'Avoiding Banking Crises in Latin America', *Finance and Development*, September 2004, International Monetary Fund, Washington DC.

Checki, Terrence J. and Ernest Stern (2000) 'Financial Crises in the Emerging Markets: The Roles of the Public and Private Sectors', Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance, November 2000, Volume 6, Number 13.

Desai, Raj M., Anders Olofsgård, and Tarik M. Yousef (2002) 'Democracy, Inequality, and Inflation', Georgetown University, Edmund A. Walsh School of Foreign Service Working Paper, May 2002. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=313024

Deutsche Bundesbank (2003) 'The Role of FDI in Emerging Market Economies Compared to Other Forms of Financing: Past Developments and Implications For Financial Stability', Deutsche Bundesbank International Relations Department, J2/J2-2, Frankfurt, 24 February 2003.

Domaç, İlker and Eray M. Yücel (2003) 'What Triggers Inflation in Emerging Market Economies?', Central Bank of Turkey Discussion Paper, July 2003.

Dornbusch, Rudi (2001) 'A Primer on Emerging Market Crises', NBER Working Paper Series, Working Paper 8326, June 2001, JEL No. F3.

<http://www.nber.org/papers/w8326>

Eichengreen, Barry and Carlos Arteta (2000) 'Banking Crises in Emerging Markets: Presumptions and Evidence', Institute of Business and Economic Research Center for International and Development Economics Research (University of California, Berkeley), Year 2000, Paper C00'115.

Erçel, Gazi (1998) 'Global Crisis and Its Effects on Turkey', TABA AmCham Meeting İstanbul, November 13, 1998.

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evdes/konusma/ing/1998/global1.htm>

Farlow, Andrew (2003) 'Emerging Market Risks: An Assessment of the Balance of Emerging Market Risks and the Sources of Crises', University of Oxford, November 2003.

<http://www.economics.ox.ac.uk/members/andrew.farlow/EmMarketRisks.pdf>

Finance & Development (2002) 'Eye of the Storm', *Finance and Development*, December 2002, International Monetary Fund, Washington DC.

Glick, Reuven (2001) 'Financial Crises in Emerging Markets –Statistical Data Included', LookSmart's FindArticles- FRBSF Economic Letter, March 2001.

http://www.findarticles.com/p/articles/mi_m0HUS/is_2001_March_23/ai_72765141/print

Goldstein, Jeffrey A. (2000) 'Strengthening the Emerging Market Economies',

http://www.bos.frb.org/economic/conf/conf44/cf44_19.pdf

Hawkins, John and Dubravko Mihaljek (2001) 'The Banking Industry in the Emerging Market Economies: competition, consolidation and systemic stability – an overview', BIS Papers No.4, <http://www.bis.org/publ/bispsp04a.pdf>

Heakal, Reem (2004) 'What is an Emerging Market Economy'.

<http://www.investopedia.com>

Keleher, Robert (1998) 'Financial Crises in Emerging Markets: Incentives and The IMF', Joint Economic Committee United States Congress, August 1998.

<http://www.house.gov/jec/imf/incentiv.pdf>

Komulainen, Tuomas and Johanna Lukkarila (2003) 'What Drives Financial Crises in Emerging Markets?', Bank of Finland Institute for Economies in Transition, BOFIT, Discussion Papers, 2003, No.5.

Krugman, Paul (2001) *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü*, Çev. Neşenur Domaniç, Birinci Basım, Haziran 2001, Literatür Yayıncılık.

Krugman, Paul (2001) *Politika Taşeronları ve Önemsizleşen Refah*, Çev. Neşenur Domaniç, Birinci Basım, Kasım 2001, Literatür Yayıncılık.

Mathieson, Donald J., Anthony Richards, and Sunil Sharma (1998) 'Financial Crises in Emerging Markets', *Finance and Development*, December 1998, International Monetary Fund, Washington DC.

Meyer, Laurence H. (2001) 'Financial Stability in Emerging Markets: What Have We Accomplished and What Remains to Be Done?', Center for Strategic and International Studies, Washington, DC., December 18, 2001.

http://www.csis.org/schollchair/011218_meyer.pdf

Ministero dell'Economia e delle Finanze (2002) 'Emerging Markets Crises in the XXIst Century', Dipartimento del Tesoro Direzione Rapporti Finanziari Internazionali, 6.12.2002.

Mulder, Christian (2002) 'Assessing the Dangers', *Finance and Development*, December 2002, International Monetary Fund, Washington DC.

Tezel, Yahya S. (1998) 'Asya Krizi Dolayısıyla Dünya Ekonomisindeki Gelişmeler Hakkında Bazı Tespitler ve Yorumlar', *Ekonomik Denge*, Ankara Ticaret Odası, Ocak-Nisan 1998.

Udeshi, Smt. Kishori J. (2004) 'Role of Central Bankers in Emerging Economy like India', Reserve Bank of India. <http://www.rbi.org.in/sec5/52249.doc>

Uygur, Ercan (2001) 'Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri', Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni No.2001/1, 7 Nisan 2001.

Yeldan, Erinç (2002) 'Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler', Praksis-Üç Aylık Sosyal Bilimler Dergisi, Yaz 2000, (7).

WEB SİTELERİ

[http://diepeco.economia.unimib.it/Persone/Colombo/ecoemergenti/Economist\(2004\).htm](http://diepeco.economia.unimib.it/Persone/Colombo/ecoemergenti/Economist(2004).htm)

<http://mitpress.mit.edu/catalog/item/default.asp?tid=9015&ttype=2>

<http://www.emte.org/emarkets/brady.html>

<http://www.johnwiley.com.au/highered/eco2e/macro/stud-res/add-topics/add-topics-ch20.pdf>

<http://www.sustainability.com/developing-value/definition-emerging.asp>

<http://www.toplumsal hukuk.net/index.php>