

**MALİ İSTİKRARIN KAMUSAL NİTELİĞİ VE MALİ PİYASA  
BAŞARISIZLIKLARI**

**Doç. Dr. M. Mustafa Erdoğan\***

**ÖZ**

*Bir ekonomi ancak, istikrar ortamında yüksek etkinlikle çalışabilir. İstikrar, ekonomide kaynakların etkin dağılımına olanak sağlayarak sosyal refahın artmasında kritik bir rol oynar. Mali küreselleşme ve özellikle de kısa vadeli sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, bir taraftan krizlerin artan sıklıkta yaşanmasına, diğer taraftan da mali istikrarın bir ekonomi için öneminin daha iyi anlaşılmasına yol açmıştır. İstikrar, kamusal malların iki temel özelliği olan tüketimde dışlanamazlık ve rakip olmama özelliklerine sahiptir. Ancak tam da bu nedenle, istikrar için piyasada talep oluşmaz ve istikrarsızlığın ortaya çıkması kolaylaşır. İstikrarsızlığı, bedeli çok ağır sosyal ve ekonomik sonuçlara zemin hazırladığı için, bir “kamusal kötülük” olarak değerlendirmek gerekir. Ekonomide istikrar için kritik önem taşıyan mali piyasalarda, ciddi asimetric bilgi ve bununla bağlantılı olarak ters seçim, ah-lâki tehlike ve çoklu denge problemleri söz konusudur. Mali piyasalarda bilgi asimetrisinin olumsuz etkileri, diğer piyasalarda olduğundan daha ağırdır. Bu piyasada aktif varlıklar, gelecekte elde edilecek getiri karşılığında el değiştirirler ve bu süreçte diğer piyasa katılımcılarının nasıl davranacağı kritik önem taşır. İşte bu noktada, mali kriz oluşumunu tetikleyen ortak karar alma problemi ortaya çıkmaktadır. Günümüzde krizlerin temel iktisadi göstergeleri sağlam ülkelerde bile ortaya çıkabildiği noktasından hareketle bu çalışma, mali piyasa başarısızlıklarının bir krizin kendi kendini meşrulaştıran bir biçimde gelişmesindeki rolüne odaklanmaktadır.*

**Anahtar kelimeler:** Mali krizler, mali istikrar, mali piyasa başarısızlıkları, kamusal mallar

**PUBLIC GOOD QUALITY OF FINANCIAL STABILITY AND  
FINANCIAL MARKET FAILURES**

**ABSTRACT**

*An economy can only perform effectively, when there is a stable environment. Stability plays a critical role in raising social welfare, providing an environment for effective allocation of resources in an economy. Financial globalization, particularly liberalization of short-term capital flows, has given rise to both crises occurring more often and helping people to understand the importance of financial stability. Stability possesses two basic properties of public goods, non-rivalry and non-excludability in consumption. However, there would not be any demand in the markets for stability exactly for this reason and that makes instability easier to develop. Instability needs to be seen as a “public bad” since it causes heavy social and economic costs. Financial markets are critically important for economic stability, but they suffer serious asymmetric information problems that lead to problems of adverse selection, moral hazard and multiple equilibrium. The negative effects of asymmetric information problems are more intense in financial markets than other markets. Securities, equities and so on are exchanged in this market according to future return expectations and during this process behaviours of other market participants are critically important. Exactly in this point, a collective action problem that may trigger formation of a crisis appears. From the starting point that nowadays crises may strike even economies with strong fundamentals, this study focuses on the role of financial market failures in the process of a crisis development in a self-fulfilling manner.*

**Keyword:** Financial crises, financial stability, financial market failures, public goods

\* Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F., Maliye Bölümü e-mail: mustafaerdogdu@marmara.edu.tr



## 1. GİRİŞ

Geçmişte coğrafi mesafe güçlü bir yalıtkanlık etkisi yaratırken, durum bugün çok farklıdır. Bugün artık yatırımlar için coğrafi sınırların önemi büyük ölçüde kaybolmuş ve ekonomik faaliyetler artan ölçüde küresel bazda anlam ifade etmeye başlamıştır. Yabancı varlık ve yükümlülükler 1960'lar boyunca ulusal ticari bankaların bilançolarında ihmal edilebilir bir düzeyde iken, özellikle 1970'li yıllarda Bretton Woods sisteminin çökmesinin ardından giderek önem kazanmıştır. Mali küreselleşmenin (globalization) ve iletişim teknolojilerindeki gelişmelerin bir sonucu olarak bugün dünya döviz piyasası işlem hacmi, 1977 yılındaki düzeyinin en az 100 kat üzerindedir. Teorik olarak mali serbestleşmenin (liberalization) sermaye kullanım maliyetlerini aşağı çekerek kolaylaştırması, bunun da sermayenin etkin kullanımını sağlayarak hem ulusal hem de küresel düzeyde refahı artırması beklenir. Bununla birlikte Mishkin'in (2005, s.28) vurguladığı üzere, "...eğer bir ülke mali serbestleşme sürecini iyi yönetemez ve gerekenleri yapmazsa sonuç çok olumsuz da olabilir."

Mal ve hizmet ticaretinin küreselleşmesinin yararı konusunda iktisatçılar bugün büyük ölçüde görüş birliği içindedir. Ancak mali küreselleşme için aynı şeyi söylemek zordur. Örneğin Nobel iktisat ödüllü Joseph Stiglitz, 2002 yılında yayınlanan *Küreselleşme: Büyük hayal kırıklığı* isimli kitabında mali küreselleşmeye çok eleştirel bir şekilde yaklaşmakta ve gelişmekte olan ülkelerin (GOÜ'lerin) mali piyasalarının serbestleştirilmesinin "...birçok insan için yoksulluk, birçok ülke için de toplumsal ve politik kaos..." sonucunu doğurduğunu ifade etmektedir. Küreselleşmeyi savunan en önde gelen iktisatçılardan birisi olan Jagdish Bhagwati bile, 2004 yılında yayınlanan *Küreselleşmenin Savunusu* isimli kitabında, "...sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle ortaya çıkacağı iddia edilen muazzam yararlar, ikna edici değildir" demektedir. Diğer taraftan 2003 yılında yayınlanan *Küreselleşme Üzerine* isimli kitabında mali piyasalarla ilişkili olarak ünlü spekülör George Soros, "...şahit olunan volatilité ve istikrarsızlık sistemeldir ve küresel mali mimarinin yapısından kaynaklanmaktadır" yorumunu yapmaktadır.

Mali serbestiden beklenen yararların gerçekleşebilmesi, ancak tam rekabet şartlarının geçerli olduğu ve özellikle de *asimetrik bilgi* (asymmetric information) sorununun yaşanmadığı durumlarda söz konusudur.<sup>1</sup> Oysa bilindiği gibi GOÜ'lerde rekabet, gelişmiş ülkelerde (GÜ'lerde) olduğundan daha sınırlıdır. GOÜ'lerin çoğunun kurumsal yapılarının oturmadığı ve bankacılık sistemlerinin yeterince gelişmediği bilinmektedir. Doğal olarak bu ülkelerin mali piyasaları da oldukça sığdır. Ayrıca belirtmek gerekir ki, GOÜ'lere özel bu sorunlara ek olarak, gelişmiş olsun olmasın bütün ülkelerin mali piyasalarında önemli piyasa başarısızlıklarına yol açan asimetrik bilgi sorunu vardır. Dolayısıyla, Bank for International Settlements (2005) verilerine göre 2004 yılında günlük 1,88 trilyon ABD dolarına ulaşan ve yaklaşık %80'i bir hafta içinde geldiği ulusal piyasayı terk eden sermaye akımları, asimetrik bilginin de etkisiyle mali piyasalarda aşırı oynaklığa (volatility) yol açmakta ve büyük ölçekli spekülasyonların etkisini artırmaktadır.

Son yılların önemli derslerinden birisi, piyasaların "kendi kendilerini doğrulayan" (self-fulfilling) kehanetler biçiminde davranma eğilimi taşıması ve toplu spekülasyonların fiilen durdurulamamasıdır. İngiltere ve İtalya'nın 1992'de ERM'den (Exchange Rate Mechanism) çıkarılmaları, 1995'de Meksika pesosunun çarpıcı düşüşü ve yenin yükselişi, çeşitli Asya ülkesi paralarının ve Rus rublesinin 1997-98'deki çöküşü ve Arjantin pesosunun 2002 başlarındaki çöküşü bunu açıkça göstermektedir. "Her gün döviz işlemleri piyasasında dolaşan kısa vadeli mali akımların miktarının yanında merkez bankalarının

1 Lee ve Jayadev'in (2005) bugüne kadar yapılmış birçok çalışmanın sonuçlarına ilişkin yaptıkları bir değerlendirmeye göre, tipik bazı ön koşulların yerine getirilmesi durumunda bile mali serbestisinin ekonomik büyümeyi artırdığına ilişkin kanıt bulunmazken, gelir dağılımını olumsuz yönde etkilediğine ilişkin oldukça sağlam kanıtlar bulunmaktadır.

rezervleri küçük ve önemsiz kalmaktadır” (Sloman, 2004, s.498). Çok yüksek hacimlere ulaşmış olan sermaye akımlarının spekülasyon doğası, hükümetlerin manevra yapma olanağını ciddi bir şekilde sınırlandırmaktadır. Perraton vd. (2006, s.17) tarafından altı çizildiği gibi, “hükümetlerin karşı karşıya olduğu şey açık politika kuralları değil, piyasanın reaksiyonuna göre değişen bir belirsizliktir.” Sermaye akımları öngörülemez bir şekilde bir ülkeden diğerine ani bir şekilde yön değiştirmekte, bu da krizlere yol açabilmektedir. Nitekim giderek artan sayıdaki çalışma, 1990’lı ve 2000’li yıllarda ardı ardına yaşanan krizlerde mali serbesti sonucu kolaylaşmış olan spekülasyon saldırılarının ve ani sermaye hareketlerinin büyük rolü olduğunu ortaya koymaktadır.<sup>2</sup>

Peş peşe yaşanan mali çalkantıların birçoğu bazı ortak özellikler göstermekle birlikte, gayet farklı koşullarda ve hatta hiç beklenmedik dönemlerde patlak vererek o ana kadar geçer akçe olan parasal kriz teorilerini adeta alt üst etmiştir. Öyle ki, artık parasal kriz teorilerini değişik “nesil”lere ayırarak sınıflandırmak olağan bir hal almıştır (Ertürk, 2003, s.225). Latin Amerika’da 1980’li yıllarda yaşanan bir dizi krize dayanarak genelleştirilen birinci nesil kriz teorilerine göre, krizlerin temelinde makroekonomik kırılmalıklar yatmaktadır ve krizler öngörülebilir. Bu teoriler, özellikle döviz darlığı çeken bir ekonomide hızla artan devlet harcamalarının yol açtığı kamu kesimi açıklarına ve bu açıkların para basarak finanse edilmesine vurgu yapmakta ve bu arada para politikasındaki disiplinsizlik, aşırı değerlenmiş döviz kuru ve önemli ticaret ortaklarından bulaşan kriz gibi bir dizi faktörü de göz ardı etmemektedir (Wyplosz, 2006). Ancak birinci nesil teorilerin özellikle 1997-98 yıllarında Uzakdoğu Asya’da yaşanan krizlere yeterince ışık tutmadığı açıktır. Zira krizden etkilenen hiçbir Asya ülkesinde ciddi bir kamu kesimi bütçe açığı ve aşırı düzeyde devlet harcaması söz konusu değildir.<sup>3</sup> Dolayısıyla da bu teoriler, Asya’da ortaya çıkan krizleri öngörmede son derece başarısız olmuşlardır.

Asya krizi öncesinde şekillenmeye başlayan ikinci nesil modeller özellikle, mali olmayan koşulların beklenmedik şekilde kötüleşerek ekonomi yönetiminin başa çıkılamayacak duruma gelmesini vurgulamaktadır. Böyle bir durumda krizler, *kendi kendilerini doğrulayan* (kendi kendilerini meşrulaştıran) kehanetler tarzında gerçekleşmektedir. Bu modelde kırılmalıklığın belirlenmesindeki zorluk nedeniyle standart bir hata listesi yoktur. Geniş kamu borcu, düşük büyüme oranı ve yüksek işsizlik oranlarının Avrupa ve Arjantin krizlerinde önemli olduğu düşünülmektedir. Üçüncü nesil modeller Asya krizinin ardından geliştirilmiştir ve ikincilerin bir türü olarak da düşünülebilir. Üçüncü nesil modellerde de ikincilerde olduğu gibi, ekonomideki kırılmalıklıkların bir krize yol açıp açmayacağı hususu piyasaların risk algılamasına bağlıdır. Dolayısıyla ikinci ve üçüncü nesil krizlerin ortak paydası, bu krizlerin kendi kendilerini doğrulayıcı nitelikleridir. Üçüncü nesil modelleri ikincilerden ayıran fark, kırılmalıklığın mali kesimden kaynaklanıyor olmasıdır. Bu kırılmalıklıkların kökeninde ise, ister mali, isterse mali olmayan kesimde olsun, ister kamu kesiminde, isterse özel kesimde olsun, varlıklar ve yükümlükler arasındaki uyumsuzluklar yatmaktadır. Bu uyumsuzluklar, döviz kompozisyonuyla, vade yapısıyla, ya da varlık ve yükümlülük durumuyla bağlantılı olabilir (Wyplosz, 2006).

Bugüne değin Asya krizinin temel nedenine ilişkin, birbiriyle rekabet halinde olan iki farklı tezin iktisatçıları arasında yaygınlık kazandığı söylenebilir. Bunlardan “ahlaki tehlike” (moral hazard) olarak adlandırılan birinci teze göre Asya’da hükümetler her ne kadar kendi harcamalarında ölçüyü kaçırmamış olsalar da, özel sektöre verdikleri aşırı teşvik ve garantilerle şirket yöneticilerini pervasız bir yatırım furçasına özendirmişlerdir. Bu durum ekonominin uzun dönemde kaldıramayacağı bir toplam talep artışı-

2 Bu konuda bkz. Radelet ve Sachs (1998), Mishkin (1999, 2005), Wyplosz (1999, 2006), Rogoff (1999), Eatwell ve Taylor (2000), Krugman (2001), Yeldan (2001), Jomo (2001, 2004), Stiglitz (2002), Griffith-Jones, (2003), Yentürk (2003), Ertürk (2003), Taylor (2003), Boratav (2003), Eichengreen (2004), Lim (2004), Aktan ve Vural (2004), Goldstein (2005), Eichengreen ve Adalet (2005), Öniş (2006), Doğruel ve Doğruel (2006).

3 Bu konuda bkz. Sachs (1997), Ertürk (2003) ve Jomo (2004).



nın sonucu olarak mali varlık ve emlak fiyatlarında köpük oluşmasına yol açmıştır. Dolayısıyla krize neden olan esas öge, hükümetlerin piyasaların doğal seyrini bozan uygulamalarıdır. Yaygınlık kazanan ikinci teze göre ise Asya krizinin temel nedeni, uluslararası piyasalarda akıldışı davranan mali yatırımcıların bir sürü gibi birbirlerini taklit ederek durup dururken bir paniğin içine sürüklenmeleridir. Bu görüşe göre, kriz ne reel ekonomideki sorunlarla, ne de söz konusu ülkelerde uygulanan ekonomik politikaların iç çelişkileriyle ilişkilidir. Esas neden, tamamen serbestleştirilmiş mali piyasaların doğasından ileri gelen yapısal bir sorundur. Dünyanın değişik yerlerinde peş peşe yaşanan parasal krizlerin “bulaşıcı” bir içerik taşıdığına dair belirtilerin giderek artmasıyla birlikte, beklentilerin belirleyiciliğini vurgulayan “mali panik” tezi, “ahlaki tehlike” tezine göre son yıllarda gittikçe daha fazla ağırlık kazanmıştır. Öyle ki, serbest piyasa ekonomisinin genel olarak sahip olduğu varsayılan nimetlerin geçerliliğini sorgulamaksızın kabul eden birçok iktisatçı dahi artık, mali piyasaların kendine özgü koşullarından ötürü farklı olduğunu, bu tür piyasaların kendi hallerine bırakıldıklarında istenmeyen sonuçların doğabileceğini kabul etmeye başlamıştır (Ertürk, 2003, s.227-228).

Mali istikrar ile reel ekonomi arasında yakın ve karşılıklı olarak birbirini etkileyen bir ilişki bulunmaktadır. Mali kesim bir ülkedeki kaynak dağılımının beyni gibi işlev gördüğünden, buradaki istikrarsızlıklar süratle reel sektör üzerine yayılmaktadır. Mali istikrarsızlığın derinleşmesi durumunda ise, olumsuzluklar reel kesimi de etkisi altına almakta ve sonuçta ülke kendisini ekonomik bir krizin içinde bulmaktadır. Krizler yalnızca mali ve ekonomik olumsuz sonuçlar doğurmakla da kalmamaktadır. Aynı zamanda gelir ve servetin yeniden dağılımı dahil olmak üzere, yıllarca olumsuz etkileri olan sosyal maliyetlere yol açmaktadır. Bunun ötesinde mali küreselleşmenin bir sonucu olarak günümüzde krizler, yalnızca krizin gerçekleştiği ülkeyle sınırlı kalmayarak diğer ülkelere de bulaşmaktadır. Mali sistemlerde ortaya çıkan krizlerin ağır maliyetlerinin olması, mali istikrarı sağlamanın ve korumanın ne kadar önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Bu istikrarsızlıklara yol açan hususların tespit edilmesi, çözüm geliştirilebilmesi açısından kritik öneme sahiptir. Bu makale bu amaca hizmet etmek üzere mali piyasa başarısızlıklarını ele alacak ve bu başarısızlıklar ile son yıllarda ardı ardına yaşanmakta olan mali krizler arasında bir bağ olup olmadığını tespit etmeye çalışacaktır. Takip eden bölümde kamusal niteliğe sahip unsurların özellikleri ele alınacak, üçüncü bölümde mali istikrara kamusal nitelik kazandıran özellikler ortaya konacaktır. Dördüncü bölümde önce mali piyasaları diğer piyasalardan farklılaştıran unsurlar ele alındıktan sonra mali piyasa başarısızlıklarının neler olduğu, krizler ile ilişkileri çerçevesinde detaylı olarak açıklanacaktır. Beşinci bölümde mali piyasa başarısızlıklarını en aza indirebilecek ulusal ve uluslararası düzeyde uygulanabilecek politikaların neler olabileceği yönünde kısa bir değerlendirme yapılacak, ardından son bölümde çalışmada ulaşılan sonuçlar özetlenecektir.

## 2. KAMUSAL NİTELİĞE SAHİP UNSURLARIN TEMEL ÖZELLİKLERİ

Kamusal mallar,<sup>4</sup> özel mallardan iki temel noktada ayrılmaktadır. Bunlardan birincisi, bu tür malların tüketiminde rekabetin olmaması (non-rivalry), ikincisi ise, bu mallardan yararlanmada dışlamanın (exclusion) olmamasıdır (Stiglitz, 2000, s.128). Kamusal mal ve hizmetlerin üretimi bir kez gerçekleştikten sonra, ayrımsız olarak herkes bu mal ve hizmetlerden yararlanabilir. Örneğin deniz fenerinin ışıldağı yandıktan sonra, bir geminin daha fenerin hizmetinden yararlanması maliyeti artırmaz (Akalin, 2000, s.52). Bu özelliğe ek olarak, belirli bireyleri kamu malını tüketmekten veya kullanmaktan dışlamak çok maliyetli, ya da kimi zaman olanaksızdır. Yine deniz feneri örnek verilecek olursa, deniz fenerinin ışıldağı yandıktan sonra kimse o hizmetten dışlanamaz. Saf kamusal özellik gösteren ulusal savunma hiz-

4 Kamusal mal kavramı bu makalede, *saf kamusal mallar* (tam kamusal mallar) ve yarı kamusal malları (karma mallar) içine alan bir üst başlık olarak kullanılmaktadır.

metlerinde yurt içinde yaşayanların savunma dışı bırakılmaları olanaksızken, televizyon hizmetlerinden dışlamak teknolojik olarak mümkün olmakla birlikte, maliyetin yüksek olması nedeni ile nadiren uygulanmaktadır. Görüldüğü gibi kamusal mal ve hizmetler, özel mallar gibi bölünemezler ve pazarlanamazlar. Pazarlanamayan bir mala ya da hizmete ise, özel mallardakine benzer türden talep doğmaz. Talep doğmayınca fiyat da oluşmaz. Fiyatı belirlenemeyen bir mal ve hizmetten kâr elde edilemeyeceğinden, kâr amacıyla faaliyette bulunan özel firmaların kamusal mal ve hizmet üretmeleri mümkün olmaz (Stiglitz, 2000, s.150).

Kamusal mallarda tüketimden dışlamanın mümkün olmaması nedeniyle fiyat oluşturulamamakta ve bir bedel ödenmesi zorunluluğu olmadan herkes bu mal ve hizmetlerden yararlanabilmektedir. Literatürde “bedavacılık sorunu” (free rider) olarak tanımlanan bu durum nedeniyle kamusal malların en yüksek sosyal yararı sağlayacak düzeyde üretilmesi piyasa mekanizması aracılığıyla gerçekleştirilememektedir. Çünkü Musgrave’in (1958, s.9) işaret ettiği gibi, “bir kimsenin yaptığı ödemenin düzeyinden bağımsız bir şekilde yarar sağladığı bir durumda, piyasa mekanizması işlememektedir.” Bedavacılık sorununun bir sonucu olarak kamusal mallardan yararlandıkları halde bazıları finansmanına katılmamakta ve dolaşısıyla da eksik sunum ortaya çıkmaktadır. Kamusal malların varlığı, kamu kesiminin piyasaya müdahalesi için en geçerli nedenlerden birisini oluşturmaktadır. Kamu mallarının piyasa fiyat mekanizmasının çalışmasını engelleyen özellikleri nedeniyle devlet, bu mal ve hizmetlerin ya üretimini üstlenir ve kaynakları kendisi kullanır, ya da sübvansiyon, vergi ve düzenleme (regulation) mekanizmaları aracılığıyla üretimin optimum düzeyde gerçekleşmesi için müdahalede bulunur.

### 3. MALİ İSTİKRARA KAMUSAL NİTELİK KAZANDIRAN ÖZELLİKLER

İktisat politikalarının en genel amacı iktisadi refahı en çoklaştırmaktır. Kısa dönemde temel amaç ise iktisadi istikrarı sağlamaktır (Pınar, 2006, s.23). Klasik iktisatçılar iktisadi istikrardan yalnızca fiyat istikrarını anlamaktaydılar. Günümüzde ise, iktisadi istikrarla genelde iki şey kastedilmektedir. Bunlardan birincisi fiyat istikrarının gerçekleştirilmesi, ikincisi ise ekonominin tam çalışma düzeyinde devamlı olarak dengede bulunmasıdır (Türk, 2004, s.79; Ataç, 2006, s.37). Bir ekonomide denge, genel olarak toplam arz toplam talep eşitliği veya yatırım tasarruf eşitliği olarak ifade edilir. Bu büyüklüklerin birbirine eşit olmaması halinde ekonomide istikrarsızlık var demektir. Ekonomide istikrarsızlığın mevcut olması, fiyat istikrarının bozulması ve ekonominin tam istihdam denge düzeyinden sapsması anlamına gelmektedir (Aktan, 2005, s.28).

1929 yılında yaşanan büyük buhrandan piyasa mekanizmasının kendi kendine çıkamaması, devletin ekonomide istikrarı sağlayabileceği ve bunun da bir görev olduğu şeklindeki Keynezyen yaklaşımın prestij kazanmasını sağlayan en önemli neden olmuştur. Her ne kadar 1970’li yıllarda yaşanan stagflasyon<sup>5</sup> Keynezyen yaklaşımın önemli ölçüde gözden düşmesi sonucunu doğurmuşsa da, Krugman’ın (2001, s.110) vurguladığı gibi, bu devletin bir durgunluk ortaya çıkması durumunda işsizliği azaltacak talep genişletici politikalar uygulamasının doğal bir beklenti haline gelmesinden vazgeçilmesi anlamına gelmemiştir. Zira ekonomik istikrarsızlıklar yol açtıkları etkilerle yalnız iktisadi israf oluşturmakla kalmamakta, ayrıca çok çeşitli yollardan toplum yaşamında tahribatta bulunmaktadır. Bu nedenlerden ötürü, Uluatam’ın (2005, s.40) da işaret ettiği üzere son yıllarda devlet müdahalelerinin olabildiğince azaltılması yönündeki neo-liberal çabalara rağmen, devletin işsizlik ve enflasyonu önlemesi gerektiği şeklindeki anlayış güncelliğini korumaktadır. Hatta çağımızda iktisadi dalgalanmaların ülkeleri aşan etkileri dolaşısıyla ekonomik istikrarın, devletlerin bireysel sorumluluğunun ötesinde, devletlerarası bir sorumluluk olarak algılanmaya başladığı bile söylenebilir.

5 Stagflation ve inflation kelimelerinin birleştirilmesinden türetilmiş olan stagflasyon (stagflation), durgunluk içinde enflasyon olarak tanımlanabilir.



Enflasyon bugün, yaygın bir şekilde makroekonomik dengesizliklerin temel göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, 1990'lı yılların ikinci yarısının ortalarında Asya ülkelerinde ve 2000'li yıllarda Brezilya, Türkiye ve Arjantin'de enflasyon düşerken yaşanan krizler göz önüne alındığında, cari transferlerdeki artışın giderek, makroekonomik istikrarsızlıkları enflasyondan daha iyi yansıtan bir gösterge olmaya başladığı söylenebilir. Bugün ulusal iktisat politikalarının etkisini büyük ölçüde azaltan uluslararası sermaye hareketleri, iktisadi istikrarsızlığı artıran en önemli etkenlerden biri haline gelmiştir (Özer, 1999, s.165-166). Artık yüksek oynaklık gösteren ve hızla geri dönebilen sermaye akımları, GOÜ'lerde gerçekleşen para ve banka krizlerinin giderek temel belirleyicisi olarak görülmeye başlanmıştır (Griffith-Jones ve Gottschalk, 2004, s.2; Doğruel ve Doğruel, 2006, s.171-173).

Daha önce de ifade edildiği gibi, küresel düzeyde mali serbestinin artması ile son yıllarda artan sıklıkta yaşanmakta olan krizler arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Mali serbesti, bir taraftan yapısal sorunların olumsuz sonuçlar doğurmasını hızlandırmakta, diğer taraftan da çözümlenmesi zor sorunlarla yüzleşmenin ertelenmesini teşvik etmektedir.<sup>6</sup> İç tasarruf oranındaki, vergi gelirlerindeki düşüklük vb. problemlerin olumsuz sonuçları, cari transferler ve kısa vadeli dış borçlar gibi sermaye hareketleri ile ertelenebilir. Doğruel ve Doğruel'in (2006) işaret ettikleri gibi, kısa dönemli sermaye hareketleri uzunca bir süre bu açıkları finanse etmek için kullanılınca iki sonuçla karşılaşılır:

- Kamu yatırım ve tüketim harcamaları ile özel tüketim ve yatırım alanlarında reel olarak piyasa dengelerinin oluşmasını sağlayacak intibak mekanizmalarının devreye girmesi ertelenmiş olur.
- Bu süreç içinde birikmiş borç stoku, bu stokun faizlerinin finanse edilmesi ve cari açığın finansmanı için dış kaynak ihtiyacı hızla genişler. Bu durum, borcun geri ödenebilme riskini artırdığından dış kaynak kullanım maliyetleri yükselir. Böylece ekonomi, artan dış kaynak ihtiyacı - yükselen dış kaynak kullanım maliyeti sarmalı içine girer.

Mali istikrarın neden bir kamu politikası aracı olduğunu açıklamaya geçmeden önce, mali istikrarın tanımlanması anlamlıdır. Bunun için öncelikle birbirleriyle çok yakın bir ilişki içerisinde bulunmakla birlikte farklı olan, parasal istikrar ile mali istikrar arasındaki ayrıma değinmekte yarar vardır. Parasal istikrar denildiği zaman, bir ülkedeki genel fiyat istikrarı kastedilmektedir. Parasal istikrarı sağlamada özellikle merkez bankalarının önemli rolü olduğu ve bunun da bir kamu politikası olduğu genel olarak kabul görmektedir. Ancak henüz aynı genel kabulün mali istikrar için de var olduğunu söylemek zordur. Çünkü her şeyden önce mali istikrardan ne anlaşılması gerektiği konusunda belirgin bir uzlaşma yoktur. Bununla birlikte bu konuda ağırlık taşıyan görüşe göre, eğer bir ülkede mali sistem içinde yer alan önemli bazı kurumlar ile anahtar piyasalar istikrarlı ise, mali istikrarın varlığından söz edilebilir. Bir başka deyişle, dışardan hiçbir müdahale gerekmeksizin mali kurumların yükümlülüklerini yerine getirebildiği ve piyasada oluşan fiyatların önemli dalgalanmalar göstermeksizin ekonominin esaslarını yansıttığı bir durumda, mali istikrar sağlanmış demektir.<sup>7</sup> Bu anlamda mali sistem içerisinde yer alan küçük kuruluşların ara sıra başarısız olması veya yine ara sıra büyük kuruluşlarda önemli kayıpların oluşması, mali sistemin normal işleyişinin bir parçası olarak değerlendirilir (Özer, 1999, s.167-168).

6 Çünkü oy kaygısıyla hükümetler, bir an önce kapatılması sosyal açıdan tercih edilir olan kamu açıklarını bile, hoş olmayan etkileri geniş bir toplum kesimi tarafından hemen hissedilerek olumsuz bir algılama oluşabileceği için ertelemeyi tercih edebilirler. Burada bir *asil-vekil problemi* (principal-agent problem) söz konusudur ve politikacıların kişisel çıkarı, kamu çıkarının önüne geçmektedir.

7 Kregel (2002) mali istikrarı, "mali varlıkların değerinin istikrarlı olması" şeklinde tanımlamakta ve bu istikrarı sağlama görevinin merkez bankasına ait olduğunu ifade etmektedir

İktisadi istikrar, mali istikrarı da içine almakla birlikte, daha çok enflasyonla ilişkilendirilen bir üst kavramdır. Ancak, günümüzde mali istikrar giderek enflasyondan bile daha önemli bir istikrar unsuru haline gelmiştir. Ekonomiyi canlı bir varlık gibi düşünecek olursak mali sistem o canlının bedeni, piyasalar ise o bedenin yaşaması için gerekli olan kanı sağlayan mekanizmalardır. Nasıl bir canlının damarlarındaki kanın dolaşımı sırasında kan basıncında aşırı değişiklikler olması, kimi zaman hafif, kimi zaman da çok ciddi sağlık problemlerine yol açabiliyorsa (örn. tansiyon düşmesi nedeniyle bayılma, ya da çok yükselen tansiyon nedeniyle kalp krizi geçirme, felç olma gibi), benzer bir durum mali istikrarsızlık halinde ortaya çıkar. Mali istikrarı, bir anlamda soluduğumuz havaya benzetebiliriz. Nasıl soluduğumuz havanın ne kadar önemli olduğunu en iyi soluyacak hava olmadığında anlarsak, mali istikrarın ne kadar önemli olduğunu da en iyi, istikrarsızlıkla karşı karşıya kaldığımız zaman anlarız.

Günümüzde kamu finansman açığı yaşayan birçok ülke, yüksek reel faiz politikası izleyerek bu açıkları borçlanma ile karşılama eğilimindedir. Yüksek reel faizler, kısa vadeli yabancı fonların ülkeye girişini özendirir. Böylece, yüksek faiz oranlarının çekici etkisi ile ülkeye giren yabancı fonlar, ülkenin döviz ve bütçe açığını azaltarak ülkeye geçici bir rahatlık sağlamaktadır. Fakat kısa vadeli fonlar her an ülkeyi terk edebilme yeteneğine sahiptir. Ekonomide ve siyasette bazı olumsuz gelişmelerin ortaya çıkması ve geleceğe yönelik beklentilerin bozulması durumunda, yabancı fonlar ani bir şekilde ve kitleler halinde ülkeyi terk edebilir. Mali küreselleşmenin bugün geldiği aşamada kısa vadeli fonların bir ülkeyi terk etmeye başlamaları için ev sahibi ülkede olumsuz yönde bir gelişme olmasının şart olmadığını da belirtmek gerekir. Dünyanın herhangi bir yerinde aniden daha yüksek kazanç elde etme fırsatlarının ortaya çıkması veya yalnızca bu yönde bir algılama değişimi bile, günümüzde bir ülkeden önemli miktarda sermaye çıkışına yol açabilir.

Goldstein'in (2005, s.2) işaret ettiği gibi, "hangi nedenle olursa olsun yabancı fonların bir ülkeden ani ve yüklü miktarda çıkması ve o ülkede yeterli döviz rezervi olmaması durumunda, bir döviz krizi<sup>8</sup> ortaya çıkabilir. Döviz piyasasında başlayan paniğin mali piyasalara olan güveni sarsması ve yatırımcıların bankalardaki mevduatlarını geri çekmeye ve ellerindeki menkul değerleri satmaya başlamaları durumunda kriz, bankaları ve diğer sermaye piyasası kurumlarını da içine alarak bir bankacılık krizine dönüşebilir. Ülkenin borçlarını ödeyememesi durumunda ise, bir borç krizi kaçınılmazdır. Kimi zaman bu üç krizden yalnızca biri ortaya çıkarken, kimi zaman iki kriz bir arada (ikiz kriz) çıkabilir. Bazı ender durumlarda bu üç krizin bir arada ortaya çıkması da mümkündür. İstikrarsızlığı, çok olumsuz ekonomik ve sosyal sonuçlar doğuran bir krize veya krizlere yol açabildiği için bir "kamusal kötü" (public bad) olarak değerlendirmek gerekir.

Normal mali oynaklık, Griffith-Jones'un (2003) işaret ettiği gibi, yüksek risk primi veya yüksek getiri yoluyla fiyatlandırıldığından kamu müdahalesi gerektirmez. Bununla birlikte, krizlere yol açabilen aşırı oynaklık uygun bir şekilde fiyatlandırılmaz. Yabancı yatırımcılar bir GOÜ'de yaşanan problem nedeniyle bütün GOÜ'lerden hızla çıkmaya başladıklarında, bulaşıcılık (contagion) bir *kamusal kötüye* (public bad), bir *bölgesel kamusal kötüye* (regional public bad) ve nihayetinde de *küresel bir kamusal kötüye* (global public bad) dönüşebilir. Eğer aşırı oynaklık bir kamusal kötüyse, buna karşılık gelecek kamusal iyinin ne olduğu konusuna ilişkin literatürün geniş bir kısmı, özellikle kriz engelleme ve kriz yönetimi olmak üzere mali istikrara odaklanmaktadır. Ancak Griffith-Jones'un (2003, s.436) dikkat çektiği gibi, "...uluslararası mali etkinlik, piyasa istikrarı olmadan sağlanamazken, etkinliğin olmadığı durumda istikrar anlamsızdır." Dolayısıyla ancak ikisi birlikte sağlandığında sosyal fayda en çoklaştırılabilir. Bir kez sağlandıktan sonra uluslararası mali istikrar ve piyasa etkinliğinin tüketiminde rekabet ve dışlama

8 Goldstein'e (2005, s.2) göre tipik bir *döviz krizi*, nominal döviz kurları ve uluslararası rezervlerdeki değişimin ağırlıklı ortalaması şeklindeki döviz işlemleri piyasası endeksinde ortaya çıkan büyük sapmadır.



söz konusu değildir. Bu nedenle mali istikrar ve etkinlik kamusal mal özellikleri gösterirler. Griffith-Jones ve Gottschalk (2004, s.2) tarafından dile getirilen ve bugüne kadar üzerinde fazla durulmamış bir husus da, birçok GOÜ'nin çoğu zaman hem özel hem de kamusal fon akımlarına yeterince ulaşamamaları ve bu nedenle de potansiyellerinin altında büyümeleridir. Dolayısıyla eğer uluslararası mali sistem piyasa etkinliğini artıracak şekilde düzenlenebilirse, hem ulusal hem de küresel bir kamu hizmetinin sunulması söz konusu olabilir.

GÜ'ler de mali istikrar ve etkinlikten, örneğin GOÜ'lerde gerçekleştirdikleri yatırımlardan yüksek getiri elde etme yoluyla yarar sağlarlar. Bunun yanı sıra GOÜ'lerde istikrarlı büyüme, GÜ ihraç ürünlerine yeni pazarlar ve bu ülkelerin yatırımcılarına ve özellikle de çok uluslu şirketlere kârlı fırsatlar sunabilir. Daha da önemlisi, mali istikrar ve etkinlik, GOÜ'lerdeki fakir insanların refahının artmasını sağlayabilir. 1990'lı yıllarda yaşanan krizlerin ortaya koyduğu gibi, oluşumunda hiç yer almamalarına rağmen mali krizlerin yol açtığı maliyetlerden en çok krize giren ülkenin fakirleri etkilenmektedir. Çünkü ekonomideki daralma, işsizliğin artmasına ve büyüme oranının düşmesine yol açmaktadır. Bu gelişmeler kamu kesiminin gelirlerini azalmakta ve bu durumdan da en çok sosyal harcamalar, dolayısıyla da fakirler olumsuz yönde etkilenmektedir (Griffith-Jones, 2003, s.436).

Mali istikrar bütün yurttaşlara yayılan bir yarar sağlar ve kimsenin istikrarın sağladığı sosyal yararın dışında tutulması mümkün değildir. Mali istikrar, kamusal malların tüketimde dışlanamazlık ve rakip olma şeklindeki iki temel özelliğe de açık bir şekilde sahiptir. Fakat tam da bu nedenle piyasa aracılığıyla istikrara yönelik gerçek talep ortaya çıkmaz. Dolayısıyla istikrarın sağlanması, mali piyasalarda ortaya çıkabilen aşırı dalgalanmaların oluşmasını engelleyecek denetleyici ve düzenleyici uygulamaları gerektirir. Ancak piyasa mekanizması başarısızlıklarının kamu politikasını davet etmesi, Akalın'ın (2000, s.14) dikkat çektiği gibi, "...devletin müdahalesinin de kötü yönetilirse bir istikrarsızlık unsuru olabileceği ihtimalini ortadan kaldırmaz." Dolayısıyla, bu müdahalelerin kalitesini yükseltmek kritik önem taşır.

#### **4. MALİ PİYASALARIN DİĞER PİYASALARDAN FARKLILIKLARI VE MALİ PİYASA BAŞARISIZLIKLARI**

Mali piyasaların temel işlevi ekonomide kaynakların etkin bir şekilde dağılımına yardımcı olmaktır. Mali sistem ise, adeta bir ekonomide fabrikalara, evlere ve yollara harcanacak sermayeyi dağıtan bir koordinasyon mekanizması şeklinde çalışan bir beyindir. Eğer ekonomideki fonlar üretken yatırım fırsatları olan birey ve firmalara yönelmez ya da kötü şekilde kullanılırsa, ekonomide etkinsizliğe yol açar ve ekonomik büyüme performansında düşme olur. Nasıl ki beyin adaleden daha önemli ise, etkin bir mali sistem de bir ekonominin başarısı için çok çalışmaktan daha önemlidir (Mishkin, 2005, s.3). Her ne kadar mali piyasalar birçok açıdan diğer piyasalara benzerlerse de, diğer piyasalardan çok önemli farklılıklar gösteren bazı özelliklere sahiptirler. Bunlar aşağıda ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

##### **4.1 Mali Piyasaları Diğer Piyasalardan Farklaştıran Unsurlar**

Mal piyasalarında reel bir mal, tespit edilmiş bir bedel üzerinden el değiştirir. Mal piyasalarından farklı olarak mali piyasalarda bir mali varlık, gelecekte elde edilecek bir getiri karşılığında el değiştirir. Bu işlem, iki çok önemli riske sahiptir. Bunlardan birincisi, verilen kredinin ve faizin çeşitli nedenlerle geri ödenmemesi söz konusu olabilir. İkincisi ise, verilen kredi geri döndüğünde alım gücü farklılaşmıştır. Çünkü mali varlıkların değerleri, yeni bilgiler ve geleceğe yönelik beklentilere bağlı olarak sürekli değişir. Bilginin mükemmel olmaması nedeniyle borç veren, borç alanın borcunu ödemesini garanti al-



tına alacak bütün adımları atamadığı gibi, bir kredi sözleşmesini de borç alanın projesini başarıyla sonuçlamasını sağlayacak şekilde formüle edemez. Dolayısıyla mali piyasalarda işlemler, bir açık artırmadaki gibi en yüksek faizi verene talep edilen paranın teslim edilmesi şeklinde gerçekleşmez. Mali piyasaların etkin işleyebilmesi için, borç verenin borcun kullanılacağı proje hakkında yeterli bilgiye sahip olması ve borç alanın aldığı fonu, projesinin başarılı olması yönünde kullanacağından emin olması gerekir. Bu iki koşul gerçekleşmediği takdirde borç veren, gelecekte elde etmeyi umduğu faiz getirisini ve daha da önemli olarak verdiği anaparayı kaybetme riskiyle karşı karşıya kalır.

Bir kredi işlemindeki kârlılık, söz konusu kredinin zamanında ve faizi ile birlikte ödenmesine bağlıdır. Bu konuda ortaya çıkabilecek aksaklıkların doğurabileceği sorunlar, mali kesimde reel kesimde olduğundan daha vahim sonuçlara yol açabilir. Çünkü mali kesimde reel kesimden farklı olarak, paranın kendisi bir meta olarak işlem görmektedir. Dolayısıyla, zamanında geri dönmeyen bir kredi yalnızca söz konusu işte bir aksama anlamına gelmez. Bu aynı zamanda, yeni verilmesi planlanan bir kredi işleminin gerçekleşmesinin de aksayabilmesi anlamına gelir. Kaldı ki, mali piyasalar güven üzerine kurulur. Eğer bir aksama oluşacak olursa mali bir kurumun güvenilirliği konusunda şüpheler ortaya çıkabilir. Daha sonra ayrıntılı olarak açıklanacağı gibi, sırf bu şüpheler nedeniyle varlıkları borçlarından daha fazla olan bir mali kurum bile iflasa sürüklenebilir. Bütün bu nedenlerden ötürü mali kurumlar, kredi verirken seçici ve ihtiyatlı olmak durumundadırlar. Mali kurum ile müşterisi arasındaki ilişkinin etkin sonuç verebilmesi, mali kurumun ve müşterisinin birbirleri hakkındaki bilgilerinin gerçekleri yansıtır olmasına bağlıdır. Ancak aşağıda ayrıntılı olarak ele alınacağı gibi, mali piyasalarda ciddi bir *asimetrik bilgi* (asymmetric information) problemi vardır. Asimetrik bilgi ise, mali piyasalarda *ters seçim* (adverse selection) ve *ahlâki tehlike* (moral hazard) problemlerine yol açmaktadır. Ayrıca mali piyasalar iki temel koordinasyon problemiyle karşı karşıyadırlar. Bunlardan birincisi, varlık fiyatlarındaki *çoklu dengeden* (multiple equilibrium) kaynaklanır. Menkul kıymet ve varlık fiyatları, piyasa beklentilerine göre oluşmaktadır. Piyasa beklentileri ise, yeni bilgiler doğrultusunda varlık değerlerine yönelik algılamalardaki değişim sonucunda oluşur. Bu dairesellik, birçok kendi kendini meşrulaştıran duruma, dolayısıyla da istikrarsızlık ve etkinsizliğe yol açar. İkinci koordinasyon problemi, borçluların mali sıkıntı içindeyken bireysel çıkarlarının ağır basmasının *ortak hareket etme problemine* (collective action problem) yol açmasıdır. Ortak hareket etme durumu ortaya çıktığında piyasa dengededir, ancak etkin değildir (Sachs, 1995, s.3).

Mali piyasaları diğer piyasalardan ayıran bir başka özellik, mali piyasaların sürü psikolojisine ve volatiliteye diğer piyasalara kıyasla daha fazla konu olmalarıdır. Mali piyasalarda işlem yapanlar ekonomide uygulanan belli politikalar veya belli varlıkların gerçek değerlerini esas alarak değil, ortalama düşüncelere göre hareket ederler. Bu ortalama düşünce ve güven duyguları bir söylenti ortamında aniden değişerek, bir sürü psikolojisi oluşturabilir. Böyle bir durumda ekonomi, kolaylıkla bir dengeden diğer bir dengeye geçebilir. Dengenin bu şekilde gerçekleşmesi, krizlerin de kendi kendini meşrulaştırabileceği anlamına gelmektedir. Örneğin, ekonominin temel değişkenlerine bakıldığında doğru olmayan bir söylenti, ekonomiye yönelik bir spekülasyon saldırganı başlatabilir ve bu da bir krize yol açabilir.<sup>9</sup> Böylece ekonomi politikaları, kendi kendini meşrulaştıran spekülasyon saldırganı sonucunda sürdürülemez hale gelebilir (Özer, 1999, s.147).

9 Spekülasyonların bir krizle sonuçlanmasına ilişkin en önemli örnek, İngiltere'nin 1992 yılında yaşadığı ERM krizidir. Bu krizi spekülasyonör George Soros'un manipülasyonlarının tetiklediği, bugün kendisi tarafından da kabul edilmektedir.



#### 4. 1. 1 Mali Piyasalarda Bilginin Önemi

Mali piyasaların en temel işlevi, tasarruf sahipleri ve yatırımcılara ilişkin bilgileri elde ederek ekonomideki kaynakların etkin bir şekilde dağılımına yardımcı olmaktır. İktisat kuramı, kendi çıkarını en çoklaştıran rasyonel insan varsayımı üzerine inşa edilmiştir. Ancak bir insanın çıkarını en çoklaştırmabilmesinin ilk şartı, neyin çıkarını en çoklaştıracığını biliyor olmasıdır. Bir insanın neyin çıkarını en çoklaştıracığını bilebilmesi, çıkarını etkileyebilecek tüm konulara ilişkin gerekli bilgilere ulaşabilmesinin yanı sıra, bu bilgileri değerlendirebilecek durumda olmasına bağlıdır. Bu ise, pratikte ancak belli ölçülerde gerçekleşebilir. Ekonomik ajanlar piyasalarda çoğu zaman eksik ve asimetrik bilgiyle hareket ederler. Böyle bir durumun piyasa başarısızlığına yol açacağı ise açıktır. İletişim teknolojilerindeki gelişmelerin bir sonucu olarak bugün mali piyasalarda işlem maliyetleri, reel sektörde olduğundan çok daha düşüktür. Mali piyasalar mobil üretim faktörleriyle işlem gördüklerinden, yeni bir bilgiden yararlanma hızları da reel kesime kıyasla çok daha yüksektir. Reel kesimin piyasaya sürdüğü ürünlerin fiyatları oldukça yavaş değişir. Ancak, yeni bilgiler doğrultusunda gelecekte ortaya çıkabilecek değer değişimlerini hemen bugün fiyatlara yansıtma çabasında olan mali piyasalarda, fiyatlar süratle değişebilir. Bu özellikler, mali kesimde yeni bir bilginin reel kesimde olduğundan daha önemli bir girdi olduğu ve yeni bir bilgiden elde edilebilecek kazancın da daha yüksek olabileceği anlamına gelmektedir.

Bilgi, ortak tüketim ve dışlanamazlık özellikleri nedeniyle kamusal bir niteliğe sahiptir. Kamusal bir niteliğe sahip olması, bilginin özel kullanıma tahsis edilmesinin zor, bedavacılığın ise yaygın olması anlamına gelir. Bütün bunların bir sonucu olarak rekabetçi piyasalarda bilgi yeterli düzeyde arz edilemez. Ayrıca bilgi elde etmek amacıyla yapılan harcamalar sabit maliyet olarak değerlendirilir. Bütün bu özelliklerden dolayı, bilgi yoğunluklu piyasaların, eksik rekabet koşullarında çalışma eğilimi vardır (Özer, 1999, s.150). Mali piyasalarda iki tür temel bilgiye gereksinim duyulur. Bunlardan birincisi, kredi talebinde bulunanların alacakları krediyi geri ödeme konusunda güvenilir olup olmadıklarına ilişkindir. İkinci tür bilgi ise, kredi talebinde bulunan yatırım projesinin risklerinin neler olduğu ve proje sahiplerinin bu projeyi başarıya ulaştırabilecek bilgi ve beceriye sahip olup olmadıklarına ilişkindir.

Herhangi bir piyasada katılımcılar arasında bilgi farkı varsa, o piyasada tam rekabet gerçekleşmez. Mali piyasalar, asimetrik bilginin en yoğun olduğu piyasalardır. Bu nedenle de birçok ülkede çok sayıda banka olmasına rağmen rekabet oldukça sınırlıdır. Mevduat sahiplerinin tasarruflarını arzuladıkları bankaya yatırma konusunda bir sorun yoktur. Ancak bir kredi müşterisi için durum farklıdır. Bir kredi müşterisinin istediği koşullarda kredi verecek başka bir banka bulabilmesi hiç kolay olmadığı gibi, müşterisi olduğu bir bankadan bir diğerine geçebilmesi bile, bir sürü zorluğu peşi sıra getirir. Çünkü uzun süre bir banka ile çalışan müşteri, o banka tarafından her yönüyle tanınabilir ve bu da o banka için risklerin daha iyi tahmin edilebilmesi anlamına gelir. Böyle bir durumda söz konusu banka, müşterisine oldukça uygun koşullarda kredi sağlayabilir. Oysa aynı müşteri, bir başka banka tarafından yeterince tanınmadığı için riskli bir müşteri olarak değerlendirilir ve kredi verilse bile koşulları daha ağır olur (Özer, 1999, s.161).

Piyasa katılımcılarının bilgi sahibi olmalarının yanı sıra, bu bilgiyi doğru bir biçimde kullanmayı da biliyor olmaları gerekir. Örneğin kredi veren bir banka, kredi koşullarının tamamını açıkça sözleşmeye yazabilir. Ancak Özer'in (1999, s.162) işaret ettiği gibi, eğer kredi alan kişi basit ile bileşik faiz farkını bilmiyorsa, tüm koşulların kredi sözleşmesine yazılmış olması fazla bir anlam ifade etmez.

#### **4. 1. 2 Mali Piyasalarda Güvenin Önemi**

Ekonomik ajanların hangi durumda ne yapacaklarının bilinmediği durumda belirsizlik, belirsizliğin olduğu durumda ise güvensizlik söz konusudur. Bir ekonomi ancak güven ortamında etkinlikle çalışabilir. Güven olmayan bir ekonomide kırılğanlıklar yüksektir. Böyle bir ortam, her türlü işlem maliyetini artırdığı gibi, yatırımları da caydırıcı bir etkide bulunur. Mali piyasaların etkinlikle çalışabilmesinde güven, diğer piyasalarda olduğundan çok daha büyük bir öneme sahiptir. Mali piyasalarda güvenin ne kadar önemli olduğu, bu piyasaların en önemli kurumu olan bankaların işleyiş prensibinin açıklanmasıyla ortaya konulabilir. Bilindiği gibi bankalar, tasarruflarını değerlendirmek isteyen sermaye sahipleri ile ödünç paraya gereksinimi olanlar arasında güvenilen bir aracı olarak faaliyet gösterirler. Bankalar genel olarak çok sayıda tasarruf sahibinden kısa vadeli olarak topladıkları fonları, çoğu kez uzun vadeli krediler şeklinde yatırımcılara ödünç verirler. Bankaların kârlılıklarını artırabilmeleri için kasalarında olabildiğince az bir parayı boşa bırakmaları gerekir. Eğer her şey olağan akışı içinde ilerler ve tasarruf sahipleri tasarruflarını bankada tutmaya devam ederlerse, bankalar kısa vadeli olarak topladıkları tasarruflar ile uzun vadeli yatırımları finanse etme konusunda ortaya çıkan vade uyumsuzluğunu ayarlamakta fazla bir zorluk çekmezler. Ne zaman talep edileceği belli olmayan ufak çaptaki para taleplerini de, rahatlıkla karşılayabilirler. Bununla birlikte olağanüstü bazı gelişmeler, temelde iki nedenden ötürü bankaların aniden likidite sıkıntısı içine düşmesine yol açabilir. Bunlardan birincisi, çok sayıda tasarruf sahibinin aniden para gereksinimlerinin ortaya çıkması ve aynı anda paralarını bankadan çekmek istemeleridir. İkincisi ise, vadesi gelmiş olan bazı kredilerin olağanüstü bazı durumlardan etkilenmesi ve ödemelerin gerçekleşmemesidir. Alacakları borçlarından yüksek olan bir bankada bile böyle bir durum, likidite krizine yol açabilir. Gereken likiditenin sağlanamaması ise, bankayı iflase sürükler. Bu durum doğrudan olağanüstü bir gelişme ile ilgilidir. Ancak aslında temel bir problemi olmayan bir bankanın bile iflas etmesinin mümkün olması, tasarruf sahiplerinin güven algılamasında toplu bir değişimin de bankayı iflase sürükleyebileceğini gösterir. Bu durum, piyasa mekanizmasının etkin bir şekilde çalışabilmesinde güvenin çok kritik bir rolü olduğunu ortaya koymaktadır. Piyasa mekanizması güveni kendi başına sağlayamadığından, mali piyasaların kendi hallerine bırakıldıklarında tam etkinlikle çalışmalarının mümkün olmayacağı iddia edilebilir. Kaldı ki aşağıda görüleceği gibi, mali piyasalarda güven problemi dışında da birçok piyasa başarısızlığı söz konusudur.

#### **4. 2 Mali Piyasa Başarısızlıkları**

Neo-liberal iktisat anlayışının yaygınlık kazanmasının bir sonucu olarak bugün sermaye hareketleri, az sayıda ülke dışında bütün dünyada serbestleştirilmiş bulunmaktadır. Teorik olarak fon sağlamada çok önemli bir işleve sahip olan mali serbestleşmenin, sermaye kullanım maliyetlerini aşağı çekerek bütün dünya üzerinde kaynak dağılımının iyileşmesine hizmet etmesi ve bunun da küresel refahı artırması beklenir. Ancak aralarında Nobel iktisat ödülü sahibi Joseph Stiglitz'in de bulunduğu bazı iktisatçılar, neo-liberal beklentilerin gerçekleşmesinin ancak tam rekabetin olduğu ve bilgi asimetrisinin olmadığı durumda söz konusu olabileceğine dikkat çekmektedirler. Bilindiği gibi bir piyasa işleminin etkin sonuç verebilmesi, hem alıcı hem de satıcının işlemle ilişkili her konuda eksiksiz ve aynı düzeyde bilgiye sahip olmalarına bağlıdır. Eğer alıcı ve satıcı arasında bilgi farkı varsa her iki tarafa da fayda sağlayacak mübadele gerçekleşemez ve söz konusu piyasa başarısız olur. Özellikle GOÜ'lerde rekabet sınırlıdır ve ciddi bilgi asimetrisi sorunları vardır. Çoğu kez GOÜ'lerde mali serbestleşmeden beklenen yararlar, Mishkin'in (2005, s.3) altını çizdiği gibi, bu ülkelerin mali sistemlerinin asimetrik bilgi sorununu çözme konusunda karşı karşıya kaldıkları engellerin bir sonucu olarak gerçekleşmemektedir.



Bilgi asimetrisi özellikle mali piyasalarda yaygındır ve bunun mali piyasalardaki olumsuz etkisi, diğer piyasalarda olduğundan daha vahim sonuçlara yol açar. Mali piyasada varlıkların değeri yalnızca gelecekte elde edilmesi umulan getiriye değil, diğer piyasa katılımcılarının nasıl davranacağına da bağlıdır. Mali piyasaların etkin işleyebilmesi için, kredi alanların kredi verenleri yanıltmaması gerekir. Ancak kredi alış - verişinde ciddi bir asimetrik bilgi problemi söz konusudur ve mali kurumların, sahip oldukları bilginin gerçeği yansıtmayı yansıtmadığını kesin olarak bilebilme olanakları yoktur. Bu nedenle mali kurumlar yeterince bilgi sahibi olmadıkları müşterilerin sayısını artırdıkça, risklerini de artırmış olurlar. Örneğin bankalar, Stiglitz ve Weiss'in (1981) dikkat çektikleri gibi, faiz oranlarını değiştirme yoluyla mali kaynak dağılımını iyileştirme olanağına sahip değildirlere. Çünkü eğer faiz oranlarını yükseltirlerse, verdikleri kredilerin geri dönmeme olasılığı da yükselir.

Bir ülkenin mali piyasalarında bilgi asimetrisi ve bununla bağlantılı olarak *ters seçim* ve *ahlaki tehlikenin* yol açtığı problemler, uluslararası mali piyasalarda çok daha yoğundur. Uluslararası mali kurumlar, farklı ülkelerde oluşmuş tasarrufları bir araya getirme konusunda oldukça başarılıdır. Ancak bu tasarruflar için beklenebilecek en yüksek getiriyi sağlayabilecek müşterileri seçme ve denetleme konusunda oldukça başarısızlardır. Bu başarısızlığın temel nedenlerinden birisi, krediyi açanların gerekli ölçüde tedbir ve titizlikle davranmamalarına yol açan *asıl-vekil problemidir* (principal-agent problem). Bu tür durumlarda mali piyasaların başarısızlık olasılığı çok yüksektir (Sengupta, 1999). Belirtmek gerekir ki, eğer ters seçim nedeniyle bir borçluya açılan krediler başka borç verenler tarafından borçlunun aldığı borcu ve faizini ödeyebilirliğine yönelik araştırma yapmanın maliyetine katlanmak yerine bir referans olarak alınacak olursa, söz konusu ters seçim kendi kendini doğrulayan bir nitelik kazanabilir. Böyle bir durumda ise, risklerin dramatik ölçüde artması kaçınılmazdır. Dolayısıyla bilgiye ilişkin problemler Blecker'in (2004, s.4) ifade ettiği gibi, "...yalnızca serbest işleyen piyasalardan beklenen yararı azaltan maliyetlerin (örn. daha büyük oynaklık) oluşması değildir. Daha önemlisi, bu problemlerin *uluslararası sermaye hareketleri serbestisinden umulan net verimlilik kazançlarının tümüyle altını oymasındır*" (vurgu orijinal).

Bir kurum kredi açarken ters seçimde bulunmuş ve kredinin geri ödenmesi olanaksız hale gelmiş olabilir. Ancak zararın kaçınılmaz olduğu bir durumda bile bir nevi sigorta sisteminden yararlanarak önemli bir zarara uğramaktan kaçınabilen bir kurum, kredi kararı alırken fazla ihtiyatlı davranma zorunluluğu hissetmez. Böyle bir durum, ahlaki tehlike için çok uygun bir zemin hazırlar. Asya krizi yaşanırken bu ülkelere daha önce kredi vermiş olan kurumlar açısından IMF'nin gördüğü işlev, yukarıda bahsedilen "bir nevi sigorta sistemi" tanımına çok uymaktadır. Kriz geçirmekte olan ülkelerin geçici de olsa sermaye kontrolü uygulamalarını teşvik etmek bir yana, verdiği mali desteği bu ülkelerin daha fazla mali serbesti uygulama koşuluna bağlayarak IMF, borç verenlerin zarar görmemelerini sağlayan bir sigorta işlevi görmüştür.<sup>10</sup> IMF'nin kriz geçirmekte olan ülkelere dayattığı mali serbestiden taviz vermeme şeklindeki politikaların ima ettiği mesaj, bu ülkelere kredi açarken gereken ihtiyatı göstermeyen kurumların bile zarar görmeden paralarını geri çekebilecekleri olmuştur. Böyle bir durum, borç veren uluslararası kurumlara kredi açarken ihtiyatlı olma zahmetine katlanmaya gerek olmadığı anlamına gelmiş ve uluslararası mali kurumları kredi faaliyetlerinde ahlâki zafiyet göstermeye teşvik etmiştir.

Mali sistemin etkin bir biçimde işleminde engel teşkil eden bir başka sorun da *bedavacılık* (free rider) sorunudur. Bedavacılık sorunu, firmaları kısıtlayıcı sözleşme yapmaktan ve bu sözleşmelerin uygulanmasını izlemekten caydırarak mali piyasalarda ahlaki tehlikeye yol açan nedenlerin azaltılması yönündeki girişimleri sınırlandırıcı bir etkiye yol açar. Böyle bir durumda ise mali kesimde riskler ar-

10 Bu konuda Asya krizi çerçevesinde genel bir değerlendirme için bkz Radelet ve Sachs (1998) ve Stiglitz (2002).

tar(Özer, 1999, s.154-155). Çoğu kez mali serbestleşmeden beklenen yararlar, mali sistemdeki asimetrik bilgi, bedavacılık ve aşağıda ele alınacak olan *dışsallıklara* (externalities) ilişkin sorunlar nedeniyle, gerçekleşmemektedir.

#### 4. 2. 1 Mali Piyasalarda Asimetrik Bilgi, Bedavacılık ve Dışsallıklar

Mali sistemin etkin bir biçimde işlemesinin önünde, bilgi asimetrisinden kaynaklanan *tersine seçim*, *ahlâki tehlike* ve *çoklu denge* ile *bedavacılık* ve *dışsallıklar* ciddi engeller oluşturmaktadır. Aşağıda bunlar tek tek ele alınacaktır.

##### 4. 2. 1. 1 Mali Piyasalarda Asimetrik Bilgi

Mali sistemin etkin bir biçimde işlevlerini yerine getirememesinin önündeki en önemli engellerden birisi asimetrik bilgidir ve bu sistemin en önemli kurumları olan bankalar ile müşterileri arasındaki ilişkiler, asimetrik bilgiye dayanmaktadır. Asimetrik bilgi, herhangi bir sözleşmede taraflardan birisinin diğer tarafa göre daha fazla bilgi sahibi olmasıdır. Örneğin, belirli bir yatırımı finanse etmek amacıyla kredi alan bir kişi, finanse etmek istediği yatırımın potansiyel risk ve getirisi konularında kredi verene kıyasla daha fazla bilgi sahibidir (Mishkin, 1996). İşte taraflar arasındaki bu bilgi farklılığı nedeniyle mali kurumlar, piyasadaki hangi işletmelerin gerçekten güvenilir olduğu ve aldıkları krediyi başarılı bir projeye dönüştürebilecekleri konusunda sağlıklı bir karar veremeyebilirler. Ayrıca asimetrik bilginin bir sonucu olarak, piyasada iyi durumda olan firmalar bile az sayıda hisse senedi ihraç etmek zorunda kalır ve ekonomideki yatırım düzeyi potansiyellerine ulaşamaz. Asimetrik bilgiden kaynaklanan bütün bu nedenlerle mali piyasalarda, etkin bir mübadele gerçekleşme olasılığı zayıflar ve piyasa başarısız olur. Asimetrik bilgi mali sistemde üç temel soruna neden olur. Bunlar: *ters seçim*, *ahlaki tehlike* ve *çoklu dengedir*.

##### 4. 2. 1. 1. 1 Mali Piyasalarda Ters Seçim

*Ters seçim*, bir kredi işleminin gerçekleşmesinden önce kredi talebinde bulunan kişi ya da kurumların gerçekleştirmeyi plânladıkları projenin potansiyel risk ve getirisi konularında, kredi verene kıyasla daha fazla bilgi sahibi olmalarından kaynaklanır. Söz konusu bu asimetrik bilgi nedeniyle mali piyasalarda borç verenler, kredi geri dönüşlerini tehlikeye sokacak yüksek risk taşıyan müşteriler ile güvenilir olanları birbirlerinden ayırt edemeyebilirler. Olası riskler gerçekleştiğinde kârlılığını koruyabilmek umuduyla kredi faizlerini artırmak ise, bir çözüm değildir. Mishkin'in (2005, s.5) işaret ettiği gibi, "çoğu kez bir krediyi en çok almak isteyen, onu geri ödeme ihtimali en düşük olandır." Stiglitz ve Weiss'in (1981) dikkat çektikleri gibi, bunun iki nedeni vardır. Birincisi, faiz yükseldikçe kredi için talepte bulunanlar arasında aldığı krediyi geri ödeme niyetinde olmayanların payının artmasıdır. İkincisi ise, faiz yükseldiği zaman kredi talebinde bulunanların daha yüksek riskli projeleri tercih etme eğiliminde olmalarıdır. Böyle bir eğilimde olmalarının açık nedeni yüksek faiz nedeniyle düşük riskli projelerden elde edilebilecek kâr nispetinin düşmesidir. Bu durum bir taraftan kredi taleplerini azaltıcı etkide bulunur, diğer taraftan da kredi taleplerinin daha yüksek risk içermesine neden olur. Asimetrik bilgi nedeniyle borç verenin projenin riskleri hakkında tam bilgiye sahip olmaması ve projenin başarısız olması durumunda ortaya çıkacak maliyetlerin büyük kısmının krediyi verenin üzerinde kalacak olması, kredi talep edenlerin risk algılamasını azaltan diğer hususlardır. Bu tür ahlâki zaaf gösterenlerin olması ise ters seçim olasılığını artırır.



Proje hakkında tam bilgiye sahip olmadıkça kredi veren mali kurumlar, daha yüksek faiz ödemeye razı müşterilerinin başarılı olma olasılıklarının düşük olduğu bir proje için kredi başvurusunda bulunup bulunmadıklarını bilemezler (Sengupta, 1999). Projenin başarısız olması durumunda kredi geri ödenemez ve mali kurum bundan büyük zarar görür. Dolayısıyla, yüksek risk taşıyan kredilerin hiç açılmamış olması, mali kurum açısından tercih edilir bir durumdur. Projenin yüksek risk taşıdığını bilmeden kredi açan, ters seçimde bulunmuş demektir. Ters seçimde bulunan bir mali kurum, verdiği krediyi ve faizini geri alamama riskiyle karşı karşıya kalır. Ayrıca ters seçim yapma riskini almak istemeyen mali kurumlar, piyasada güvenilir müşteriler olmasına rağmen kredi vermekten kaçınılırlar. Bu ise, mali piyasaları etkin işlemekten alıkoymaz (Özer, 1999).

#### 4. 2. 1. 1. 2 Mali Piyasalarda Ahlâki Tehlike

Kredi işlemi gerçekleştikten sonra kredi alanın aldığı krediyi geri ödeme olasılığını azaltacak faaliyetlerde bulunması, *ahlâki tehlike* olarak adlandırılmaktadır. Ters seçimde olduğu gibi bu riskin kaynağında da asimetrik bilgi yatmaktadır. Ahlâki tehlikenin oluşmasının nedeni, borçlunun projesi başarılı olduğunda aslan payını alması, ancak başarısız olduğunda ortaya çıkan zararın büyük kısmını kredi verenin üstlenmek zorunda kalmasıdır. Kimi borçlular krediyi aldıktan sonra, aldıkları krediyi kişisel amaçları için kullanabilirler, ya da projelerinin başarılı olması için yeterince çaba göstermeyebilirler. Kredi alan kimi borçlular ise, aldıkları krediyi prestij artıran ancak kârsız projelere yatırabilirler. Kredi verenler ile kredi alanlar arasındaki ahlâki tehlikeden doğan çıkar çatışması, birçok kredi kuruluşunun kredi vermektен vazgeçmesine ve verilen kredilerin ve dolayısıyla da yatırımların optimum düzeyin altında kalmasına neden olur (Mishkin, 1996, s.3).

Ahlaki tehlike riskini en aza indirebilmek için kredi veren kişi ya da kuruluşlar, kısıtlayıcı bir sözleşme karşılığında kredi verebilir ve borçlunun faaliyetlerini denetleyebilirler. Eğer kredi alan anlaşma koşullarını yerine getirmezse borç veren sözleşmeyi fesh eder ve cezai koşullar uygulanır. Böylece kredi verenlerin riskleri en aza indirilebilir. Ahlaki tehlike riskini en aza indirebilmenin emin yolu, kredinin bir ipotek karşılığında verilmesidir. Ancak bu konuda özellikle az gelişmiş ülkeler (AGÜ'ler) ile ilişkili olarak De Soto'nun (2000) gündeme getirdiği önemli bir problem söz konusudur. Söz konusu ülkelerde insanların kendilerine ait olan mülkleri yasal hale getirmeleri, oldukça pahalı ve zaman alıcıdır.<sup>11</sup> Ancak bir mülk, yasal olarak sahip olunmadığında, ipotek yapılamamakta ve sonuçta da aslında ekonomik olarak anlamlı olduğu halde kredi verilememektedir. Bir mülke yasal olarak sahip olunmasıyla ilgili sorunun aşılıp ipotek mekanizmasının işletilebildiği durumlarda bile, birçok AGÜ'deki hukuki sürecin aşırı yavaşlığı ve krediyi alanı koruma eğilimi, sorun yaratmaktadır. Bütün bu özel durumlar nedeniyle özellikle AGÜ'lerin ve GOÜ'lerin mali sistemlerinde ipotek mekanizmasından etkinlikle yararlanılmamaktadır. Bu da, söz konusu ülkelerde ters seçim probleminin daha da şiddetli bir şekilde yaşanmasına yol açmaktadır.

Ahlaki tehlike sorununun özel bir durumu, *asıl-vekil problemi*dir (principal-agent problem). Teoride, politikacıların ve bürokratların (vekil), kamu (asıl) yararını en çoklaştıracak faaliyetlerde bulunacağı varsayılır. Bununla birlikte, politikacıların kamu yararından farklılaşan, hatta kimi zaman tamamıyla kamu yararının karşısında yer alan kişisel çıkarları ve bu çıkarların peşinde koşmak için nedenleri vardır.

11 Örneğin Filipinler'de şehir içindeki bir konuta kanunen sahip olabilmek için 53 kurumda 168 bürokratik işlemin yapılması gerekmekte ve bu işlemler de 13 ila 25 yıl alabilmektedir. Mısır'da çöldeki bir arazinin kanuni olarak mülkiyete geçirilebilmesi için ise 31 kurumda 77 bürokratik işlemin yapılması gerekmektedir. İşlemlerin tamamlanması ise, 5 ila 14 yıl almaktadır (De Soto, 2000, s.35).

İktidardaki hükümet ve politikacılar, halkın kendi kişisel çıkarları doğrultusunda hareket ettiklerini tespit edemedikleri durumlarda (yani asimetrik bilgi sorunu oldukça) kamu yararına aykırı faaliyetlerini devam ettirebilirler. Kimi zaman halk, hükümetin ve politikacıların faaliyetlerinin kamu yararına olup olmadığı konusunda tam bilgiye sahip olabilir. Ancak böyle bir durumda bile, demokratik GÜ'lerdeki gibi politikacıların kamu yararını gözetmelerini güvence altına alacak mekanizmalar işletilemiyor olabilir. Örneğin birçok AGÜ'de ve GOÜ'de devlet baskıcıdır, basın özgür değildir, hukuk sistemi yozlaşmıştır, rüşvet yaygındır vb. Böyle bir durumda, ahlâki tehlike yoluyla oluşan piyasa başarısızlığı mali piyasalarda daha da derinleşir ve etkinlikten uzaklaşır (Mishkin, 2005, s.11).

#### 4. 2. 1. 1. 3 Mali Piyasalarda Çoklu Denge

*Çoklu denge* pratikte neredeyse yalnızca mali piyasalara özgü bir durum olarak ortaya çıkmaktadır. Bindiği gibi mali piyasalarda fiyatlar, bugünkü gelişmelerden etkilenen beklentilerle şekillenmektedir. Gelecekteki getiri, bugünkü gelişmelerden etkilenir. Örneğin bugün bir kriz yaşanacak olsa, bu durum gelecekteki büyüme oranını olumsuz etkileyeceğinden hisse senedi fiyatları ve ülke parası bundan hemen olumsuz yönde etkilenir. Diğer taraftan, beklentilerde kötüleşme olması bir krize zemin hazırlar. Bir krizin ortaya çıkması ise, kriz beklentisinin haklı olduğunu kanıtlar. Bu, "kötü" bir dengedir. Piyasaların iyimser olduğu bir durumda ise, gelecekteki büyüme beklentileri iyileştiği için varlık fiyatları yükselir ve "iyi" bir denge oluşabilir. Çoklu dengenin varlığı, belirsizlikle yakından ilişkilidir. Bu aynı zamanda, mantık dışı ekonomik sonuçlara yol açan mantıklı sürü davranışı sonucu mali piyasaların kendilerinin bir kriz kaynağı olabileceği anlamına gelir (Wyplosz, 1999, s.158).

Çoklu dengeye yol açan klasik örnek bankalara hücumdur. Daha önce bahsedilmiş olduğu gibi bankalar, tasarruf sahipleri ile ödünç para gereksinimi olanlar arasında güvenilen bir aracı olarak faaliyet gösterirler. Olağan durumlarda bankalar, çok sayıda tasarruf sahibinden kısa vadeli olarak topladıkları tasarruflar ile uzun vadeli yatırımları kolaylıkla finanse edebilir ve ne zaman talep edileceği belirsiz olan ufak çaptaki para taleplerini de rahatlıkla karşılayabilirler. Bununla birlikte, eğer önemli sayıda tasarruf sahibi diğer tasarruf sahiplerinin çok yakın bir tarihte paralarını bankadan geri çekeceklerini ve bunun da bankayı bir likidite krizine sürükleyeceği konusunda şüpheye kapılacak olurlarsa, durum tamamen değişir. Söz konusu bankaya yönelik olarak ortaya çıkan böyle bir güven bunalımı, tasarruf sahipleri arasında paralarını diğerlerinden daha önce bankadan çekme rekabeti yaşanması sonucuna yol açabilir. Böyle bir durum, alacakları borçlarından çok daha fazla olan bir bankayı bile bir likidite krizine sürükleyebilir ve banka sonuçta iflas edebilir.<sup>12</sup>

Makroekonomik temellere ve mali değişkenlere yönelik piyasa katılımcılarını çevreleyen psikoloji ve algılamalar, çoklu denge oluşmasının temelinde yatmaktadır. Asya'da 1997-98 yıllarında yaşanan krizler, Lim'e (2004, s.66) göre, çoklu dengeye ilişkin iyi birer örnektir. Bu ülkelerde geçmişte bazı ekonomik olumsuzluklara rağmen, yatırımcıların aşırı iyimser beklentileri nedeniyle "iyi" dengeler oluşmuştur. Ancak 1997'ye geldiğinde olumsuz olmakla beraber bir krizi haklı göstermeyecek bazı gelişmeler,<sup>13</sup> iyimser beklentilerin aşırı kötü beklentilerle yer değiştirmesine yol açmıştır. Sonuçta ise bu ekonomiler kendilerini "kötü" bir denge içinde bulmuşlardır.

12 Tarihteki en büyük bankacılık paniği 1866 yılında İngiltere'de meydana gelmiştir. Geniş çaplı bir diğer bankacılık paniği ise 1932 yılında ABD'de yaşanmıştır.

13 Tayland, Endonezya, Güney Kore ve Malezya 1997-1998 yıllarında krizle karşı karşıya kaldıklarında, özellikle enflasyon ve işsizlik verileri açısından imrenilecek durumdaydılar. Ancak özellikle dış borç düzeyi ve bu borcun vade yapısına ilişkin bazı olumsuzluklar söz konusuydu. Bu konuda bkz Jomo (2004) ve Lim (2004).

#### 4. 2. 1. 2 Mali Piyasalarda Bedavacılık

Mali piyasaların etkin bir biçimde işlemesine engel teşkil eden bir başka sorun da *bedavacılık* sorunudur. Mali piyasalarda bedavacılık sorunu, piyasa katılımcılarının bilgi toplamanın maliyetlerine katılmaksızın, başkaları tarafından toplanan bilgileri kullanması şeklinde oluşmaktadır. Bu sorun özellikle menkul değerler piyasası açısından önem taşımaktadır. Bazı yatırımcılar hangi hisse senedinin gerçek değerinin altında olduğu ve bu nedenle alınması gerektiği biçiminde bir bilgiye sahip olabilirler. Bedavacılık, böyle bir bilgiyi elde etmek için hiçbir bedel ödemeyen başka yatırımcıların bu bilgiyi kullanarak yatırım yapmaları durumunda ortaya çıkar (Özer, 1999, s.154).

Bedavacılık sorunu, menkul değerler piyasasında ahlaki tehlikeye yol açan nedenlerin azaltılması yönündeki girişimleri de sınırlar. Bilindiği gibi ahlâki tehlike sorununu azaltmak için kısıtlayıcı sözleşmenin yapılması ve bu sözleşme hükümlerine uyulup uyulmadığının denetlenmesi gerekir. Bu şekilde kredi veren, borçlunun kredi anlaşmasındaki yükümlülüklerini yerine getirmemesi durumunda yaptığı kısıtlayıcı sözleşmeyi uygulamaya koyarak, borçluyu kendisini zarara uğratabilecek şekilde risk almaktan alı koyar. Bununla birlikte, kısıtlayıcı sözleşmelerin uygulanması ve izlenmesi maliyetlidir. Ayrıca, bu tür faaliyetler sonucu elde edilen bilgilerden bir bedel ödemediği halde başkalarının yararlanmalarını engellemek de her zaman mümkün değildir. Söz konusu kısıtlayıcı sözleşmelerinin denetleme sonuçlarına maliyetlerine katılmaksızın ulaşılması, menkul kıymetler ve özellikle de hisse senedi piyasalarında ciddi bir sorun haline gelebilir. Çünkü bu tür faaliyette bulunanların maliyetleri arttığından, rekabet güçleri zayıflar. Bu da söz konusu firmaları, kısıtlayıcı sözleşme yapmaktan ve bu sözleşmelerin uygulanmasını izlemekten caydırabilir (Özer, 1999, s.154-155). Böyle bir durumda ise mali kesimdeki risklerin artması kaçınılmazdır.

#### 4. 2. 1. 3 Mali Piyasalarda Dışsallık

*Dışsallık* kavramıyla kastedilen, toplumun belirli bir üyesi tarafından gerçekleştirilen bir üretim veya tüketim faaliyetinin sonucu olarak ortaya çıkan yarar ve maliyetlerin toplumun diğer üyelerine taşmasıdır. Mali piyasalarda dışsallıklar pek çok şekilde ortaya çıkabilir. Örneğin mali bir kurum tarafından bir müşteriye kredi verilmesi, diğer mali kurumların da bu müşteriye potansiyel müşteri olarak görmelerine neden olabilir. Böyle bir durumda ilk mali kurumun yaptığı değerlendirme başka mali kurumlar için olumlu bir dışsallık sağlamış demektir. Benzer biçimde bir kredi müşterisinin aldığı borcu ödeyememe olasılığı kredinin miktarının bir fonksiyonu olduğundan, ikinci borç veren kurum ilk borç veren kurum üzerinde olumsuz bir dışsallığa yol açar. Bazı dışsallıklar ise piyasalar arasında söz konusu olabilir. Örneğin kredi piyasalarındaki faaliyetler, hisse senedi piyasasını veya hisse senedi piyasasındaki faaliyetler de kredi piyasasını etkileyebilir (Özer, 1999, s.159).

Bir diğer dışsallık ise, mali küreselleşmenin bir sonucu olarak dünya piyasalarının büyük ölçüde birbirleriyle bütünleşmeleri ile ilgilidir. Ülkelerin ticaret ve sermaye akımları ile ekonomilerinin birbirleriyle bağlantılı olmaları nedeniyle bir ülkede yaşanan istikrarsızlık, diğer ülkeler üzerinde de kaçınılmaz olarak olumsuz dışsallıklara yol açar. Sonuçta bir ülkede yaşanan kriz, dünyanın uzak köşelerindeki ülkelerinin mali piyasalarında bile olumsuz etkilerini hissettirebilir ve kimi ender durumlarda ise başka ülkelere bulaşabilir.

#### 4. 2. 2 Mali Piyasalarda Güven Algılamasında Ani Değişim

Daha önce belirtildiği gibi mali piyasalarda fiyatlar, beklentiler doğrultusunda oluşur. Beklentiler ise, piyasa katılımcılarının yeni bilgilerin gelecekte nasıl değişimlere yol açacağına ilişkin yorumlarının bir



sonucudur. Doğal olarak yeni bilginin niteliği ve yorumun kalitesi, beklentilerin şekillenmesinde büyük önem taşır. Beklentilerin oluşması için bilgi kritik öneme sahip olmakla birlikte, yeni bir bilgi her zaman sağlıklı kanallardan elde edilmez ve yanlış olabilir. Buna rağmen ilk davranan avantajından yararlanmak isteyen bazı piyasa katılımcıları bu bilgileri doğrulamadan işlem yapabilir ve gerçekleştirdikleri işlem hacmiyle bağlantılı olarak fiyat değişimlerine neden olabilirler. Bazı ender durumlarda ise yeni bir bilgi, piyasalara istenen yönü vermek üzere manipülasyon amaçlı yanlış bir bilgi olabilir. Kaçınılmaz olarak böyle bir durumda piyasalarda oluşan fiyat, geçici de olsa gerçek durumu yansıtmayan bir fiyattır. Diğer taraftan, gerçeği yansıtan bir bilgi de piyasa katılımcıları tarafından yanlış yorumlandığında, piyasada oluşan fiyat yanlış olacaktır. Kaldı ki, piyasalar hemen her zaman gerçeği yansıtan ve doğru yorumlanmış bilgilere bile, kendi doğalarından kaynaklanan nedenlerle aşırı tepki vermeye eğilimlidir. Ayrıca kimi zaman mali piyasalarda alınmış olan büyük pozisyonlar, bazen bilgilerin fiyatlar üzerindeki etkisini azaltırken bazen de tam tersine dramatik bir biçim almasına neden olabilir. Bütün bunların yanı sıra, piyasa katılımcılarının psikolojik durumları da kaçınılmaz olarak fiyatları etkiler. Özellikle beklenmedik kötü haberler geldiğinde, piyasalarda güven aniden kaybolup bir panik oluşabilir. Böyle bir durum sürü davranışına yol açabilir ve sonuçta da kendi kendini meşrulaştıran bir kriz sürecine girilebilir.

Piyasalardaki güvenin kaybolmasının ekonomik krize yol açabileceğinin ilke olarak kabulü, Krugman'ın (2001, s.118) altını çizdiği gibi, bir ülkede güvenin kaybolmasının gerekçesi de olabilir. Çünkü kendi kendisini meşrulaştıran süreçlerin bir krizle sonuçlanabilmesi nedeniyle piyasa psikolojisi çok büyük önem kazanır. Öylesine önem kazanır ki, belli limitlerde de olsa beklentiler ve hatta yatırımcıların önyargıları ekonomik temeller haline gelir. Çünkü piyasa psikolojisinin çok önemli olduğuna inanılmaktadır. Bazı iktisatçıların kendi kendisini meşrulaştıran spekülasyon ataklara kuşkuyla yaklaşmalarına karşın, 1990'larda Latin Amerika ve Asya'da olup bitenler bu şüpheleri en azından pratikte dağıtmıştır. Sloman'ın (2004, s.498) işaret ettiği gibi, döviz piyasasında bir günde işlem gören kısa vadeli mali akımların miktarının yanında merkez bankalarının rezervleri küçük ve önemsiz kalmaktadır.<sup>14</sup> Spekülasyon atakların kendi kendilerini meşrulaştıran karakterleri nedeniyle, ekonominin temelleriyle uyumlu politikalar üretmek, piyasaların güvenliğini kazanmak için yeterli olmayabilir. Aslında piyasaların güvenliğini kazanma ihtiyacı, Krugman'ın (2001, s.121) işaret ettiği gibi, "bir ülkeyi mantıklı gibi görünen politikaları izlemek yerine tam tersi politikaları takip etmek zorunda bile bırakabilir."

Krugman (2001, s.110), ABD'nde ve daha birçok GÜ'de bir krizle karşılaşıldığında uygulanan iktisat politikalarının 1929'daki büyük bunalımdan çıkışta uygulananlarla benzer olduğuna dikkat çekmekte ve ABD'de Federal Reserve'in 1975, 1982 ve 1991'de faiz oranlarını ekonomiyi ayağa kaldıracak ölçüde düşürmesi ve hükümetlerin vergileri azaltıp, harcamaları artırmasını örnek olarak vermektedir. Oysa mali kriz Asya'yı vurduğunda IMF'nin sağladığı mali destek karşılığında bu ülkelerden uygulanmasını talep ettiği politikalar, faiz oranlarını yükseltmeleri, harcamaları kısımları ve vergileri artırmaları olmuştur.<sup>15</sup> Krugman'a (2001, s.111) göre, Washington'un yeni gelişen piyasa ekonomilerine neden kendi ülkelerinde uygulanan politikaların tam tersi olarak değerlendirilebilecek politikalar önerdiği sorusunun kısa cevabı "spekülasyon korkusu"dur.

14 Eğer bir paranın değer kaybedeceği kanısı bütün piyasalarda hâkimse, merkez bankasının yapabileceği fazlaca bir şey yoktur. Sözelimi, eğer gelecek hafta paranın yüzde 10 değer kaybetme olasılığı yüzde 50 ise, bu parayı şimdi satmanın "beklenen" getirisi haftada yüzde 5'in biraz üzerindedir (yani yüzde 10'un yüzde 50'si). Bu ise, yılda yüzde 5000'den fazladır (Sloman, 2004, s.498).

15 Kriz zamanındaki gereksinimleri çok açık bir şekilde IMF tarafından dayatılan bu politikalarından farklı olan Güney Kore örneği için bkz Erdoğan (2004).



#### 4.3 Mali Piyasa Başarısızlıklarının Yol Açtığı Kamusal Kötülükler

Mali istikrarın neden kamusal bir mal olduğunun daha iyi anlaşılabilmesi için, mali istikrarsızlıkların neden olduğu *kamusal kötülüklerin* (public bads) analiz edilmesinde yarar vardır. Uluslararası mali piyasalarda yaşanan istikrarsızlıklar yalnızca bir veya birkaç ülkede yaşayanları değil, hemen her dünya vatandaşını herhangi bir şekilde olumsuz olarak etkiler. Yüksek bir hacme sahip olan ve süratle gerçekleşen sermaye giriş ve çıkışları, özellikle yeterli kurumsal düzenlemeye sahip olmayan GOÜ'lerin mali sistemlerini istikrarsızlaştırmaktadır. Ani ve yüksek hacimli sermaye çıkışlarının ardından bir ülkede hem mali hem de reel sektör ciddi yaralar almakta, kimi zaman ise ülke ekonomisi ağır bir krize sürüklenebilmektedir. Yaşanan bir mali kriz, ilk önce ülkenin mali piyasalarının altüst olmasına yol açmaktadır. Yerli para hızla değer kaybederken, çoğu zaman merkez bankaları sermaye çıkışının hızını kesmek için faiz oranlarını aşırı yükseltmektedir. Bu durum, bir yandan dış borç stokunun yerli para cinsinden değerini artırmakta, diğer yandan da dövizde yüksek açık pozisyonu olan bankaları iflasa sürüklemektedir. Ekonomik iklimdeki bu olumsuz dönüşüm, işletmelerin yatırımlarını askıya almalarına, faaliyetlerini sınırlandırmalarına, dolayısıyla da ekonominin daralmasına yol açmaktadır. Bu daralmaya işsizliğin artması, kişi başına düşen gelirin azalması ve çoğu zaman da sosyal harcamaların kısılmasıyla da yakından bağlantılı olarak yoksulluğun artması eşlik etmektedir. Yaşanan bir krizin etkisi ülkeler için önemli farklılıklar gösterebilir ve her ülke için olumsuz olmak zorunda da değildir. Bununla birlikte, küresel olarak bakıldığında bu etkilenmenin büyük ölçüde olumsuz olduğu açıktır.

Son yıllarda kriz yaşayan sekiz ülke (Arjantin, Brezilya, Endonezya, Malezya, Meksika, Güney Kore, Tayland ve Türkiye) üzerine Griffith-Jones ve Gottschalk (2004) tarafında yapılan bir tahmine göre, 1995-2002 döneminde bu ülkelerin maruz kaldıkları çıktı azalmasının değeri, 1,25 trilyon Amerikan dolarıdır. Oldukça yüksek olmasına rağmen bu rakam, bu ülkelerin yaşadıkları mali krizlerin yol açtığı kayıpların ancak bir kısmına karşılık gelmektedir. Söz konusu tutar, ne genel olarak mali kanallardan ortaya çıkan bulaşma etkisi nedeniyle düşük büyüme oranlarını, ne de ihracat fiyatları ve hacminde küçülme şeklinde ticaret kanallarıyla ortaya çıkan düşük büyüme oranlarını göz önüne almaktadır. Dahası bu tahminler, GÜ'lerin kriz nedeniyle ortaya çıkan talep daralmasının bir sonucu olarak ticaretlerinin daralması ve krizden etkilenmiş ülkelerde kazançlı olabilecek yatırımların gerçekleşmemiş olmasını da göz önüne almamaktadır. Eichengreen (2004) tarafından yapılan başka bir tahmine göre, yaşanan döviz krizlerinin GOÜ'lere maliyeti yılda 107 milyar dolardır. Bu tutar söz konusu ülkelerin GSMH'larının yüzde 0,7'sine karşılık gelmektedir. Bu hesaba göre, geride kalan çeyrek yüzyılda yaşanan döviz ve bankacılık krizleri GOÜ'lerin gelirlerini yaklaşık yüzde 25 azaltmıştır.

Bir örnek olarak Türkiye'nin 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında art arda yaşadığı iki kriz sonucunda ortaya çıkan hasarın bilânçosu şu başlıklar altında toplanabilir:

- Ekonomide %9,5 oranında gerçekleşen küçülme sonucu milli gelirden ortaya çıkan kayıplar,
- IMF'den ek dış borçlanmayla artan borç yükü,
- İç borç faizindeki ek yük,
- İşsizlik artışı,
- Ücret düşüşleri, iflaslar, ulusal rekabet gücünde azalma.

Türkiye'nin 2000 yılında 200 milyar dolar olan GSMH'sı, 2001 yılında yaşadığı %9,5'lük küçülme ile 148 milyar dolara düşmüştür. 2000 yılına göre 2001 yılında 54 milyar dolarlık milli gelir kaybına uğrayan Türkiye'nin kişi başına geliri ise, 2000 yılında ulaştığı 3.095 dolardan 2.160 dolara gerilemiştir.

GSMH'daki 54 milyar dolarlık kayba 25 milyar dolar ek dış borçlanma eklenirse, sadece bu iki kalemden 79 milyar dolarlık bir kayıp olduğu görülür. Krizler, iç borç stokunu ve iç borç faizini önemli ölçüde etkilemiştir. 2000 yılı sonunda yıllık ortalama faiz oranı %38 ve ortalama vade 410 gündür. Ancak Kasım krizinden sonra 2001 Ocak ayında yapılan ilk borçlanmada faiz oranı %65'e yükselmiş, ortalama vade ise 155 güne düşmüştür. Daha sonra yaşanan Şubat krizinin bir sonucu olarak faiz daha da yükselmiş ve 2001 yılındaki faiz ortalaması %105'e ulaşmıştır. Ortalama vade ise neredeyse 3 kat kısalarak 144 gün olarak gerçekleşmiştir. Sonuç olarak bu krizlerin getirdiği ek mali yük toplam olarak 109 milyar doları bulmuştur. Bu yükün 54 milyar doları ulusal gelirden oluşan kayıptan, 25 milyar doları ek dış borçlanmadan, 30 milyar doları ek iç borçlanmadan kaynaklanmıştır (Sönmez, 2002).

Belirtmek gerekir ki, mali istikrarsızlıklar GOÜ'ler kadar olmasa da GÜ'leri de olumsuz yönde etkilemektedir. Bunun birinci nedeni, GOÜ'lerde yaşanan krizlerin GÜ mallarına olan talebi en azından kısa vadede düşürmesidir. İkinci neden, GOÜ'lerde yaşanan krizlerin yol açtığı işsizliğin uzun sürmesi durumunda GÜ'lere doğru bir göç baskısına yol açmasıdır (Ünsal ve Çaşkurulu, 2006, s.7). Günümüzde emeğin serbest dolaşımı çok sınırlı olmakla birlikte bu durum, çeşitli yollarla GÜ'lerde işçi olarak çalışma ya da mülteci olma çabalarını artırabilir ve bu da söz konusu ülkelerde kaçınılmaz olarak bazı sınırlara yol açabilir. Her ne kadar Ünsal ve Çaşkurulu, GÜ'lerdeki fazla fonların GOÜ'lerde elde edilebilecek potansiyel yüksek reel faiz gelirlerinden yoksun kalacakları şeklinde bir neden daha ileri sürüyorlarsa da, aslında gerçek durum bundan çok farklı olabilir. İMKB Teftiş Kurulu başmüfettişi Gültekin Bayar'ın kişisel bir iletişim esnasında dikkat çektiği gibi, kısa vadeli işlem yapan yabancı fonların önemli bir kısmı kriz daha tam olarak oluşmadan ve önemli bir maliyetle karşılaşmadan ülkeyi terk ederek krizin olumsuz ortamından kendilerini koruyabilmektedir. Kaldı ki bu fonlar ülkede risklerin azalmaya başladığı, ancak döviz fiyatlarının önceki seviyelerinden çok daha yüksek olduğu bir noktada ülkeye geri dönebilmekte ve yükselmiş olan reel faizden nemalanabilmektedir. Dolayısıyla, krizin gelmekte olduğunu zamanında fark ederek ülkeyi erken terk edebilen kısa vadeli fonlar, aslında kriz dolayısıyla kârlılıklarını artırmaktadır. Bu durum, kısa ve uzun vadeli fonların bir ülkeye yararlarının ne kadar farklı olabildiğine yönelik önemli bir örnek teşkil etmektedir.

## 5. MALİ PİYASA BAŞARISIZLIKLARINI EN AZA İNDİREBİLECEK POLİTİKALAR

Mishkin'in (1999, s.2-4) işaret ettiği gibi, "...mali piyasaların temel işlevi, fonları, üretime yönelik yatırımlar yapma istek ve kapasitesi olan birey veya kurumlara aktarmaktır. Eğer mali piyasalar bu temel amaçtan farklı bir şekilde hareket edecek olurlarsa, ekonomi etkin bir şekilde faaliyet gösteremez." Mali piyasaların bu işlevlerini yerine getirememeleri, ekonominin etkin bir şekilde faaliyette bulunmasını engeller ve ekonomik büyüme ciddi bir biçimde kesintiye uğrar. Tüm piyasalar başarısız olabilir. Ancak mali piyasaların başarısızlığı, ekonomide oynadıkları kritik roller ve mali piyasalarda ortaya çıkan olumsuzlukların bulaşıcı etkileri nedeniyle büyük önem taşır (Özer, 1999, s.144).

Yukarıda ele alınan mali piyasa başarısızlıkları, bu piyasaların işlevlerini etkinlikle yerine getirmelerine engel oluşturmakta ve birçok ekonomik ve sosyal olumsuzluğa zemin hazırlamaktadır. Uzakdoğu Asya krizinde ve sonrasında Brezilya, Türkiye ve Arjantin'de mali sistemlerde ortaya çıkan piyasa başarısızlıklarının ne kadar olumsuz makroekonomik sonuçları olduğu görülmüştür. Bu piyasa başarısızlıkları, devletin neden mali piyasalara müdahale etmesi gerektiğinin en önemli gerekçesini oluşturur. Mali sistemde yer alan tek bir kuruluşun bile iflas etmesi, ekonominin geneline yayılan ciddi olumsuz etkiler doğurabilir.<sup>16</sup> Banka iflasları bir ülkede mali paniğe yol açmasa bile, bazı tasarruf sahiplerinin diğer mali kuruluşlardaki fonlarını çekmelerine yol açarak, söz konusu kurumlar üzerinde olumsuz dışsalılık oluşmasına neden olabilir.

16 Aynı gerekçeyle 1998 yılında Federal Rezerv Bank'ın o zamanki başkanı Alan Greenspan, Long Capital Management Fund'ı batırmaktan kurtarmıştır.



Özellikle asimetrik bilginin yol açtığı sorunların varlığı, devletin mali sistemi düzenlemek ve denetlemek için önemli roller üstlenmesi gerektiğini göstermektedir. Ters seçim, ahlâki tehlike ve çoklu denge sorunları, gerçeği yansıtan bilgi üretiminin ve kullanıma sunumunun önemini ortaya koymaktadır. Devletin mali sistem içerisinde gerekli bilgilerin üretilmesini ve bu bilginin paylaşılmasını teşvik edecek düzenlemelere gitmesi, bu piyasa başarısızlıklarının giderilmesine yardımcı olabilir. GOÜ piyasaları, özellikle muhasebe ve raporlama sistemlerindeki yetersizliklerin neden olduğu eksik bilgiden dolayı önemli dalgalanmalara ve piyasayı algılamalarda önemli değişikliklere yol açabilir. Devlet, mali piyasalarda ki bilgi kalitesinin ve şeffaflığın artmasını sağlayacak düzenlemeler yoluyla bu dalgalanmaların azalmasını sağlayabilir.

Krugman, serbest piyasa ilkelerini bağnazca savunmanın ne kadar olumsuz sonuçlara yol açabileceğine ve mali serbestinin hangi anlama gelmemesi gerektiğine ilişkin olarak şöyle demektedir, “nasıl ki konuşma özgürlüğü kalabalık bir tiyatrodaki ‘Yangın var!’ diye bağırarak anlamına gelmezse, serbest piyasa ilkesi de yatırımcıların birbirleri üzerinde tepinerek panik yaratmalarına izin verilmesi gerektiği anlamına gelmez. Bir krizden kaçarken yapılan şey budur” (Krugman, 2001, s.175-6). Krizlerin giderek kendi kendini doğrulayan bir karakter kazandığının ve bunda da denetimsiz kısa vadeli sermaye hareketlerinin büyük bir rolü olduğunun saygın iktisatçılar arasında genel kabul görmeye başladığı günümüzde, kısa vadeli sermaye hareketlerinin yol açtığı olumsuzlukları sınırlandıracak önlemlere gereksinim olduğu açıktır. Bu önlemler, ulusal ve uluslararası olmak üzere farklı düzeylerde yaşama geçirilebilir.

Ulusal düzeyde yapılabileceklerin başında doğal olarak, ekonomideki yapısal problemlerin ve asimetrik bilgiye yol açan eksikliklerin giderilmesi gelmektedir. Kriz riskini azaltmada rezervleri artırmanın bir yararı olduğu da açıktır. Bununla birlikte, Rodrik (2006) tarafından yapılan yakın tarihli bir çalışmanın ortaya koyduğu üzere, yüksek reel faiz sonucu elde edilen bu rezervler için karşı karşıya kalınan maliyet çok yüksektir.<sup>17</sup> Rodrik, kısa dönem yükümlülüklerin azaltılması yoluyla daha düşük maliyetle aynı likiditenin sağlanabileceğine dikkat çekmektedir. Krugman ise kriz riskini azaltmak için hükümetlere, yerli şirketlerin dövizle borçlanma cesaretlerini etkin bir biçimde kırmalarını ve ödünç fonların “kaldıraç etkisi”ni azaltmalarını önermektedir. Ona göre bunu yapmanın en iyi yolu, dövizle borçlanan şirketlerin vergi yüklerini artırmaktır (Krugman, 2001, s.176-177). Böyle bir uygulama, döviz krizi riskini azaltabilirse de, bir ülkenin kriz riskini azaltacak en önemli faktörün ülkenin dışsatımını dışalımının üstüne çıkartabilecek yapısal değişimi sağlamak olduğu unutulmamalıdır. GOÜ’lerin en büyük açmazlarından birisinin sermaye yetersizliği olduğu göz önüne alındığında, Krugman’ın önerisini döviz borçlanmasının kullanılacağı yere göre farklılaştırarak uygulamak daha anlamlı olabilir. Örneğin alınan döviz borcu doğrudan yatırım amacıyla kullanılacak olursa, döviz borçlanması dolayısıyla gündeme gelen ek vergi alınmayabilir.

Arjantin, Brezilya, Meksika, İsrail ve Türkiye üzerine yapılan yeni bir çalışmanın bulgularına göre, ortalama büyüme oranındaki artış enflasyonu düşürücü bir etkide bulunmaktadır (Doğruel ve Doğruel, 2006, s.180). Bu bulgu, özellikle orta-üst gelir grubuna giren ülkelerin makroekonomik dengesizliklerinin giderilmesinde kararlı büyümeyi hedefleyen politika uygulamalarına öncelik vermelerinin, istikrar açısından da önem taşıyabileceği anlamına gelmektedir.

17 Rodrik (2006), GOÜ’lerin merkez bankası rezervlerinin milli gelirlere oranının %30’una ulaştığına ve bu rezervler için karşı karşıya kalınan maliyetin (ödenen faiz – elde edilen faiz geliri) söz konusu ülkelerin milli gelirlerinin yaklaşık yüzde biri seviyesinde olduğuna dikkat çekmektedir.

Mali serbestinin kaynak dağılımında sağlayabileceği faydalardan vazgeçmeden ulusal düzeyde uygulanabilecek politikaların bazıları ana hatlarıyla şu şekilde sıralanabilir:

- Ekonominin yapısal problemlerinin giderilmesi.
- Kısa vadeli sermaye akımlarını azaltacak ve doğrudan yabancı yatırımları artıracak politikalar uygulanması (örn: sermaye girişlerinin belli bir oranının zorunlu mevduata tabi tutulması,<sup>18</sup> iki adımlı bir Tobin vergisi<sup>19</sup> uygulanması, menkul kıymet ve sermaye piyasası işlemleri üzerinden vergi alınması).
- Mali kurumların risklerini artırabilecek yeniliklerin yakından izlenmesi, uygulanmakta olan düzenlemelerin yeni bilgiler ışığında sürekli olarak iyileştirilmesi ve mali kurum faaliyetlerinin düzenli olarak denetlenmesi.
- Ülke dışından sağlanan kamu borçlarında vade ve döviz uyumsuzluğu oluşmaması.
- Döviz kurlarında hem yukarı hem de aşağı yönde aşırı sapma oluşmasının engellenmesi.<sup>20</sup>
- Yerli şirketlerin yatırım amacı dışındaki döviz borçlanmalarını sınırlandıracak politikalar uygulanması.
- Ekonomide saydamlığı artıracak ve asimetrik bilgiye yol açan problemleri azaltacak yaklaşımların uygulanması.
- Kararlı ve yüksek oranlı büyümeyi hedefleyen politikalar uygulanması.

Eatwell ve Taylor'a (2000) göre, mali piyasalarda işlem yapan temel aktörler, kararlarını diğerlerinin ne yapacağını tahmin etme yoluyla verdiklerinden, mali piyasalar kırılabilirliği özünde taşır. Bunun bir sonucu olarak mali küreselleşme, birçok GOÜ'de ekonomik büyümeyi baskı altına alıp deflasyona yol açan ve bir kriz ortaya çıktığında da hiç gerekmeden maliyetlere yol açan sıkı para politikaları uygulanmasına yol açmıştır. Diğer taraftan Alexander vd. (2005), mali kurumların (özellikle de bankaların) gözetimine dayanan mevcut uluslararası mali yapının, belli mali kurumların mali başarısızlıklarından kaynaklanan olumsuz makroekonomik etkileri göz önüne almada başarısız olduğuna dikkat çekmektedirler. Onlara göre daha da kötüsü, çözüm olarak ortaya atılan Basel II gibi en az banka sermayesinin ne olması gerektiği şeklindeki sınırlandırmalar, mali kurumları davranışlarında daha homojen hale getirir. Bu ise, aslında kırılabilir olduğu halde görünürde istikrarlı bir dönemin ardından, beklenmedik mali krizlere zemin hazırlar.

Tam mali serbesti etkin değildir ve kaçınılmalıdır. Yapılması gereken, mali piyasaların serbest piyasaların sağlayacağı yararları engellemeyecek bir şekilde düzenlenmesidir. Bunun da bütün ülkeleri bağlayıcı bir şekilde yapılması gerekir. Bu çerçevede Eatwell ve Taylor (2000), Dünya Ticaret Örgütü (WTO) gibi bütün ülkelere yönelik bağlayıcı kararlar alabilecek ve yaptırım uygulayabilecek bir Dünya Mali

18 Bu konuda doğrudan bir önlem, Şili'nin uyguladığı tarzda girişte sermaye kontrolü uygulamaktır. Sloman'ın (2004, s.499) işaret ettiği gibi, 1998 Eylülünde, IMF özellikle spekülasyon ataklarına karşı kırılabilir ülkelerde içeriye doğru gerçekleşen mali akımların kontrolünün yararlı olabileceğini ifade etmiştir. Şili'nin girişte uyguladığı ve Malezya'nın çıkışta uyguladığı sermaye kontrollerine ilişkin bkz. Balseven ve Erdoğan (2004).

19 İki adımlı Tobin vergisi, kısa vadeli sermaye akımlarının olumsuz etkilerini azaltmak üzere Paul Bern Spahn tarafından geliştirilen dolaylı bir önlemdir. Bu konuda özellikle bkz. Spahn (2002) ve Erdoğan ve Balseven (2006).

20 Goldstein (2005, s.67), bu konuda bir düzeltmeyi piyasanın eninde sonunda yapacağına, ancak bunun kriz riskini artırmak pahasına olabileceğine dikkat çekmektedir.



Otoritesi (World Finance Authority) kurulmasını önermektedir. Bu organizasyon halen The Bank for International Settlements (BIS) ve *The International Organisation of Securities Commissions (IOSCO)* tarafından yürütülmekte olan işlevleri üstlenmelidir. Bu kurum, her bir düzenleme ve kontrol problemi-ne yönelik sistematik çözümler geliştirmelidir. Ayrıca bu kurumun yapacağı düzenlemelere ilişkin bilgilere bütün dünya üzerinde kolayca ulaşılması sağlanmalıdır. Kurum, ulusal düzenleme ve risk yönetme önceliklerini, bağlayıcı bir şekilde koordine etmeli ve gerektiğinde bütün ülkeler için kullanılabilircek bir kredi fonu oluşturmayı amaçlamalıdır. Ülkeler bu kurumdan onay almak suretiyle sermaye giriş ve çıkışlarını kısıtlayabilmelidir. IMF bu kuruma bağlı bir son kredi mercii olarak çalışmalıdır. Mali serbestinin küresel düzeyde kaynak dağılımında sağlayabileceği faydalardan vazgeçmeden uluslararası düzeyde uygulanabilecek temel önerilerden bazıları şu şekilde sayılabilir:

- Ulusal mali sistemlerin zayıflıklarını ve bu zayıflıkların yol açabileceği bulaşıcı etkileri azaltma doğrultusunda IMF'in yerine geçerek BIS ve IOSCO'nun işlevlerini üstlenecek, gerektiğinde hızlı bir şekilde hareket etme yeteneğine, bütün ülkelere yönelik bağlayıcı kararlar alma ve yaptırım uygulama yetkisine, meşruiyetine ve çıkar gruplarından görelî özerkliğe sahip bir Dünya Mali Otoritesi (DMO) kurulması.
- Bilgi asimetrisini en aza indirmek üzere, DMO tarafından bütün ülkelerin mali sistemlerine ilişkin temel bilgilerin düzenli bir şekilde toplanmasının ve ilgili herkesin kolayca bu bilgilere ulaşabilmesinin sağlanması.
- Ülkelerin özellikle mali kesimlerinde ortaya çıkabilecek riskleri en aza indirmek üzere, DMO tarafından Basel II ve benzeri kıstasların yeni bilgiler ışığında sürekli bir şekilde iyileştirilmesi ve bütün ülkelerde uygulanmasının zorunlu kılması.
- Belli kıstaslar çerçevesinde ve DMO'nun onayı ile ülkelerin gerekli olduğunda sermaye girişlerinin belli bir oranını zorunlu mevduata (rezerv) tabi tutabilmeleri ve sermaye çıkışlarını kısıtlayabilmeleri.
- Kısa vadeli sermaye hareketlerini sınırlandırmak üzere bir Tobin vergisinin, uluslararası düzeyde uygulamaya konulması ve WTO, WB, DMO gibi çok uluslu kurumların faaliyetlerinden yararlanabilmesinin bu vergiyi uygulama koşuluna bağlanması.
- DMO'nun aktif bir rol üstlenerek kendi kendini meşrulaştıran krizlerin ortaya çıkmasını engelleyebilecek şekilde gerektiğinde ve hızlı bir şekilde bir son kredi mercii rolü üstlenerek piyasalara güven vermesi.

## 6. SONUÇ

Bugün makroekonomik istikrarın temel göstergesinin enflasyon olduğu genel kabul görmektedir. Bununla birlikte, mali küreselleşmenin bir sonucu olarak sermaye akımlarının ekonomiler üzerinde olağanüstü düzeye ulaşan etkileri göz önüne alındığında, makroekonomik istikrarın artık en önemli bileşeninin mali istikrar olmaya başladığı görülmektedir. Son on yılda Uzakdoğu Asya ülkeleri ile Brezilya, Türkiye ve Arjantin'de enflasyon düşerken yaşanan krizler, bu yeni durumu sergileyen örneklerdir. Teorik açıdan fon sağlamada çok önemli bir işleve sahip olan mali küreselleşmenin, sermaye kullanım maliyetini aşağı çekerek bütün dünya üzerinde kaynak dağılımının iyileşmesine hizmet etmesi ve bunun da küresel refahı artırması mümkün görünmektedir. Ancak mali serbestleşme, pek çok GOÜ için ekonomik istikrarsızlık, işsizliğin artması ve büyüme ortalamalarının düşmesi anlamına gelmiştir. Yüksek oynak-

lık gösteren ve hızla geri dönebilen sermaye akımları, beklentilerin aksine kaynak dağılımında etkinliği zayıflatabilmekte ve maliyeti ağır krizlerin ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Bu çalışmada ortaya konulduğu gibi, mali küreselleşme ve özellikle de kısa vadeli sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile son yıllarda artan sıklıkta yaşanan olan krizler arasında yakın bir ilişki vardır. Kısa vadeli olup da her an geri dönebilecek sermaye, uzun vadeli yatırımlarda kullanılamamaktadır. Bu tür sermaye, girdiği ülkeye geçici bir rahatlık sağlamakta ve daha çok dışalımın artmasına yol açarak sürdürülemez nitelik taşıyan bir büyümeyi finanse etmektedir. Bu durum aynı zamanda, asıl-vekil problemiyle yakından bağlantılı olarak, ev sahibi ülke hükümetlerine, yapısal sorunların ağırlaşması pahasına zor sorunlarla yüzleşmenin yol açabileceği oy kayıplarından kaçınma olanağı sağlamaktadır. Bu şekilde yüzleşmekten kaçınılan sorunlar ise, zamanla giderek ağırlaşmaktadır.

Mali piyasaların etkin bir şekilde işlev görebilmeleri, bütün piyasa katılımcılarının gerekli bilgilere sahip olmaları ve eylemlerinin rasyonaliteye dayanmasına bağlıdır. Oysa mali piyasalarda, ciddi asimetrik bilgi problemi ve bununla bağlantılı olarak ters seçim, ahlâki tehlike ve çoklu denge problemleri bulunmaktadır. Bilgi asimetrisinin bu piyasalardaki olumsuz etkisi ise, diğer piyasalarda olduğundan daha ağırdır. Çünkü diğer piyasalardan farklı olarak mali piyasadaki aktif varlıklar, yukarıda da anıldığı gibi gelecekte elde edilecek getiri karşılığında el değiştirirler. Bu ise yalnızca gelecekte ne olacağına yönelik beklentilere değil, diğer piyasa katılımcılarının nasıl davranacağına da bağlıdır. İşte bu noktada, mali piyasa başarısızlığına yol açan ortak karar alma problemi ortaya çıkmaktadır. Literatürde ihmal edilmekle birlikte piyasaların etkin çalışabilmesinde olmazsa olmaz niteliğe sahip olan bir koşul, kişisel çıkarlar peşinde koşmanın toplum üzerinde büyük bir olumsuz dışsallık oluşturmamasıdır. Ancak piyasaların doğasında, bireysel fayda en çoklaştırılması ve olası olumsuzlukların bireysel bakımdan en azlaştırılması vardır. Ayrıca etik kaygılarla kendini bağlı hissetmeyen rasyonel bireyler, yasal veya ekonomik engeller olmadıkça çoğunluk üzerinde olumsuz dışsallıklara yol açmaktan da kaçınmaya gerek duymazlar. Bireysel çıkarın en çoklaştırmasının en emin yollarından birisi, ilk hareket eden avantajından yararlanmaktır. Ancak, mali piyasalarda katılımcısı çok olup da başarılı olabilecek kişi sayısının az olduğu bazı özel durumlarda, katılımcıların ilk hareket eden olma yönündeki rekabetleri krizlere yol açabilen bir sürü hareketini tetikleyebilir. Bu çalışmada ortaya konulduğu üzere günümüzde krizler, mali piyasa başarısızlıklarının bir sonucu olarak kendi kendini meşrulaştıran bir biçimde gelişebilmekte ve temel iktisadi göstergeleri sağlam ülkelerde bile ortaya çıkabilmektedir.

Mali küreselleşme, sınır ötesi fon akışlarını hızlandırmak suretiyle gerek fon kullanmak isteyen özel işletmeler ve hükümet kuruluşları, gerekse elindeki tasarrufları en iyi biçimde değerlendirme amacıyla olan yatırımcılar için yeni fırsat ve kolaylıklar yaratmıştır. Böylece mali fonların en çok gereksinim duyulan ve en verimli olabilecekleri alanlarda kullanılma olanağı artmıştır. Ancak son derece mobil olan ve kısa dönemli beklentilerle hareket eden kısa vadeli sermaye akımlarının serbestleştirilmesi, döviz kurunda, aktif fiyatlarında, faiz oranlarında ve yurt içi kredi arzında dalgalanmalara da zemin hazırlamaktadır. Ekonomide ve siyasette bazı olumsuz gelişmelerin ortaya çıkması ve geleceğe yönelik beklentilerin bozulması durumunda, kısa vadeli fonlar, ani bir şekilde ve kitleler halinde ülkeyi terk etmektedir. Mali küreselleşmenin bugün geldiği aşamada kısa vadeli fonların bir ülkeyi terk etmeye başlaması için ev sahibi ülkede olumsuz yönde bir gelişme olmasının şart olmadığını da belirtmek gerekir. Dünyanın herhangi bir yerinde daha yüksek kazanç elde etme fırsatlarının ortaya çıkması veya yalnızca bu yönde bir algılama değişimi bile, bu fonların ülkeyi terk etmesini tetikleyebilmektedir. Ani döviz çıkışları yaşayan bir ülke, döviz rezervlerini koruyabilmek için olağanüstü yüksek faizler ödemek durumunda kalabilir. Bu yolla bir mali krizden kaçınılabilese bile, ortaya çıkacak maliyet yüksek olabilir. Kaldı ki, kimi zaman böyle bir krizden kaçınmak mümkün de değildir. Yaşanan bir mali panik, öncelikle istikrarsızlık yaşanan ülkede yatırım, tüketim ve tasarruf kararlarını olumsuz yönde etkilemekte ve derinleşme-

si halinde ise, bir krizle sonuçlanabilmektedir. Bugün mali piyasaların bütün dünya ölçeğinde bütünleşmesiyle birlikte krizler, mali piyasalar aracılığıyla dalga dalga diğer ülkelere de yayılan bulaşıcı bir nitelik de kazanmıştır. Dolayısıyla bir ülkede ortaya çıkan kriz, diğer ülkeler üzerinde küresel kamusal kötülöklere (global public bads) yol açmaktadır. Bütün bu açıklanan nedenlerle, ölkelerin kısa ve uzun vadeli sermaye akımlarını aynı ölçüde serbestleştirmeleri, özellikle GOÜ'ler açısından yarardan çok zarar getirmektedir. Dolayısıyla kaynak dağılımında etkinliği artırabilmek için, sermaye akımlarının vadelerine göre farklı uygulamalara tabi tutulması ve ölkede kısa vadeli sermaye giriş - çıkışlarındaki dalgalanmaları azaltacak önlemler uygulaması, hem doğrudan ulusal hem de dolaylı olarak küresel bir kamusal karakter taşır.

### KAYNAKÇA

- Akalm, G. (2000).** Kamu Ekonomisi. Ankara: Akçağ.
- Aktan, C. C. (2005).** "Piyasa Başarısızlığının Anatomisi ve Kamu Ekonomisi Rasyoneli." C. C. Aktan, D. Dileyici ve İ. Y. Vural (Der.). Kamu Ekonomisi ve Kamu Politikaları (ss. 9-36). Ankara: Seçkin.
- Aktan, C. C. ve İ. Y. Vural (2004).** Globalleşme Fırsat Mı, Tehdit Mi? İstanbul: Zaman Kitap.
- Alexander, K., R. Dhumale ve J. Eatwell (2005).** Global Governance of Financial Systems: The International Regulation of Systemic Risk. Oxford University Press.
- Ataç, B. (2006).** Maliye Politikası: Gelişimi, Amaçları, Araçları ve Uygulama Sorunları. Genişletilmiş 7. Baskı. Eskişehir: Etam A.Ş. Matbaa Tesisleri.
- Balseven, H. ve M. M. Erdoğan (2004).** "Mali Krizleri Önlemede Sermaye Kontrolleri: Malezya ve Şili Deneyimlerinden Türkiye İçin Dersler." 2004 Türkiye İktisat Kongresi 5-9 Mayıs 2004/İzmir, 2004 Türkiye İktisat Kongresi: Gelişme Stratejileri ve Makroekonomik Politikalar Tebliğ Metinleri - I (ss. 207-236). Ankara: DPT.
- Bhagwati, J. (2004).** In Defense of Globalization. New York: Oxford University Press.
- BIS (2005).** Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Activity in 2004. Bank for International Settlements. Basel.
- Blecker, R. A. (2005).** "Financial Globalization, Exchange Rates, and International Trade." Financialization in the World Economy (Der.) G. Epstein. Northampton: Edward Elgar.
- Boratav, K (2003).** "Yabancı Sermaye Girişlerinin Ayrıştırılması ve Sıcak Para: Tanımlar, Yöntemler, Bazı Bulgular", (Der.) A. H. Köse, F. Şenses ve Erinç Yeldan, İktisat Üzerine Yazılar II: İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar (Oktar Türel'e Armağan), İstanbul: İletişim Yayınları.
- De Soto, H. (2000).** The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else. New York: Basic Books.
- Doğruel, F. ve S. Doğruel (2006).** Bıçak Sirtında Büyüme ve İstikrar: Arjantin, Brezilya, Meksika, İsrail, Türkiye. İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları.



- Eatwell, J. ve L. Taylor (2000).** Global Finance at Risk: The Case for International Regulation. New York: New Press.
- Eichengreen, B. (2004).** "Financial Instability." Paper written on behalf of the Copenhagen Consensus. May.
- \_\_\_\_\_ **ve M. Adalet (2005).** "Current Account Reversals: Always A Problem?" NBER Working Paper Series. No. 11634 (<http://www.nber.org/papers/w11634>).
- Erdođdu, M. M. (2004).** "South Korean State Capacity from Development to Crisis Management." K.S. Jomo (Der.). After The Storm: Crises, Recovery And Sustaining Development In Four Asian Economies (ss. 260-302). Singapore: Singapore University Press.
- \_\_\_\_\_ **ve H. Balseven (2006).** "How Effective is the Tobin Tax in Coping with Financial Volatility." Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi. Vol. 6. No. 1. s. 107-128.
- Ertürk, K. (2003).** "Parasal Kriz Teorileri Üzerine Notlar". A. H. Köse, F. Şenses ve E. Yeldan (Der.). İktisat Üzerine Yazılar II: İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar (Oktar Türel'e Armağan). İstanbul: İletişim Yayınları.
- Goldstein, M. (2005).** "What Might the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like?" Institute for International Economics Working Paper Series. WP 05-7. Haziran.
- Griffith-Jones, S. (2003).** "International Financial Stability and Market Efficiency as a Global Public Good" I. Kaul, P. Conceiçao, K. Le Goulven ve R. U. Mendoza (Der.). Providing Global Public Goods: Managing Globalization. New York: Oxford University Press.
- \_\_\_\_\_ **ve R. Gottschalk (2004).** "Cost of Currency Crises and Benefits of International Financial Reform." Institute of Development Studies.
- Jomo K.S. (ed.) (2001).** Malaysian Eclipse: Economic Crisis and Recovery. London ve New York: Zed Books Ltd.
- \_\_\_\_\_ (2004). "Introduction." K.S. Jomo (Der.). After The Storm: Crises, Recovery And Sustaining Development In Four Asian Economies (s. 1-39). Singapore: Singapore University Press.
- Kregel, J. A. (2002).** "Financing Global Financial Stability and Market Efficiency". I. Kaul, K. L. Goulven ve M. Schnupf (der.). Global Public Goods Financing: New Tools for New Challenges A policy dialogue. UNDP.
- Krugman, P. (2001).** Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü. Çev: N. Domaniç. İstanbul: Literatür Yayınları.
- Lee, K. and A. Jayadev (2005).** "Capital Account Liberalization, Growth and the Labor Share of Income: Reviewing and Extending the Cross-country Evidence." G. Epstein (Der.). Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries (s. 15-57). Northampton: Edward Elgar.
- Lim, Joseph (2004).** "Macroeconomic Implications of the Southeast Asian Crises." K.S. Jomo (Der.). After The Storm: Crises, Recovery And Sustaining Development In Four Asian Economies (ss. 40-74). Singapore: Singapore University Press.

- Mishkin, F. S. (1996).** “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective.” NBER Working Paper Series. No: 5600.
- \_\_\_\_\_ (1999). “Global Financial Instability: Framework, Events, Issues.” Journal of Economic Perspectives. Fall. Vol. 13. No. 4. s. 3-20.
- \_\_\_\_\_ (2005). “Is Financial Globalization Beneficial?” NBER Working Paper Series. No. 11891 (<http://www.nber.org/papers/w11891>).
- Musgrave, R. A. (t. y) [1958].** Kamu Maliyesi Teorisi: Kamu Ekonomisi Alanında Bir İnceleme. Çev. O. Şener ve Y. Methibay. Ankara: Asıl Yayın Dağıtım.
- Obstfeld M. (1986).** “Rational and Self-fulfilling Balance of Payment Crises.” The American Economic Review. 70. 1. Mart. ss. 72-79.
- Öniş, Z. (2006).** “Varieties and Crises of Neoliberal Globalisation: Argentina, Turkey and the IMF.” Third World Quarterly. Vol. 27. No. 2. s. 239-263.
- Özer, M. (1999).** Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar. No. 1096. Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Perraton, J, D. Goldblatt, D. Held ve A. Cgrew (2006).** “Küreselleşen Bir Dünyada Ekonomik Aktivite”, Çev: N. Demirci, K. Bülbül (Der.). Küreselleşme Okumaları: Ekonomi - Siyaset (ss. 1 - 24). Ankara: Kadim Yayınları.
- Pınar, A. (2006).** Maliye Politikası: Teori ve Uygulama. Ankara: Naturel Yayıncılık.
- Radelet, S. ve J. Sachs (1998).** “The East Asian financial crisis: Diagnosis, remedies, prospects.” Brookings Papers on Economic Activity. No. 1. s. 1-90.
- Rodrik, D. (2006).** “The Social Cost of Foreign Exchange Reserves.” NBER Working Paper Series. No. 11952
- Rogoff, K. (1999).** “International Institution for Reducing Global Instability.” Journal of Economic Perspective. 13. Fall. s.. 24-32.
- Sachs, J. (1995).** “Do we need an International Lender of Last Resort.” F.D. Graham Lecture. Princeton (<http://www.earthinstitute.columbia.edu/about/director/pubs/intllr.pdf#search='Sachs%2C%20J%20Do%20we%20need%20an%20International%20Lender%20of%20Last%20Resort'>).
- \_\_\_\_\_ (1997). “Power unto itself”, Financial Times, 11 Aralık.
- Sengupta, A. (1999).** “Financial Management of Globalization of Developing Countries.” UNDP occasional paper, ([http://hdr.undp.org/docs/publications/ocational\\_papers/oc34.html](http://hdr.undp.org/docs/publications/ocational_papers/oc34.html)).
- Sloman, J. (2004).** İktisat Makro. Çev. A. Çakmak. İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Soros, G. (2003).** Küreselleşme Üzerine. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Sönmez, M. (2002).** 100 Göstergede Kriz ve Yoksullaşma. İstanbul: İletişim Yayınları.

- Spahn P. B. (2002).** “On the Feasibility of a Tax on Foreign Exchange Transaction.” Report commissioned by the Federal Ministry for Economic Cooperation and Development. Bonn. Şubat (<http://www.wiwi.uni-frankfurt.de/professoren/spahn/tobintax>).
- Stiglitz, J. E. (2000).** Economics of the Public Sector. 3. Edisyon. New York ve Londra: W. W. Norton & Company.
- \_\_\_\_\_ (2002). Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı. Çev. A. Taşçıoğlu ve D. Vural. İstanbul: Plan B.
- \_\_\_\_\_ ve A. Weiss (1981). “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information.” American Economic Review, Vol. 71. No. 3. Haziran, pp. 393-410.
- Taylor, L. (2003).** “Dış Liberalleşme: Yakın Dönemden Dersler.” A. H. Köse, F. Şenses ve E. Yeldan (Der.). İktisat Üzerine Yazılar I: Küresel Düzen, Birikim, Devlet ve Sınıflar (Korkut Boratav’a Armağan). İstanbul: İletişim Yayınları.
- Türk, İ. (2004).** Maliye Politikası. Güncelleştirilmiş 16. Bası. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Uluatam, Ö. (2005).** Kamu Maliyesi. 9. Baskı. İmaj Yayınevi: Ankara.
- Ünsal, H. ve E. Çaşkurlu (2006).** “Global Kamu Malı Perspektifinden Finansal İstikrarın Sağlanması ve IMF’nin Rolü.” 21. Türkiye Maliye Sempozyumu: Kamu Maliyesinde Güncel Gelişmeler. 10-14 Mayıs 2006. Titanic Beach Resort Otel. Lara, Antalya.
- Wyplosz, C. (1999).** “International Financial Instability.” I. Kaul, I. Grunberg ve M. A. Stern (Der.). Global Public Goods: International Cooperation in the 21th Century (ss. 152-189). New York ve Oxford: Oxford University Press.
- \_\_\_\_\_ (2006). “Is East Asia Safe from Financial Crises?”, China and Emerging Asia: Reorganizing the Global Economy Konferansı’nda sunulan tebliğ. Seul, Mayıs.
- Yeldan, E. (2001).** Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme. İstanbul: İletişim Yayınları.
- Yentürk, N. (2003).** Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.

