

GLOBAL FİNANSAL PİYASALARDAKİ BOZULMALAR: KAMU POLİTİKASININ ROLÜ

Disruptions in Global Financial Markets: The Role of Public Policy

Michael H. Moskow*

Son yirmi yılda dünya ekonomisinin durumunu düşündüğümüz zaman iyi, kötü ve belirsizlik görmekteyiz. Bir tarafta ABD'de tarihimizin en uzun kesintisiz büyümesiyle karşılaşırız. Yalnızca 1990-91'de kısa resesyon dönemi dışında 17 yıllık sıra dışı dönem yaşanmıştır. Diğer tarafta bu dönem finansal bozulmalar ile de karakterize edilmektedir.

Bu dönemde tüm dünyada 1930'lardan beri en büyük finansal krizler görülmektedir. ABD'de tasarrufların çözülmesi ve borç krizlerini giderme maliyeti yaklaşık GSYİH'nın %3'dür(1). Hala bu maliyet İskandinavya, Latin Amerika ve Doğu Asya krizlerine göre küçük kalmaktadır. Asya Krizinin ülkelerine maliyeti tahminen GSYİH'nın %20-65'i arasındadır(2). Hala belirli piyasalarda salınımlar devam etmektedir. Örneğin, Resmi raporlara göre şüpheli alacakların toplam alacakların %6'sından daha fazla olması yüzünden Japonya bankacılık sistemi genellikle kapasitesinin altında çalışmaktadır. Şüpheli alacakların gerçek hacmi daha da yüksek olabilir(3). Çoğu araştırmacı bu büyüklükteki finansal bozulmanın sürdürülebilir refah maliyetlerinin olduğunda hemfikirdirler (4).

Bu çalışmada bankacılık krizlerinin gelişmekte olan ülkelerde para krizleri ile el-ele gittiği ve ikiz kriz olarak adlandırılan problem üzerine odaklanmak istiyorum. Bu ikiz krizi 1995'te Meksika'da, 1997'de Doğu Asya'da ve 1998'de Rusya'da gördük.

Bu yeni gelişme, finansal piyasalardaki hızlı globalizasyon sonucu hem fırsatlar hem de tehlikeler yaratan sınırsız bir olgunun parçasıdır. Finansal piyasalarda sınırların kalkması ekonomik, teknolojik, politik faktörlerin çokluğundan kaynaklanır. Asya kaplanlarında görüldüğü gibi serbest piyasa ekonomisini geliştiren ihracata dayalı büyümeyi benimseyen ülkelerin sermayenin ve malların serbest dolaşımındaki sınırları azaltmasının, desentralizasyonun, deregülasyonun potansiyel kazançları özellikle pek çok merkezîyetçi ekonominin performansı ile karşılaştırıldığında daha düşüktür. Teknolojik gelişmeler karşılıklı sınırlayıcı işlemlere başvurma hızını ve kolaylığını artırmaktadır.

*Chicago Federal Rezerv Bankası Başkanının 21 Nisan 2001 trihinde De Paul Üniversitesinde Global Finans Konferansında yaptığı sunuştur. Sunuşun aslı, Chicago FED, Economic Perspectives, Third Quarter 2000 sayısında yayınlanmıştır.

Çeviren: Salih BARIŞIK, Cumhuriyet Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü .

Globalizasyonun sağladığı en büyük fırsat, giderek sermaye akımlarını daha verimli kullanılabilen daha fazla ülkenin ticari kazançlarını artırması sonucu dünya hayat standartlarını yükseltmesidir. En büyük tehlike ise, globalizasyonun finansal istikrarsızlığın yeni kaynağı olabileceği ve meydana geldiği zaman finansal bozulmaları şiddetlendirebileceğidir. Şimdi belirsiz olan iyi ve kötüyü kısaca tartıştık. Bu tür meydan okumalara nasıl karşı koyabiliriz.

Bu sorun FED'in özel bir ilgi alanıdır. FED'in uzun dönemli amacı fiyat istikrarı yoluyla maksimum sürdürülebilir büyüme sağlamaktır. Bununla beraber FED, finansal sistemin sağlamlığını ve güvenliğini de taahhüt etmelidir. Geçmişte kullandığımız kavramlar temelde ulusal finansal sistemi tanımlar. Şimdi, ulusal sınırların azaldığı ve daha az önemli olduğu bir çevrede bu görüşlerin yeterli olup olmadığını dikkate almak için uygun zaman olduğunu düşünüyorum. Son gelişmeler ışığında biz nasıl düşünmeliyiz?

İkiz kriz olgusunu tanımlamaya başlamak için şu iyi bir tespittir: Bankacılık krizlerinin ve para krizlerinin eş zamanlı ortaya çıktığı ve birbirini beslediği. Belki de bu konuda en dramatik örnek, 1997 Asya Krizidir. Ne oldu? Niçin bu ülkeler Büyük Depresyonu çağrıştıran, üretim düşüşüne yol açan bu kadar güçlü ani bir krizle karşılaştılar?(5)

İlk önce, kural dışı aday açıklamalardan birisi ile başlayalım. Kriz, zayıf makroekonomik politikaların sonucu değildir. Gerçekte kriz ülkeleri daha çok korumacı politikalar izlemişlerdir. Onların ekonomileri, düşük enflasyonlu, genellikle bütçe fazlası veren, dış borçları azalan ekonomiler olarak tanımlanır. Onlar, teminatlı kredi yaratma ve sıkı parasal genişleme üzerine odaklanmışlardır. Kısaca bu ülkelerin sorumlu ekonomi yönetiminin alışılmış bir reçete izlediği görülür(6).

Öyleyse sürüp giden başka bir şey olmalıdır. Pek çok gözlemci ikiz kriz tartışmasına önemli vurgular yapmışlardır(7). İkiz kriz, iki faktör varolduğu zaman ortaya çıkabilir. Birincisi, gelişmekte olan bir ülkenin bankalara açıkça veya tam devlet güvencesi vermesidir. Böyle bir güvence için geçerli nedenler olabilir. Onlar, yatırılabılır fon akımlarını artırma çabasını yansıtabilir. Daha sonra bu noktaya döneceğim. Alternatif olarak, güvenceli kapitalizmi veya politik açıdan ekonomiye doğrudan müdahale oluşumlarını yansıtabilir. Ayrıca, devlete, büyük banka başarısızlıklarında büyük yükümlülükler ima etmektedir. İkiz krizdeki ikinci faktör, gelişmekte olan ülkelerdeki bankaların ülke dışından kısa vadeli dolar veya diğer güçlü para borçlanmalarına güvenmeleridir.

Bu iki faktör potansiyel olarak kötü bir şekilde birbirini nasıl etkiler. Birincisi, devlet güvencesi moral hazard problemine yol açar. Yatırımcılar tarafından bankalarının denetlenmesini azaltır, böylece bankalar daha az temkinli yatırım seçenekleri yaparlar(8). Moral hazard yalnızca gelişmekte olan ülkelerin problemi değildir. Moral hazard'ın tahribatını gösteren örnekler bulmak için

ABD'in yakın tarihine geri dönmemiz gerekmez. Fakat, moral hazarda tamamen tarihi gözle bakılmaz. Sonuçta, devletin başarısız bankalara yardım etmeyi zorunlu hissettiği noktada riskli yatırımların batması muhtemeldir. Problem bu yardımın maliyetli olmasıdır. Bu, devlete sürükleyici bir mali hareket sağlar. Krizleri atlattırma mali yardım ve parasal atakların sonucu arasında bir bağlantının olabileceği görülür. Mali şokların, bir ülkenin spekülasyon ataklara maruz kaldığının belirtisi olduğunu Paul Krugman'ın ilk çalışmalarından beri biliriz. Devlet, bankaları borçlanma veya vergi artışları yoluyla finanse ederse; spekülasyon ataklara karşı parasını koruma yeteneği azalır. Yardım parasal genişleme ile finanse edilirse; parasının değerini doğrudan düşüren enflasyon ortaya çıkar. Diğer bir etkide bankacılık krizlerinin, ülke parasının yabancı paralar karşısındaki değerini muhtemelen düşürmesidir.

Globalizasyon nerede uygundur? Gelişmekte olan ülkelerdeki bankaların büyük oranda dolar ağırlıklı yükümlülükleri olduğunu hatırlayalım. Ulusal para değer kaybettiği zaman bu yükümlülükler daha zor ödenir hale gelir. Sonuç olarak, daha fazla banka başarısızlığı paraya daha fazla baskı yapan daha büyük devlet yardımı gerektirir. Bankacılık krizleri parasal krizi şiddetlendiren, bankacılık krizini derinleştiren ve kısır döngü oluşturan bir para krizi yaratır.

İkiz kriz olgusunun zayıf ulusal bankaları daha güçsüz hale getiren acımasız bir oluşum olduğuna dikkat edelim. Merkez bankalarının alışılmış araçları, açık piyasa işlemleri yoluyla genel likitide sağlaması ve son başvuru merci olmasından dolayı doğrudan likitide sağlamasıdır. İkiz kriz durumunda bu araçların hiç biri etkin olmayabilir. Açık piyasa işlemleri yoluyla ulusal para arzının artırılması ulusal paranın değerini düşürür. Bankaların dolar ağırlıklı borçlarını ödemeye yardım eden ödemeler, ulusal paranın değerini korumak için ihtiyaç duyulan döviz rezervlerini azaltır. Bir merkez bankasının sağlam para rezervlerini azaltabileceği belirirse, spekülasyon ataklar kaçınılmaz olur. Devletin, güven için IMF ve ABD hazinesine gitme dışında seçeneği kalmaz.

Şimdi, ikiz kriz olgusu temelde gelişmekte olan ülkelerin bir problemi olarak görülebilir. Niçin gelişmiş dünya da olanları dikkate almalıyız? Dikkate almamız gerektiğine inanıyorum. Modern global ekonomide gelişmekte olan ülkelerdeki zayıflıklar nedeniyle kendimizi iyi hissetmemizin zararlı olabileceği konusunda pek çok unsur vardır. Örneğin, cari işlemler açığı hakkında ki son veriler dikkate alınabilir. Geçen yıl ABD'nin cari işlemler açığı, 300 milyar doları aşmıştır. GSYİH'nın %3,5'inin üzerindeki bu rakam ABD tarihinin en büyük cari açığıdır (9).

Bu açığın ana nedeni temelde ticari ortaklarımıza göre ABD ekonomisinin güçlü oluşudur. Bununla beraber, son on yılda bu açığın, gelişmekte olan ülkelerdeki finansal krizler nedeniyle sermayenin ülke dışına çıkmasıyla arttığı görülmüştür. Bu ekonomiler zayıflarken, bu ülkelere sermaye ihraç eden yatırımcılar şimdi paraları için bir güven aramaktadır. Dünyadaki en güvenli

ekonomi ABD'dir. Sermayenin ABD'ye akımı, bir bilanço dengesi eşitliği olarak sermaye akımının bozulmasını gidermede kullanılabilen daha büyük cari işlemler açığı ifade eden daha büyük sermaye hesabı fazlası yaratır.

Bu işlemi kendi kendine çözümlenme yolu, yabancı yatırımcıların ABD varlıklarının fiyatını artırması ve ABD faiz oranlarını düşürmesidir. Bu refah etkisine neden olur. Amerikalılar refahın arttığını görür ve borçlanma maliyetleri nispeten azalır, böylece, daha az tasarruf ve daha fazla tüketim yapma eğilimine girerler. Tüketimdeki bu artış tek başına yerli üretim tarafından karşılanamayacağı için ülke dışından daha fazla mal alınır ve ticaret açığı büyür(10).

ABD'ye gelen fon akımları bize hemen fayda sağlarken potansiyel problemler de taşır. Sermaye akımları aniden tersine dönebilir. Amerikalı tüketici, borçlarını sermaye akımları ile eş zamanlı artırır, bu borçlar sermaye akımlarının tersine dönmesinden sonra da devam eder. Böylece cari işlem açığımız gerçekte, Amerikan müşterisi için hareketli bir tüketim dönemi ortaya çıkarır.

Gelişmekte olan ekonomilerdeki finansal bozulmalarla ilgilenmemizi gerektiren esaslı bir neden finansal bozulmaların sınırının olmadığını bilmemizdir. 1998 yılının Eylül sonunda ve Ekim başında ABD finansal sistemindeki tehlike çok gerçekçiydi. 1998 Ağustosunda Rusya'da ödemeler krizi ve devalüasyon ortaya çıktı, sonuçta kimin bir ödeme krizinden etkilendiği, kimin kredi kazandığı, büyük likitide çekilmesinde kimin teşvik edici olduğu belirsizdir. ABD örneklerini izleyen bozulmalar, gelişmekte olan ülkedeki bir rahatsızlığın ABD piyasalarında nasıl daha fazla tahmin edilemezliğe yol açtığını gösterebilir. Bu olayın sonucu olarak, Federal Open Market Committee (FOMC) ekonomiye yeterli likitide temin etmek için 75 ana noktada FED'in fon oranlarını azalttı. Böyle yapmakla komite, maliyet birleşmesi ile parasal genişlemenin enflasyon baskısını şiddetlendirmede konusunda bilinçli bir risk almıştır. Bizim inandığımız şey, bu olayın iyi bir çözüm olduğudur, fakat, bu tipteki dışsal bozulmalar FOMC'ün işini daha da güçleştirmektedir.

Böylece bizim ilgimiz, ikiz kriz olgusu gibi globalizasyon değişimine neden olan hususlara dikkati çekmektir. Potansiyel cevap hakkında düşünmeye başlamak için ilk önce ikiz krizin, globalizasyon ve devlet faaliyetleri dışında ortaya çıktığını hatırlayalım. Birincisi, sermaye kontrolleri koyarak, globalizasyonu sınırlayan problem üzerinde durulabilir. Gerçekten, bu görüşün bazıları tarafından Malezya'da uygulanması tavsiye edilmiştir(11). Kısa dönemli bir çözüm olarak sermaye kontrolleri lehinde tartışmalar var olmasına karşın bunun uzun dönemli bir çözüm olmadığını düşünüyorum. Globalizasyon ile oluşan sıkıntılara sürekli bir çözüm olarak sermaye kontrollerini önerirken sadece sermayenin uluslararası hareketinden doğan kazançların çok büyük olduğunu değil, aynı zamanda sermaye hareketliliğini sınırlamanın ekonomik maliyetlerinin de çok geniş olduğunu dikkate almalıyız.

Daha ziyade devlet müdahalesi olarak ikinci faktöre yoğunlaşmalıyız. Ekonomik arenada uygun devlet müdahalelerinin yararlı prensipler seti aşağıdaki gibidir.

-Hükümetler bir açık politik amaca sahip olmalıdır,

-Bu amacı gerçekleştirirken ortaya çıkabilecek sapmalar minimize edilmelidir,

-Piyasa mekanizmalarına ve piyasa teşviklerine en yüksek düzeyde genişleme imkanı verilmelidir,

-Kriz sonrası yönetimden çok kriz öncesi davranışlara başvurmaya odaklanmalıdır.

En önemlisi, devlet politikaları özel sektörün yanlış tercihlerini aktif olarak teşvik etmemelidir. Tıptaki Hipokrat yemini gibi finansal düzenlemede “önce zarar vermeme” ilkesi benimsenmelidir.

İkiz kriz olgusunun bankacılık sektörü yükümlülüklerine devlet güvencesi verilmesi ile başlamasından dolayı, bu prensipler ışığında devletin güvenlik ağını sağlama rolünü ele alalım. Devletler, her yerde ulusal bankacılık sistemi için bazı güvenlik ağı tipleri sağlama niyetindedir. Yaygın düşünce finansal sistemin etkinliğini artırmak, finansal panik ve banka iflasları ihtimalini azaltmaktır. Gerçekten, 1907 finansal paniğinden sonra FED bu konuda ilk öneriyi yapmıştı. Gelişmekte olan ülkelerin güvence sağlamak için niçin olağanüstü baskıya maruz kaldığının pek çok nedeni vardır. Bu ülkeler genellikle yatırımcılar için teşvik edici finansal yapılara sahip değiller. Pratik bir hesaba göre, finansal sistem tamamen şeffaf değildir, açıklık yeterli değildir, varlıklar şeffaf değildir ve mülkiyet hakları muğlaktır. Örneğin 1997 krizinde Tayland etkin bir iflas kanununa sahip değildi(12). Benzer şekilde, zorunlu kesinti oranlarının bizim iskonto oranlarımızla eşitlemenin tartışıldığı bir toplantı yaptım. Borçlu bankaların başarısız olması durumunda tam bir teminatın kanuni dayanağının olmadığını öğreninceye kadar bu etkileyici izlenimdi. Bizim gördüğümüz bazı gelişmekte olan ülkelerde kredibil bir çevre oluşumu gerçekleştirmede gerekli sürdürülebilir altyapıyı ve kanunları oluşturmak için tam devlet güvencesinin kullanıldığıdır. ABD'deki yatırımcıların içinde buldukları çevre onlara gerekli güvenceyi sağlayabilir.

Bu nedenler bir bankanın güvenlik ağı için anlaşılabilirken, güvenliğin her zaman tasarlandığı gibi sonuç vermediği açıktır. Örneğin ABD tarihindeki en büyük banka kayıpları güvenlik ağı kurumlarını oluşturduktan sonra olmuştur(13). İkiz kriz olgusu, güvenlik ağının gelişmekte olan ekonomilerde nasıl daha fazla finansal bozulmalara yol açtığını gösterir. Niçin bu böyle olabilir. Cevap yoğun bir güvenlik ağının negatif etkisinde yatar: Bankaların kreditorlerinin sigortalanması, kreditorlere bankaların ticari işlemlerini denetlemede daha az agresiflik sağlar. Örneğin ABD'deki bankalar, 1930 öncesinde bugünkünden daha fazla nakit rezerv

ve daha fazla sermaye tutmuşlardır(14). Niçin? Çünkü piyasa böyle talep etmiştir. Yatırımcılar güvenlik ağının yok olması durumunda bankalara yeterli sermaye eklenmeksizin bu bankalara fonlama yapmak istemezler.

Bu örnek ışığında, iyi bir piyasa fonksiyonu firmaların sosyal açıdan optimal kararlar vermesine neden olan uzun bir yola yöneltebilir. Devletin bir rolü vardır, fakat devletin yerine getirmesi gereken en iyi rolü mümkün olduğu kadar piyasa teşviki sağlamaktır. İdeal olarak, maksimum sürdürülebilir büyümeyi besleyen istikrarlı ve güvenli finansal piyasaları düzenlemek için doğrudan piyasa teşvikinin sağlanmasını isteriz.

Temel prensip, pek çok aşamada düzenleyici reform sağlamaktır. The Basel Committee on Bank Regulation, 1988 yılında Sermaye Antlaşmasının neden olduğu bozulmaları azaltmak için banka sermaye yeterlilik oranını yeniden düzenlemiştir. Bu görüş, gerekli sermaye düzeyini belirlemede kullanılmak üzere varlık kategorisine kendine özgü risk ağırlığı katmaktadır. Bu ağırlık, genellikle risk ile yakından ilgisi olmayan ölçü olarak tanımlanır: onlar, bankadan bankaya borç verme ve aynı risk düzeyinde devlet borçlanmasına kolaylık sağlar. Üstelik risk ölçüsü, gelişmekte olan ülkeler için borçlanma şekillerini derinden etkileyebilen kısa dönem döviz borçlanmasına kolaylık sağlar. Bazı gözlemciler bu bozulmaların Asya krizinin oluşumunda önemli bir nedensel faktör olduğuna hemfikirdirler. Bu bozulmalar, Kore devlet borçlarına, ABD hazine tahvilleri ile aynı sermaye yükümlülüğü yükleyen bir çevre yaratmıştır ve gelişmekte olan ülkelerdeki bankaların kısa dönemli borçlarının Amerika'da banka dışı kesimin AAA- risk düzeyindeki orandan daha az sermaye sorumluluğu taşımasına yol açmıştır. Bu çerçevede batılı bankaların parayı, riskli ve gelişmekte olan piyasalara kanallandırmaları için açık bir teşvik vardır. Benzer şekilde, bu piyasalara borç vermek için açık bir teşvik vardır. Standart olarak, "önce zarar vermeme" düşüncesi uluslararası sermaye standartlarını oluşturma isteğine neden olabilir.

Basel Komitesi problemlerin karşılıklı müsamaha ile oluştuğunu söylemekte ve kamu teşviki döneminde uluslararası sermaye reformunun işleme konulmasını tavsiye etmektedir. Son tavsiye mektubunda, Şikago Federal Rezerv Bankası, rekabetçi teşvik düzenlemesine, açıklığa, şeffaflığa ve risk varlıkları yönetimine ihtiyaç olduğunu vurgulamıştır. Bankaların piyasa testinden geçmesi gerekmektedir.

Nasıl bir düzenleme örneği baskıdan ziyade gelişim için kullanılabilir, piyasa disiplini, müdahaleler yoluyla daha büyük bankaların sermaye karşılık oranını orta-uzun dönemli ikincil borçlara çevirmede bir öneridir. 1980'lerden beri Şikago FED tarafından tavsiye edilen bu öneri, son dönemlerde destek görmüştür. Bu öneri nasıl çalışır?

Konuya sayısal örnek vermeksizin, çoğu ikincil borç önerisi, sermaye gereksinimi azaltılabilir. Niçin teşvik edici rekabetçi düzen daha uygundur? Çünkü

borç verenlerin risk tercihi, banka denetçileri ile hemen hemen aynı olabilir. Onlar, banka portföyü seçimlerinde potansiyel kazanç artışından daha çok risk düşüşü ile ilgilenirler. Çünkü, borç verenlerin yükümlülükleri ikincil duruma düşerse, ikincil borç vericiler riskten etkilenir hale gelir, banka davranışlarını disipline edebilir ve gözetleyebilir. Onlar riskli bankadan daha yüksek faiz talep edebilir. Borç verenler, maliyetlerin birleşmesinden, müsamahadan kaçınmak ve problemlerinin daha çabuk çözümü için güçlü bir teşvike de sahip olabilir. Çoğu ikincil borç önerileri, ikincil borç oluşumunda mimimum vadeler, piyasaya girmek için bankaları zorlayıcı olgular gibi belirli kriterler isteyebilir(15). Amaç, bankanın tekrar piyasa testinden geçebilmesini sağlamaktır.

İkincil borç önerisi gibi düzenleyici bir altyapı varsayımı, bir dünya standardı olarak kabul edildi. Bu nasıl ikiz kriz problemini hafifletebilir? Gelişmekte olan ülkelerdeki bankaların ikincil borç vericileri dengeleyici olarak rol oynayabilir. Bankanın verdiği borçların kalitesinin zayıfladığının ilk işareti borçların dönüşümünün olmaması veya borç verenlerin daha yüksek kazançta ihtiyaç duymasıdır. ABD bankacılık piyasasındaki çoğu çalışmalar, borç verene borçlanma fiyatı ve bankaların varlık kalitesi arasında analiz yapabilmeyi önerir. Bu, Asya krizi ülkelerinde yatırımcılara kriz başlamadan önce problemlerinin patlak vereceğini farkına varmada bir gösterge olmuştur(16). Daha yüksek ikincil borç kazancı, hem piyasalara hem de düzenleyicilere potansiyel problemlerin var olduğunun açık bir işaretini verir. Böylece ikincil borç verenler, bankalardan çekilmeye başlayabilir. Bu hareket daha metodik olabilir ve sigortalı mevduatlar yoluyla riskli bankalardan kaçıştan daha az tahrip edici olabilir(17). Bu, hem bankalara riskli borçlarını değiştirme hem de doğru yönde düzenleyici yetkiler kullanabilme imkanı verebilir. Batılı kreditörlerinin bu ülkelerdeki hükümetlerin banka başarısızlıklarına asla izin vermeyeceği inancına rağmen bankalardan kaçışı azalmadı. Kriz, Tayland'ın en büyük finans şirketinin batması ile başladı ve hükümetin krize gireceği tahmin edilmedi. Yani, batılı kreditörler, ilgili hükümetler geniş bir yıkım döneminde paraya angaje olmaması konusunda ikna edilinceye kadar hareket etmediler. Bu noktada kreditörler bankalardan gitmedi, adeta kaçtılar.

Teşvik esaslı düzenlemeyi geliştirmekte olan piyasaları da içeren global bir standart haline getirmek mantıklı mıdır? Delil giderek pozitifleşmektedir. Arjantin hükümeti bankacılık sistemine güçlü bir piyasa disiplini getirdi. Mevduat sigortasını tekrar düzenledi, bankalar dolar ağırlıklı rezerv tutmaya gerek duydu ve önemli bir piyasa serbestliği sağlandı(18) ve 1996'dan beri varlıkların %2'sine eşit ikincil borç karşılığına çok benzer bir oluşum yapılmıştır. Bu adımlar batılı devletlerin özendirilmesinin bir sonucu yapılmamıştır. Tersine, piyasa baskısı sonucu oluşmuştur. Özellikle, Arjantin 1995 Tekila krizini takiben ödemeleri zorlaştıran yüksek faiz oranlarından kaçınmak istedi(19). Arjantin tecrübesinin bilinen sonuçlarına göre diğer geliştirmekte olan ülkeler de benzer tutum içine girebilir.

Uluslararası düzenlemelerin ortaya çıkan bir rolü daha vardır. Kayıpların hızını kesmek için gerekli banka sermaye düzeyini oluşturmada; uluslararası standartları biraz zorlayıcı kriterler haline getirmek ve banka varlıklarını risk ölçüsüne katmaktır. Buna bir alternatif, bankanın risk yapısını piyasa değerlendirmesinde kullanılabilir. Basel Komitesinin, son zamanlarda dışsal risk değerlendirmelerine dayanan yeni sermaye yeterlilik oluşumu önerisi bu yönde hareket etmektedir. İlave olarak, mevcut uluslararası standartlar, bankalar tarafından ikincil borç gibi yöntemlerle belirli sermaye araçlarının kullanımını son derece sınırlar. Hala, az önce tartışıldığı gibi bu araçlar, kayıplara karşı bir destek ve disipline edici bir kuvvet olarak etkin özelliklere sahip olabilir. Basel Komitesi, ülkelerin alternatif sermaye araçlarından faydalanmasından daha çok, faydanın maksimumlaştırılmasına izin vermede mevcut sınırları gevşetmeyi öneren tavsiyeyi kabul etmiştir. Son olarak IMF'nin gelecekteki rolü hakkındaki son Meltzer raporu, ülkelere IMF'den borç almadan önce güçlü bir şekilde ön şart uygulanmasını teşvik etmektedir. Bu ön koşul türleri, ulusal bankacılık düzenlemelerine, düzenleyici politikalara yeterli piyasa teşviki sağlamaya gereksinim doğurabilir.

Şimdi piyasa disiplininin bir çare olmadığını vurgulayalım. O bize doğrudan gerekli adımlar için bir yöntem sağlar. O, bütün problemler için sihirli bir anahtar değil, hareket etmemiz gereken bir yoldur. Bununla beraber, piyasa disiplininin ekonomik globalizasyonun artışıyla ortaya çıkabilecek değişimleri düzenlemede bir araç olabileceğine inanıyorum.

İlk başlarda, cevabı beklenilmeyen niçin tedbirli olmalıyız sorusunu sordum. Bir cevap varsa, benim cevap sizinkinden farklıdır, uluslararası sorunları nasıl çözeceğimiz herkes için önemli bir çıkarsamaya sahiptir. Asya'daki finansal krizin cari işlemlerimizi etkilediğini ve refah etkisinin belki gelecekte problemlere yol açabileceğini söyledim. Son olarak Iowa'daki küçük bir kasabadan bir bankacı, Mayıs 2000'deki Bankacılık Yapısı ve Rekabet Konferansında tam devlet güvencesi oturumunda konuşurken bana bir mesaj verdi. Şimdi, devlet güvencesini uluslararası rahatsızlıklar düşüncesiyle yalnızca büyük para merkezli bankaların değil bir büyük banka sorunu olarak düşünebiliriz. Küçük kasaba bankacısı tam güvencenin onu ve müşterilerini nasıl etkilediğini iyi anlamıştı. O büyük bir banka gibi sorunları tartıştı ve müşterilerini kayıplardan koruyabilmenin muhtemel olduğunun farkına vardı. Müşteriler, fonlama kaynaklarının daha pahalı hale gelmesi veya kaybolması nedeniyle korunan bankalara yönelmek ister. Sonuç olarak, o müşterilerin kredi ihtiyacını daha az karşılayabilir. Bu yersiz hükümet güvencesinin yalnızca Wall Street'i değil, Main Street'ide etkilemesi beklenilmeyen sonuçlara nasıl geldiğine bir örnektir. Bizim yapabileceğimiz uluslararası piyasalardaki sınırsız sermaye akımını Iowa'daki kadar iyi geliştirmektir.

Sonuç olarak, bizim düşündüğümüze yakın şeylere dikkat etmenin faydalı olduğuna inanıyorum. 1930'lara baktığımızda politikacılar finansal piyasaları

piyasanın işleyişine bırakmanın çok önemli olduğuna inanırdı. Ünlü iktisatçı Abba Lerner kayda değer bir mecazla şu görüşü ifade etti. O büyük depresyonu her tarafa yayılan vücutlar ile zincirleme bir araba kazasına benzetti. Bir yolcu kaza yapmış arabanın içine baktığında direksiyonun olmadığını fark edinceye kadar felaketin nedenini merak edebilir. Lerner'in ifadesi, piyasa serbestliğinin basit bir şekilde finansal krizlerden kaçınmak için yeterli olmadığıdır. Yalnızca devlet arabaların hedeflerine doğru yavaşça gitmesini sağlayacak kontroller koyabilir. Daha güncel olarak Anna Schwartz ve Milton Friedman'ın da bulunduğu pek çok okul, depresyona farklı bir çok yorum getirdi. Bunlar açısından yıkım, devletlerin yetersiz müdahalelerinin değil, uygun olmayan müdahalelerinin bir sonucudur.

Şimdi, milenyumun başında ülkemizin en büyük refah artışının ortasında olduğu bilinmektedir. Hem devlet müdahalelerinin sınırları hem de piyasa teşviki gücünün gerçekçi bir değerlendirmesiyle finansal istikrarsızlığın maliyetleriyle ilgilenen Lerner'in görüşlerine katılmamız için bir fırsata sahibiz. Ben, hem burada hem yurt dışında sürekli mülkiyet değişimini maksimize eden ve teşvik eden globalizasyonun belirsizliklerini tartışabileceğimizi düşünüyorum.

NOTLAR

1-Baz alınan *cleanup* maliyeti 165 milyar Dolardır. Hellmann, Murdock ve Stiglitz(2000) son zamanlarda bunu 180 milyar \$ veya %3,2 olarak ifade etmektedir.

2-Standard and Poor's Sovereign Ratings Servisinden (Haziran, Ekim, Kasım 1999) ve Dünya Bankasından alınan bilgiye göre, bankaları yeniden sermayelendirmenin maliyeti (GSYİH'nin yüzdesi), Kore'de %24, Malezya'da %22, Tayland'da %35 ve Endonezya'da %65 olarak tahmin edilmiştir. Kaufman (1999), %45-80 arasında bir sınıflandırma yapmıştır.

3-Yüzde 6'lık rakam 27 Ocak 2000 tarihli Financial Supervisory Agency of Japan yayınından alınmıştır. Diğer yayınlarda rakam daha yüksektir. Hellmann, Murdock ve Stiglitz (2000) verimsiz borçların GSYİH'nun %25'i olduğunu belirtmiştir.

4-Maliyet rakamı (çözülme maliyeti %20-65) refah kaybı ölçüsü değil, ekonomide birimler arası transferdir. Fakat, refah kaybı piyasa bozulmalarının ve etkinsizliğin sonucu olarak bu transferlerle birleşir. IMF'ye göre; kriz, üretimde %17-18 oranında düşüğe neden olmuştur. İlave olarak, yatırım etkinsizliğinin devamıyla da (kriz dönemi dışında) refah kaybı olabilir. Böylece yalnız kriz ile oluşan kayıplar belki gerçek refah kaybını ortaya koyabilir.

5-Asya krizinin en etkili olduğu altı ayda GSYİH azalması Endonezya, Kore, Tayland ve Malezya'da %25'tir. ABD'de 1929-33 döneminde GSYİH yıllık %15 ve toplamda yaklaşık %50 azalmıştır. Asya krizindeki azalmalar Büyük Depresyondan daha az sürerken, düşüş oranları mukayese edilebilir özelliindedir.

6-Bu daha önce Marshall (1998) ve Dooley (1999) tarafından tartışılmıştır.

7-İkiz kriz hipotezi Kaminsky ve Reinhart (1999) ve Burnside ve diğerlerinin (1999) görüşleri ile paralellik gösterir.

8-Asya krizi ülkelerinde optimal yatırımların gerçekleşmediği iddiası ile tutarlıdır. Örneğin, yatırım etkinliği standardının bir ölçüsü sermaye hasıla oranlarındaki (ICOR) artıştır. Daha yüksek ICOR, daha az etkin yatırımı ifade eder. Corsetti, Pesenti ve Roubini (1999) en büyük Asya ülkelerini incelemiştir. ICOR 1993-96 döneminde, 1987-92 dönemine göre hızla artmıştır. Yeni yatırımların ikame edildiğini, imalat kapasitesini artırma yerine gayri menkule yöneldiğini göstermiştir. Gayri menkul yatırımlarının artışı, ticari şirket binalarının yıllık kiralarında etkinsizliğe yol açtığına dolaylı bir delildir. Bu kazançlar kriz oluşmadan önce düşüktü. Kriz öncesi verimsiz borç oranı Tayland, Kore, Endonezya ve Malezya'da %15'in üzerinde idi. 1996 yılında Kore'nin en büyük 30 holdinginin 20'si sermaye maliyetinin altında kazanç sağlamışlardır. Belirsizlik yokken bu şirketler yatırımlarında ihtiyatsız davranmışlardır.

9-Bu rakam (1999 yılında GSYİH'nin %3,66) ve takip eden genel tartışmalar Herve ve Kouvaritsas (2000) baz almıştır.

10-Cari hesaplardaki bu artış; finansal açıdan refah etkisine, talep açısından ABD ekonomisinin gücüne dayanır. Her ikisi de geçerli iken refah etkisi ile ortaya çıkan veri, burada tanımlandığı gibi etkiye sahip olabilir. ABD cari hesabı 1990'larda açık verirken en büyük artış 1998-99 da ortaya çıkmıştır. Bu Asya Krizinin olduğu dönemdir. Açık, ABD tüketicilerinin yabancı mallara olan talebi ile artarsa, yurt içi faiz oranları artışına neden olur. Açık, ABD'deki yabancı sermaye arzı artışıyla ortaya çıkarsa, yurt içi faiz oranlarında düşüşe neden olur. Gerçekte, cari hesap açığındaki hızlanmalar, orta ve uzun dönemli faiz oranları düşüşüne yol açar. Bu, refah etkisi tartışmasına yol açmaktadır.

11-Kontroller, Ağustos-Eylül 1998'de uygulamaya konulmuştur.

12-Renaud, Zhang ve Koeberle (1998) bakınız.

13-Baer ve Mote (1992) çalışması 1980'lerde dolar mevduatı başına kayıp oranının depresyon yıllarındakini geçtiğini gösterir.

14-Boyd ve Rolnick (1998), 1933 yılından önce bankaların şimdikinden daha fazla sermaye bulundurduğu yazmıştır. 1944'ten 1900'lere kadar ortalama sermaye oranı, varlıkların %20'inden fazladır. Son yıllarda ortalama %6'dır. 1930'dan sonra banka sabit sermaye azılığı 1980'lerin başında banka sermaye gereksiniminin açıkça belirlenmesi için ana nedendir. Banka sermaye oranları tartışması için ve 1930'lardan sonra sermaye düzeylerinin neden gerçek değerinden fazla rapor edildiği tartışması için Kaufman (1992) bakınız.

15-Spesifik öneri örnekleri ABD Shadow Financial Regulatory Committee (2000), Evanoff ve Wall (2000) de mevcuttur.

16-Asya'daki ispat örnekleri 1)Tayland'da bankacılık sektörünün sermaye piyasası değerinin 1994 ortalarında düşmeye başladığı gerçeği 2)IMF'nin kriz öncesinde iki yıldan fazla bir süre Thai hükümetinin ekonomik yanlışlıklarından kaygı duyduğunu Lissakers (1999) belirtmiştir. Bankalar arasındaki farklılık için piyasa yeteneği hakkındaki ABD sayısal göstergeleri Kwast ve diğerleri (1999) tarafından özetlenmiştir

17-Sigortasız mevduat sahipleri ve ikincil borç vericilerin davranışları arasındaki farklılık, farklı vade uygulamaları ile ortaya çıkmaktadır.

18-Özel banka müşterileri, borçlanma statüsü, geçmiş durumları hakkında detaylı bilgi Arjantin Merkez Bankasının web sitesinden elde edilebilir.

19-Örnek, Calomiris ve Powel (2000). Onlar, bankaların piyasa disiplinini artırma sorumluluğunun olduğuna deliller sundular. Banka karşılıklarının Asya Krizinin yıkıcı etkileri başlamadan önce uygun olduğunu, daha hızlı büyüdüklerini ve daha düşük faiz ödediklerini tespit ettiler.