

Son Ödünç Verme Mercii'nin Nitelikleri (Ya da IMF'e İhtiyaç Var mı?)*

Anna J. Schwartz**

Asya ve Latin Amerika'nın yakın zamanlardaki mali sıkıntılarına bakarak, bazı gözlemler, dünyanın bir uluslararası son ödünç verme mercii ihtiyacı duyduğunu ifade etmektedirler. Bu amaca hizmet edecek kurumun, ya mevcut yapısıyla ya da muhtemelen sözleşmesinde yapılacak birtakım küçük düzenlemelerle, Uluslararası Para Fonu (IMF) olacağı ileri sürülmektedir.

Bu çalışmanın birinci bölümünde, ulusal çerçevede son ödünç verme mercii rolünü tanımlayacak, kurumun kökeninin tarihi seyirini ortaya koyup son ödünç verme mercii iyi ve kötü performans örneklerini ortaya koyacağız. Müteakiben, son ödünç verme mercii için geleneksel kuralların XX. yüzyıldaki modifikasyonunu tasvir edecek ve ulusal bağlamda son ödünç verme mercii niteliklerini sıralayarak tartışmayı toparlayacağız. İkinci bölümde, 1944'teki kuruluşundan beri IMF'in değişen rolünü inceleyecek, IMF gibi bir kurum için son ödünç verme mercii nitelikleri taşımanın mümkün olup olmadığını soracağız. Cevabın olumsuz olduğunu düşünüyoruz. Çalışmanın üçüncü bölümünde, IMF desteğine ihtiyacı sorguluyor; dünya sermaye piyasalarının, uygun koşullarla fon

sağlayarak mali sıkıntı içindeki ülkelerin iyileşme sürecini hızlandırmaya hazır olduğu sonucuna varıyoruz.

1. Yurt-içi Bağlamı

Son Ödünç Verme Mercii'nin Tanımı

Bir ülkenin mali sistemi içinde merkezi kurum işgal eden kurum olarak merkez bankasının sorumluluğu, sağlıklı işleyen bir ödemeler sistemini sürdürmek üzere, son ödünç verme mercii rolü oynamaktır. Önce "ödemeler sistemi" teriminin ne anlama geldiği, sonra bir ödemeler sisteminin nasıl bozulduğu ve bunu önlemek için son ödünç verme mercii'nin neler yapabileceğini ortaya koyalım. Ödemeler sistemi, bir ekonomide, bireyler ve firmalar arasında para ödemeleri ve transferler için başvurulan işlemler anlamına gelir.

Ödemeler sisteminin nasıl bozulduğuna ilişkin soruyu yanıtlamak için modern bankacılık sisteminin tanımlanması gerekir. Bu, bir kısmi rezerv gereklilikleri sistemidir. Böyle bir sistemde, geleneksel bankalar, merkez bankası banknotlarını kasa nakdi şeklinde tutmak ve merkez bankası ile rezerv balanslarını sürdürmek suretiyle rezerv şartlarını -hesaplarındaki mevduatın bir kısmı- yerine getirirler. Merkez bankası, hem banknot tedavülü hem de banka rezervlerini kontrol eder ki, bunların toplamı, yüksek-güçlü para (high-powered money) olarak bilinir.

** Dr., National Bureau of Economic Research Inc.'de (Pensylvania-ABD) araştırmacı.

Ödemeler sisteminin bozulmasının bir olası şekli, mudilerin, mevduatlarının güvenliğinden endişe duyarak, bankalara hücumu durumunda karşımıza çıkmaktadır. Mevduatlarını nakit olarak çeken mudiler, mevduatın nakde dönüşümünün devam edeceği beklentisiyle, banka sisteminin rezervlerini baskı altına alırlar. Mudilerin nakit talebinin karşılanamayacağı korkusu, yüksek-güçlü para için mücadeleye yol açar. Rezervleri onarma çabası içinde bankalar, istikraza başvurabilir; mevcut borçların çevrimini reddedebilir veya aktiflerin satışına yönelebilir. Bunlar, ödemeler sisteminin bozan olaylar manzumesidir. Aynı şey, sağlam borçluların, günü gelen ödemelerini yapmak için, herhangi bir fiyattan kullanılabilir kaynak/fon bulamama kaygıları olduğunda da ortaya çıkar. O zaman bütün finansal sistem risk altındadır; finansal hizmetler sekteye uğrar ve ekonomik faaliyet daralır.

Nihai Ödünç Vericiler Olarak Merkez Bankaları

Merkez bankaları, XIX. yüzyıl boyunca nihai ödünç vericilik rolünü öğrenmek zorunda kalmışlardır. Önceleri, bir panik başladığında onu kısa zamanda aşmaları için bankalara ek rezervler sağlamayı; daha sonra ise, ortaya çıkmadan önce paniği engellemek için harekete geçmeyi öğrendiler. Sorumluluğu yerine getirmenin geleneksel yolu, geçici likidite sıkıntısı olan muteber bankalara ve borç almış olanlara, yüksek-güçlü para borçları vermektir. Bir kriz halinde, bu tür borçları sağlayacak kaynaklara sahip tek kuruluş, yüksek-güçlü parayı sınırsız olarak yaratabilen, dolayısıyla nihai ödünç verici olan merkez bankasıydı.

Nihai ödünç verici sorumluluğunun işleyiş yöntemi, 1802'de Henry Thornton ve 1873'te Walter Bagehot tarafından geliştirildi. Bu yazarlar, borç alabilirliğin sağlam bankalarla sınırlı tutulmasını; bankaların, borç karşılığında bir ceza oranı, yani cari piyasa faiz oranından daha yüksek bir oranı ödemelerini ve sağlam teminat sunmalarını tavsiye etmişlerdir. Sağlam teminat sunması, borç isteyen bankanın gerçekte sağlam olduğunun bir göstergesiydi. Merkez bankası için, piya-

sa katılımcılarına, artan fon arzını mümkün kılmak üzere, zamanında ve öngörülebilir kurumsal hazırlık sinyalleri vermek de önemlidir. Artma ve azalma sinyalleri, tek başına, kaygıları gidermeye kafidir; böylece fonlar asla tükenmez.

Nihai Ödünç Verici İçin Britanya Modeli

The Bank of England, nihai ödünç verici desteğine ihtiyacın önemini biraz yavaş kavramıştır. 1825, 1847, 1857 ve 1866'daki finansal panikler serisi, bankanın, finansal sisteme kamuoyu güvenini onarmak için uygun tepkiler geliştirmesinden önce ortaya çıkmıştır. Bu panikleri yatırtmada etkin olamayan banka, bazı yardımlar sağlamışsa da bunlar yetersiz kalmış, kararsızlığı yüzünden finansal piyasalarda güveni restore edememiştir. Bununla birlikte, 1866 paniği, İngiltere'de yaşanan son panikti. Bu tarihten sonra The Bank of England, panik tehlikesine karşı hazırlıklı hale gelmiş, kısmi banka yetersizliklerinin etkilerinin bütün mali sisteme yayılmasını önleyici tedbirler almıştır.

ABD'nde Nihai Ödünç Verici Kavramının Evrimi

ABD'nde, The First Bank (1791-1811) ve The Second Bank (1818-1836), merkez bankasının habercileri olmuşlardır; fakat 1813'te Federal Reserve System'in kuruluşuna kadar nihai ödünç verici düşüncesi hayata geçebilmiş değildir. Bu kavramın hayata geçirilişinin temel nedeni, bize göre, 1866 sonrasında İngiltere deneyimi ile benzerlik arz etmese de, Sivil Savaş sonrası ABD finansal piyasalarını istikrarsızlaştıran panikler serisinin (1873, 1884, 1890, 1893) sonuncusu olan 1907 paniğidir. ABD ve İngiltere'de panik deneyimindeki farklılık, kısmen ABD bankalarının tek (unit) bankacılık sistemi ve çeşitlendirilmemiş aktif portfolyosuna karşılık iyi-çeşitlendirilmiş aktif portfolyosuna sahip ileri düzeyde yoğunlaşmış İngiliz bankacılık sistemi olgusu ile açıklanmıştır; dolayısıyla ABD bankaları, İngiliz bankalarına göre daha fazla başarısızlık eğilimi taşımıştır. Deneyim farkının bir diğer nedeni, ABD'nde Bank of England'a benzer bir nihai ödünç vericinin bulunmamasıdır.

1914 öncesi ABD’nde, nihai ödünç vericinin olmadığı bir ortamda hizmete sokulan kurum, belli kentlerdeki (New York, St. Louis, New Orleans, Baltimore ve Atlanta) bankalarının bölgesel kliring ofisleri birliğidir. Panikler sırasında kliring ofisleri, bankaların kanuni rezerv gibi kullandıkları borç sertifikaları çıkarmışlardır. Borç sertifikaları, “yüksek-güçlü para benzeri” şeklinde tanımlanmaktadır.

Bir paniğin en sık rastlanan niteliği, mudilerin, hesaplarını nakde dönüştürmeye yöneldiği bir ortamda, bankalarca nakit ödemelerini sınırlandırma kararı alınması; yani, mevduat hesabındaki miktarın çok daha fazla olmasına rağmen, mudinin çekebileceği nakit miktarının, bankalarca, mesela haftada 10 \$ ile sınırlandırılmasıdır. Kliring ofislerince, karşılığında bankaların faiz ödediği borç sertifikalarının çıkarılması, ödemeler sistemindeki bozulmayı durdurmuştur. Kliring ofisleri, panik dönemlerinde bankalara, rezervlerini ödemek zorunda kalmaksızın borç vermeye devam ve firmalarla hane halkına borçlarını ödeme araçlarına sahip olma olanağı sunmuştur.

Paniklerle başa çıkmak için tek başına bu düzenlemenin yetersizliği, Federal Reserve System’in oluşturulmasına yol açtı. 1920’lerde birçok banka batmış olsa da bir panik gelişmedi. Nihai ödünç verici olarak Federal Reserve’ün ilk sınavı, Güney’de büyük bir yatırım bankacılığı firmasına hücumun başladığı 1930 Kasımı ve büyük bir New York City bankasına hücumun panik koşulları doğurduğu 1930 Aralığı’nda gerçekleşti. The Federal Reserve, bu sınavında olduğu gibi, 1931, 1932 ve 1933 panikleri sırasındaki müteakip sınavlarında da başarısız oldu. Banka iflaslarının çokluğu, bunun sonucu olarak, söz konusu dönemde para miktarında 1/3 azalma, mevduat sigortası uygulamasına yol açtı. Halbu ki, etkin bir nihai ödünç verici olsaydı böyle bir yapılanmaya ihtiyaç duyulmayacaktı.

Büyük Bunalım’dan Beri Nihai Ödünç Vericiler

Son yıllarda, ne The Bank of England, ne de The Federal Reserve, Thornton ve Bagehot tarafından oluşturulan ilkelere göre, son

ödünç verme mercii işlemleri yapmıştır. Serbestçe ödünç verme kuralı, sıkıntılı kurumları kurtarmada, merkez bankasına ilaveten başka ticari kurumların devreye sokulmasıyla biraz değiştirilmektedir. The Bank of England için bu değişiklik, Baring Bros’un kurtarılmasına başka bankaların katılımının sağlandığı 1890’a kadar gitmektedir. Bu uygulama Fransa ve Almanya’da da görülmektedir. ABD’nde, Long Term Capital Management’ı (LTCM) kurtarma operasyonu, 1998’de, sadece özel katkılarla The Federal Reserve Bank of New York tarafından organize edilmiştir¹. Ayrıca, bankacılık problemleri, merkez bankası yerine daha çok mevduat sigorta kurumunca çözülmektedir.

İkinci bir değişiklik, sadece geçici olarak likiditesiz ama sağlam bankalara ödünç verme kuralı ile ilgilidir. Bu değişikliğin gerekçesi, ilk olarak, bir kriz sırasında, son ödünç verme merciiinin likiditesiz ve zayıf banka ayrımını yapamayabileceği ve ikinci olarak, sağlam bankalara yayılma etkileri nedeniyle zayıf bankaları kurtarmanın istenebilirliği iddiasıdır. Bize göre, bu iddiaların hiçbirini ikna edici değildir².

Bununla birlikte, merkez bankalarının uygulaması, “iflas etmeyecek kadar büyük” bankaları desteklemek; zayıf bankalar kapatılacaksa, bunu küçük bankalar için yapmak şeklinde olmaktadır. The Federal Reserve, 1989-1990’da, zayıf bankalara, mevduat sigorta kurumu bunların geleceğini belirleme konumuna erişinceye kadar, iskonto servisi (discount window) yardımı sunmuştur³.

Son bir husus olarak, sağlam teminata ceza oranıyla ödünç verme kuralı gözlenmektedir. Merkez bankaları, piyasa oranında ve piyasa oranı altında yardım sağlamaktadır. İlaveten, finansal piyasalara yardım sağlama niyetlerini önceden belli etmeyen merkez bankaları, müphem olmayı tercih etmektedirler. Böylece bankalar, sıkıntı halinde kurtarılacakları varsayımı ile yaşamayacaklardır. “Yapıcı müphemlik”, muhtemelen bankalarca fazla risk alınmasını sınırlandırır.

Bu değişiklikler, bize göre, geleneksel kuralların yerini ihtiyatla almakta ve bunları

savunan merkez bankalarının iddialarının aksine, sabır gerektirmektedir.

Gelişen Piyasa Ekonomilerinde Son Ödünç Verme Mercii Problemi

Gelişen piyasa ekonomilerinde merkez bankaları, ulusal para-ifadeli borçlarla yurtiçi ödünç alanlar için son ödünç verme mercii rolü oynayabilir; her zaman, talepte ani yükselmeleri karşılamak üzere, herhangi bir miktar ulusal para basabilirler. Bununla birlikte, gelişen piyasa ekonomilerinde, sıradan bankalar döviz ödünç alabilir; sadece ulusal para ile değil, dövizle de yurtiçi borçlandırma yapabilirler. Döviz talebinde artış varsa, merkez bankaları, sadece sahip oldukları kullanılabilir döviz rezervlerini sağlayabilir, daha fazlasını arz edemezler. Bu problem için muhtemel bir çözüm üzerinde daha sonra duracağız.

Yurt-içi Bağlamının Özeti

Bir yurt-içi son ödünç verme mercii, kendi ulusal parası ile ifade edilen yüksek-güçlü para yaratabilir. Yönettiği kaynakların dağılımında kendi takdir yetkisini kullanabilir. Hangi kuruma, ne tür koşullarla, ne kadar ödünç vereceğine ilişkin kararları için geleksel kurallar, bunların oluşturuluşundan bugüne, zaman içinde değişime uğramıştır. XIX. ve XX. yüzyıl-türü panikler artık gözlenmemektedir. Buna mukabil, son ödünç verme mercii, yayılma riskinin ortaya çıktığına inandığı zaman müdahale etmektedir. Yayılma düşüncesinin geçerliliği yaklaşımına, IMF'in bir uluslararası son ödünç verme mercii rolü oynayabileceği iddialarıyla ilgileninceye kadar değinmeyeceğiz.

2. Uluslararası Bağlam

IMF'in Değişen Misyonu

Bu başlık altında önce IMF misyonunun başlangıçta tasarlanan biçiminin evrimini özetleyeceğiz. Fon, 1944'te, Bretton Woods Anlaşma Hükümleri'ni düzenleyenlerce oluşturuldu. Onlar, uluslararası sermaye akımlarının 1930'larda istikrarsızlaştığını ve dalgalanan döviz kurlarının, ulusal paraların rekabetçi devalüasyonunu teşvik ettiğini düşünüyordular. Bu yüzden, savaş sonrası dünya için

Bretton Woods düzeni, uluslararası sermaye akımlarını sınırlamak üzere hükümet kontrollerine izin vermiş ve döviz kuru istikrarı amacıyla, kurları ABD doları veya altın ölçeğinde sabitleştirmeyi sağlamıştır.

Bu yapı içinde IMF'in rolü, sabit döviz kuru sisteminde, temel dengesizliğin kur değişikliğini haklılaştırdığı zaman ve ödemeler dengesi açığı olan ülkelere geçici kaynak sağlama konusunda kuralları uygulamaktır. IMF'in kullanabileceği kaynak, başlangıçta, - her beş yılda bir yükseltmek üzere- üyelerce (% 25'i altın, % 75'i para olarak) sağlanan 8.8 milyar dolarlık kotalara ilaveten 1961'de 10 sanayileşmiş ülkenin Fon'a ödünç vermeyi kabul ettiği 6 milyar dolardır. IMF kaynaklarına bir başka ilave, Anlaşma Maddeleri'nde 1967'de yapılan bir değişiklikte -kağıt altın şeklinde adlandırılan- Özel çekme Hakları'nın (SDR) oluşturulması ve 1970'te ilk dağıtımıdır. SDR, IMF'e, üye ülkelere kota katkılarından fazla kredi sağlama imkanı vermiştir. Merkez bankaları, SDR tahsis edildiğinde, eşdeğer ulusal para basarak bunları parasallaştırabilmektedir.

Bretton Woods sistemi, burada üzerinde durulmasına gerek olmayan bazı nedenlerle, 1971'de çöktü. Tartışmamızla ilgili husus, bu çöküşün, IMF'in hedeflerini de yıkmasıdır. Bretton Woods sabit kurları sonrasında dalgalanan kurlar, IMF'in döviz kuru düzenleyiciliği rolünü ortadan kaldırmış ve ödemeler dengesi sorunlarının niteliğini değiştirmiştir. 1971'den beri IMF, kendi rolünün yeniden tanımlanması arayışı içindedir.

Uluslararası bağlamda, IMF'in faaliyet alanındaki önemli bir değişim, Bretton Woods sisteminin çöküşünden beri, hayli likit bir uluslararası finansal sistemin ortaya çıkması ve dünya sermaye piyasasının artan biçimde hareketli hale gelmesidir. Bu değişimin önemi, çalışmamızın üçüncü kısmında sunacağımız düşünceye temel olacaktır.

1970'ler ve 1980'ler boyunca IMF'in kendine biçtiği rol, sayıları 180'i aşan üye ülkelere öneri ve enformasyon sunmaktır. Bununla birlikte, 1995'te Clinton yönetiminin yürüttüğü Meksika operasyonu, IMF'e

yeni bir rol kazandırdı. Bazı yanlış adımlar sonrasında yönetim, Amerikan Merkez Bankası, Hazine Döviz İstikrar Fonu, IMF ve Uluslararası Denkleştirme Bankası (BIS) tarafından finanse edilen -gerçekte, Meksika tamamını elde etmiş olmasa da- 50 milyar dolarlık bir kurtarma paketi oluşturdu. Bu deneyim, IMF'in, bir uluslararası son ödünç verme mercii fonksiyonu görebileceği düşüncesini ortaya çıkardı.

IMF Neden Bir Son Ödünç Verme Mercii Olamaz?

3 Ocak 1999'da, American Economic Association toplantısını açış konuşmasında, IMF Birinci Başkan Yardımcısı Stanley Fischer, reforme edilecek bir uluslararası finansal sistem içinde, "krizle karşı karşıya olan ülkeler için son ödünç verme mercii rolü oynayacak bir kurum" ihtiyacını tartışmaya açtı. O'na göre, böyle bir kuruma ihtiyaç vardı; "IMF, artan biçimde bu rolü oynuyordu ve mevcut uluslararası sistemde meydana gelen değişimler, bu fonksiyonun daha etkin icrasını mümkün kılmaktaydı."⁴ Bu konuşma, IMF'in son ödünç verme mercii niteliğine sahip olduğu iddiasının doğru olup olmadığı tartışmasını ortaya çıkarmıştır.

Merkez bankalarının, diğer bankalar ve daha genel olarak kendi finansal sistemleri için son ödünç verme mercii hizmeti sunma kapasitesine sahip olduğunu göstermiş bulunuyoruz. Merkez bankaları, kendi ulusal paralarıyla yüksek-güçlü baz para yaratabilir; hızlı hareket edebilir ve harekete geçmek için başka bir kurumun muvafakatine ihtiyaç duymazlar. IMF, bu niteliklerin her birinden yoksundur. Herhangi bir ulusal para cinsinden yüksek-güçlü para yaratamaz; dolayısıyla, uluslararası rezerv meydana getiremez. Fischer'in yanıtı, IMF'in, "üye ülkelere ödünç vermede kullanabileceği bir kaynak havuzuna erişebilir" olduğu şeklindedir. Ona göre, IMF kaynakları, 1945'teki ile aynı oransal büyüklükte, üretim, kota önerisi ve dünya ticaret hacmine gitseydi, bu kaynaklar 1999'daki durumdan üç, beş veya dokuz katı aşkın daha geniş olurdu. IMF'in kuruluşun-

dan beri her beş yılda bir başvuru kota artırımlarına, gelecekte daha sık başvurulacağına ilişkin bir belirti var mı?

Fischer, ayrıca, IMF'in ödünç alma kabiliyeti yanında, kaynaklarına takviye olmak üzere, SDR oluşturma yetkisini kullanabileceğini düşünmektedir. Merkez bankasının son ödünç verme mercii olması ile IMF arasında, Fischer'in temas etmediği temel bir fark, IMF'in herhangi bir eylemde bulunmak için, kendi Yönetim Kurulu'nda oylamaya ihtiyaç duymasındır; IMF, merkez bankasının sahip olduğu gibi, maliye bakanının muvafakatine tabi nitelikte bile olsa, bağımsız yetkililere sahip değildir. Üye ülkelerin oylarıyla yetkilendirilmedikçe IMF, SDR çıkaramaz ve ödünç alamaz.

IMF hızlı hareket edemez. Ödünç alacak bir ülkeye kaynak sağlamadan önce IMF, bir reform programını ortaya çıkarmak üzere, uzunca müzakereler yürütür. Geleneksel ilkelere uyması halinde, ulusal son ödünç verme mercii, geçici olarak likidite darlığı yaşayan sağlam bankaları kurtarıırken zayıf kurumları kurtarmaz. IMF'in bu tür ilkeleri yoktur.

Fischer, Fon'un acil durumlarda çok yavaş kaldığı suçlamasına değinmekte; ancak, Meksika krizinden sonra oluşturulan Acil Destek Mekanizması'nın (the Emergency Financing Mechanism) çok hızlı hareket olanağı sağladığını ileri sürmektedir. "Çok hızlı", sıkıntısızdaki ülkeyle bir anlaşma yapma sürecinin yaşandığı haftalar veya aylar anlamına gelmektedir. Şartlılık ilkesi ile ödünç verme ve kredi dilimleri (tranches) çerçevesinde kaynak sağlama, likidite darlığını aşma çabasının gereklerini karşılamaktan uzaktır. Bir ulusal merkez bankası, yönetsel karmaşıklıktan uzak ve hızlı biçimde para piyasasına likidite sağlayabilir.

IMF'in gerçek değil, sadece varsayımsal bir son ödünç verme mercii olduğu açıktır. IMF'in fonksiyonu ne olacaktır? Fischer, uluslararası finansal sistemde birtakım değişikliklerin ortaya çıkacağını -gelişen piyasa ekonomilerinin dalgalanan döviz kurlarına yöneleceğini, bu ülkelerin daha fazla uluslararası rezerve sahip olacağını, özel sektörün

sıkıntıda ki ülkeleri kurtarma operasyonlarına katılacağını ve bu ülkelerin uluslararası standartları benimseyeceğini söylemekte, fakat IMF'in işleyiş biçiminde herhangi bir değişiklikten bahsetmemektedir. 1998'den itibaren artık sübvansede edilmiş faiz oranlarıyla olmasa da, yine dış borç ödemeleri için kaynak sağlayacak ve kurumsal davranışa müdahale edecektir.

Fischer, IMF'in gelecekte, Ek Rezerv Kolaylığı (Supplementary Reserve Facility) kanalıyla Bagehot kurallarına göre ödünç vereceğini ileri sürmektedir. Ceza faiz oranı ödemeye ve sağlam teminat (good collateral) sunmaya razı ülkelere ödünç vermeye hazır global sermaye piyasaları ortaya çıkınca IMF'e ihtiyaç var mıdır? Fischer, serbestçe ödünç vermeyi, "krizin yayılmasından etkilenebilecek ülkelere erken ve yeterli miktarda ödünç vermeye hazır olmak" anlamında algılamakta; hiçbir yerde tanımlamadığı yayılmanın, ortaya çıkacağı varsayımını kanıtlamamaktadır.

Yayılma Masalı

Ekonomisini kötü yöneten bir ülke, uluslararası finansal krize neden olur mu? Bir masal, söz konusu ülkenin kredibilite kaybının tequila (yayılma) etkisi yapacağıdır. Bu varsayımsal tequila etkisi, sıkıntılı ülkelerin problemlerinden uzak olan başka ülkelerin, haksız yere bu problemlere bulaşarak sıkıntıya düşmesidir. Bu yolla yayılmanın, krizi, ilk kaynağından başka masum kurbanlara sıçrattığı söylenmektedir. İkinci masal, sıkıntılı ülkelere yardımın zorunlu olduğudur. Bu iddianın dayanağı, yine yayılma düşüncesidir. Yardımı örgütlemekte başarısızlık, domino etkisiyle, bir uluslararası finansal kriz yaratacaktır. Sıkıntılı ülkeyi kurtarma, dünyanın geri kalanını çöküşten koruyacaktır.

Yayılma, eğer bu terimin kullanımı doğruysa, sadece, başka ülkelerin, sıkıntıyı ilk yaşayan ülkelerin problemlerinden uzak olmalarına karşılık sermaye kaçışından zarar gördüğü koşullarda ortaya çıkar. Bu, sıkıntısının bir sonucu olarak tequila etkisinin yaşandığı 1995 Meksika yardımından itibaren bir dogmaya dönüşmüştür. O zamandan beri

ileri sürülen kanıt, (problemlerle yüz yüze olan köken ülke dışındaki) ülkelerin paraları ve borsalarındaki düşüşlerdir. Gözden kaçırılan ya da kasten ihmal edilen durum, yayılmanın kurbanı olduğu söylenen ülkelerin, yayılma kaynağı farz edilen ülkedeki ile aynı problemlere sahip olduğudur.

Başka bir yerde ortaya çıkan sıkıntıların sıçramasına yüzeysel referanslar güncel uluslararası finansal kriz literatüründe yaygındır. Gerçek şu ki, çok-ülkeli finansal sıkıntıların sebebini açıklamak için yayılmalara müracaat etmek zorunlu değildir. Benzer nitelikte yanlış politikalar uygulayan ülkelere sermaye kaçışı, yayılmanın kanıtı sayılmaz. Yayılma dogması taraftarları, 1987 New York borsası çöküşü ile 1990 Tokyo borsası ve emlak fiyatları düşüşünde yayılmanın yokluğunu açıklamamaktadırlar.

1995 Meksika yardımının, yapılması gerekenlere ilişkin modele esin kaynağı olması ilginçtir. IMF'in vurgusu, yardım prosedürü ve fonlara daha hızlı erişim üzerine olmuştur. IMF, kendini, finansal panik döneminde ödünç verici olarak görmektedir. Bununla birlikte, IMF ve diğer kurtarıcılarca ödünç verme, Meksika para piyasasına yöneltilmemiştir. Sorulması gereken soru, Meksika kurtarma operasyonunun kimin çıkarına tertiplendiğidir. Borç paketinin, Meksikalılar ile Meksika'nın finans-dışı firmalarına dolarbazlı borçlar yanında ulusal para ifadeli hükümet bonolarına (tesobonos ve cetes) yatırım yapmış başka ülke vatandaşlarına dolar ödemek amacıyla düzenlendiğinden kuşku var mıdır? Acil borçlara ihtiyaç duyulma nedeni bu mudur? Yüksek-getirili yabancı aktiflere yatırımın riskini elimine etmek midir?

Hatalı ekonomik politika izleyen ülkelerde halk, bu hatalar için ağır bir bedel ödemektedir: negatif değilse daha yavaş büyüme, hükümet zayıflığı ve işsizlik. Buna karşılık, ABD-destekli yardımlar, hatalı politikaların sonuçlarından zarar gören halkı değil, hükümetlere veya özel sektör kuruluşlarına ödünç veren yatırımcıları korumaktadır. IMF borçlarının yokluğu yatırımcıları olumsuz etkileyecekti, ancak Meksika'daki ekonomik koşullar, borçların sağlandığı duruma göre,

daha kötü olmayacaktı ve üstelik Meksika, bu borçları geri ödeme sıkıntısını yüklenmeyecekti.

IMF'den borçlanan Doğu Asya ülkeleri ve Brezilya, halka yarar sağlamadan gelişmiş ülkelerdeki yatırımcıların servet kayıplarını sınırlayan yardımların öteki örnekleridir.

Dahası, Meksika yardımı, Doğu Asya ülkelerindeki yabancı yatırımcılar arasında, geri ödeme için gerekli fonlar IMF tarafından sağlanacağından, risksiz borç verdikleri inancını beslemiş olabilir. Başlı başına bu durum, IMF karışımının dayanaklarını sorgulamak için yeterli nedendir. IMF'in borç sağlama koşulu olarak yaptığı politika önerilerine itiraz edilebileceğine ilişkin başka nedenler de, kesinlikle vardır.

Bize göre, sıkıntıya düşmekte olan gelişen bir ekonomi, zorlukların üstesinden gelmek için IMF'in katkısına muhtaç değildir. Finansal krizlerin yayılmasına yol açacak koşulları ortaya çıkaran yardımlar yerine, ülke, başka bir kurtuluş yolu izleyebilir.

3. IMF'siz İyileşme

Finansal krizle finansal panik arasındaki farkı görmek önemlidir. Finansal panik para piyasasında ortaya çıkar ve ekonominin ödemeler sistemini tehdit eder. Panik, son ödünç verme mercii tarafından hızla sona erdirilebilir. Gelişen piyasa ekonomilerinin son zamanlardaki sıkıntıları, finansal panikten ziyade finansal krize yol açmaktadır. Finansal kriz, ulusal paranın değişim değeri önemli boyutta düşerken aktif fiyatlarının -hisse senedi, gayri menkul ya da mal fiyatı olsun- dibe vurduğu, büyük bir finans-dışı firma veya finansal endüstrinin iflasla yüz yüze olduğu veyahut bağımsız bir ödünç vericinin destekten kaçındığı ortamda meydana gelmektedir. Finansal kriz, iskonto hizmeti veya açık piyasa işlemleri yoluyla belli aşamalarda piyasaya likidite sağlasa da son ödünç verme mercii dışındaki hükümet kuruluşlarınca çözüme kavuşturulan uzun süreli bozulmadır.

ABD'nde tasarruf ve ödünç verme endüstrisinin çöküşü, sorunla ilgilenmek üzere, başlangıçta mevduat sigorta kurumunu, daha sonra yeni bir kurumu -The Resolution Trust

Corporation- ortaya çıkaran bir finansal kriz örneğidir. Tasarruf ve borç krizini çözüme kavuşturmak, son ödünç verme mercii'nin sorumluluğu değildi.

IMF, kendisini sadece finansal panik durumunda ödünç verici olarak değil, aynı zamanda kriz yöneticisi olarak görmektedir. Halbuki, bu rollerden hiçbirini üstlenemez. Gelişen piyasa ekonomileri, bu rolleri bizzat yerine getirmelidir. Banka sisteminde likidite yetersizliği yaşıyorsa, IMF değil ulusal merkez bankası, mevduat sahiplerinin endişelerini gidermek üzere, yüksek-güçlü ulusal para yaratmalıdır. Sorun yabancı para yetersizliği ise, çözüm yine IMF değildir. Bazı gelişen piyasa ekonomileri, ani döviz talebi ile başa çıkabilmek için şemalar geliştirmişlerdir. Arjantin Merkez Bankası, 14 uluslararası banka ile LIBOR+205 temel puan (basis points) ödeyeceği 7 milyar ABD dolarına kadar Arjantin devlet tahvillerinin swap işlemleri için bir geri satınalım (repurchase) anlaşması çerçevesinde, kendisine maliyeti 33 temel puan olan bir opsiyon elde etmiştir. Borcun süresi, muhatap bankaya bağlı olarak 2 ila 5 yıl arasında değişmektedir. Meksika 2.5 milyar dolarlık döviz kredisi planı için 31 ticari banka ile anlaşma yapmıştır. Bunlar IMF'in değil, gelişen piyasa ekonomilerinin girişimleridir.

Bir finansal krizi ortaya çıkaran koşulların düzeltilmesi IMF'in değil, sıkıntıyı yaşayan ülkelerin vazifesi olmalıdır. Bir ülke, dış borçlarını ödeyemiyor veya taksitlerini aksatıyorsa, IMF değil, söz konusu ülke yabancı ödünç vericilerle bir ödeme planı müzakere etmelidir. Aynı şey, aldıkları borcu vadesinde geri ödeyemeyen firmalar veya bankalar için de geçerlidir. Bireysel bankalar, diğer finansal kurumlar, ortaklık ve finans-dışı işletmeler sağlam değilse, bunları güçlendirmek veya kapatmakla görevli ulusal kurumlar olmalıdır.

Para krizleri ve ciddi bankacılık sorunları, yakın geçmişteki finansal krizlere eşlik etmiştir. Paraların değişim değerini geliştirmiş bir ülkenin parasına bağlayan gelişen piyasa ekonomileri, para krizlerine meyyaldir. Yabancı yatırımcılar, nominal paritesinin

ekonomik koşullara uygun olmadığını düşündükleri paraları elden çıkarırlar. Gelişen piyasa ekonomilerinin, döviz rezervlerini kullanarak, sabit değeri koruma çabaları sonuçsuz kalır ve bu ülkelerin döviz kurunu dalgalanmaya bırakmaktan başka alternatifi kalmaz. Yabancı paralarla belirlenmiş borcu olan ulusal birimler zarara uğrar. Değer kaybeden ulusal para, düzeltilen iç politikalar piyasaya ekonomik durumun iyileşmekte olduğu sinyalini verdiğinde toparlanır.

Gelişen piyasa ekonomilerinin bankacılık sistemindeki eksiklikler, finansal krizler esnasında açığa çıkmaktadır. Geri dönmeyen borçlar, portfolyolarının yaygın problemidir. Yabancı bankalar için, banka sermayesi yetersizliğini gidermede en iyi umut, gelişen piyasa ülkelerinin bankalarında hisse elde etmektir.

Paniklerin aksine finansal krizler kısa zamanda sona ermezler; mali destek gerektirebilirler ve çözüm aylar veya yıllar sonra sağlanabilir. Finansal krizin yol açtığı servet kayıplarının telafisi, uzunca bir zaman için kişisel tüketimde azalma ve ulusal tasarrufla artışı zorunlu kılar. Sıkıntısız ülkelerin katlanmak zorunda oldukları şey budur. IMF, bu ülkeleri, bu aşık sonuçlardan koruyamaz. IMF kaynağını kullanan her ekonomi, IMF borcuna rağmen, üretimde şiddetli düşüş, cezalandırıcı yüksek faiz oranı ve artan enflasyona müptelidir⁵.

IMF, 1944'te, özel uluslararası sermaye piyasaları sınırlı ve sıkıntılı olduğunda, ülkelere ödünç verici hizmeti sunmak üzere kuruldu. Dayandığı rejim çerçevesinde IMF uygun bir ödünç verme rolüne sahipti, ancak bu rejim artık mevcut değildir. 1990'larda özel uluslararası sermaye piyasaları serbestleşmiş ve fonlar bollaşmıştır. Şimdilerde mevcut rejim içinde IMF ödünç vermesi, uygun kuraldan yoksun bir aracılık biçimindedir. Her gün, gelişen piyasa ekonomilerinden, daha yeni bir finansal krizi atlattıkları olanlardan bile, emeklilik, yatırım şirketi ve riskten korunma (hedge) fonlarından fon sağlama konusunda başarı haberleri duyulmaktadır. Kasım 1997'deki krizden beş ay sonra G. Kore, uluslararası yatırımcılara 4

milyar dolar tutarında tahvil satmıştır. Kolombiya, krizden altı ay sonra, Mart 1999'da 500 milyon dolarlık tahvil satışı gerçekleştirmiştir. Tayland, Meksika ve Arjantin, geçen yıl (1998), fon sağlamada benzer başarılar elde etmişlerdir. Peru, borç aramış; ancak, kredi riski faiz primi ödemek istemediğinden yapılan öneriyi geri çevirmiştir.

Sermaye piyasalarına erişimin gizemi nedir? Dış borçlanmaya ihtiyaç duyan ülkeler, ceza oranı ödeyecek ve sağlam teminat sunacak olurlarsa, özel sektör ödünç vericileri bulacaklarından emin olabilirler. Bunlar zaten, Fischer'e göre, IMF'in gelecekte ödünç verirken isteyeceği koşullardır. IMF, kendini, sermaye piyasalarıyla rekabet edebilecek bir ödünç verici olarak gözükmüyor mu?

Özel piyasanın ödünç vermek için koyduğu koşulları sağlayamayan bazı ülkeler finansal yardımı gerekli kılabilir. Bu ülkelere, uluslararası bir kurumdan yapılacak tam hibeler doğru çözüm olabilir. Bu tür hibelerin, deprem, kasırga, sel veya salgın hastalık gibi felaketlere maruz kalmış ülkelere yapılması savunulabilir.

Bununla birlikte, ekonomik kalkınma için, bankacılık yapılarını reforme eden, ödünç verme ve yatırımda kabul edilebilir muamele kurallarını yürürlüğe koymak üzere, düzenleme, gözetleme ve piyasa disiplininin uygun bileşimini yaratan, sağlam parasal ve mali politikalar benimseyen ve açık sermaye piyasalarını teşvik eden gelişen piyasa ülkeleri, yakın geçmişin finansal krizlerinden kurtulma yolunda başarılı olacaklardır.

Nihai Yorumlar

Daha istikrarlı bir uluslararası finansal sistem yaratmak üzere her bir ülke, son ödünç verme mercii konumunda olmalıdır. Son ödünç verme mercii, bankalara hücumlar ve borsa çöküşleri eşliğindeki ödemeler sistemine yönelik tehditlerin önüne geçebilir. Uluslararası son ödünç verme mercii olarak kendisine yapılan atıflara rağmen IMF, gerek ulusal, gerekse global ölçekte, böyle bir makamın niteliklerinden yoksundur.

Finansal krizler, finansal paniklerden farklıdır. Krizler, son ödünç verme mercii di-

şındaki ulusal kurumların müdahalesini gerektirir. IMF, bu tür kriz çözücü kurumları ikame edemez.

Krizler ve panikler, büyük cari hesap açıkları, aşırı kredi büyümesi, yatırım fonlarının yanlış dağılımı, fazla parasal genişleme ve mali gevşekliliği kapsayan sürdürülemez politikalar yürüten bir ülkenin parasına yatırımcıların güven kaybının sonucu olarak, ulusal paranın değişim değerinde yıpranma anlamına gelen para krizinden farklıdır. Para krizleri, ülkelerin, paralarını sabitledikleri nominal döviz kurlarının ekonomik koşullara uygun olmadığı durumlarda meydana gelir.

Son birkaç onyıldır kaydettikleri genişleme ve derinleşme, dünya sermaye piyasalarını, kredibilite sahibi ülkeler için borç sağlayıcı haline getirmiş ve IMF'in ödünç verme rolünün sorgulanmasına yol açmıştır.

NOTLAR

1. Bkz. Edwards (1999). Yazar, LTCM'in çöküşü durumunda, "geleneksel son ödünç verme mercii yaklaşımı"nın muhtemelen yetersiz kalmayacağına ve "The Federal Reserve açısından yardım sağlamanın, hemen hemen kesinlikle, en etkin yol olmadığı"na inanmaktadır.

2. Bkz. Chari and Kehoe (1999). Bu yazarlara göre, "son ödünç verme merciiinden fon alma ihtimali, banka zayıf olsa bile, banka portfolyosunun riskliliğine göre mevduat faiz oranının değişim ölçüsünü azaltır. Dolayısıyla, son ödünç verme mercii, zımnen, bankaların aldığı riski sübvans eder. Bu sübvansiyon, bankaların fazla risk almasına yol açmakta ve paradoksal biçimde, finansal panikleri daha sık ve oluştuğunda daha şiddetli hale getirebilmektedir. Nihai ödünç vericinin ahlaki tehlikeyi (moral hazard) önleyebilmesinin bir yolu, sadece likiditesiz ama sağlam olan bankalara ödünç vermesidir.

3. Bkz. Anna J. Schwartz, "The Misuse of the Fed's Discount Window", Federal Reserve Bank of St. Louis Review 74(5), September/October 1992, pp. 58-69. 1991 tarihli The FDIC Improvement Act, sorunlu bankaların uzun dönem borçları için iskonto servisinin kullanımını sınırlandırmakta; ayrıca, yetersiz sermayeli (undercapitalized) bankalar için müdahale zamanına ilişkin düzenleyicinin takdir yetkisini kısıtlamaktadır.

4. Bkz. S. Fischer, "On the Need for an International Lender of Last Resort", The American Economic Association and The American Finance Association, New York'ta 3 Ocak 1999'da sunulan bildirisinin gözden geçirilmiş versiyonu: <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/010399.htm> adresinden temin edilebilir. Fischer, IMF için son ödünç verme mercii rolü öneren tek kişi değildir; ayrıca bkz. Steven Radelet and Jeffrey Sachs (1997) ve George Soros (1998).

5. Şimdiye kadar Brezilya, finansal krizin beraberinde yüksek enflasyon yaşamadı. Kriz koşullarının başlamasından önce ücretlerle döviz kurunun ilintilendirilmesi, bu sonuç için bir açıklama olabilir görünmektedir.

KAYNAKLAR

Bagehot, Walter (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market*, London: Henry S. King and Company.

Chari, V. V. and Patrick J. Kehoe (1999). "Asking the Right Questions About the IMF". *The Region* 13 (May): 2-26. Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Edwards, Franklin R. (1999). "Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management". *Journal of Economic Perspectives* 13(2) Spring: 189-210.

Fischer, Stanley (1999). "On the Need for an International Lender of Last Resort". Available at: <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/010399.htm>.

Radelet, Steven and Jeffrey Sachs (1997). "What Have We Learned, So Far, from the Asian Financial Crisis?" mimeo. Harvard Institute for International Developments. Available at: www.hiid.harvard.edu

Schwartz, Anna J. (1992). "The Misuse of the Fed's Discount Window". *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 74(5): September/October, pp. 58-69.

Soros, George (1998). "The Crisis of Global Capitalism". *Wall Street Journal*, September 15, 1998.

Thornton, Henry (1802 [1965]). *An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. Edited with an Introduction by F. A. Hayek. New York: Augustus M. Kelley.

* Yazar tarafından Alex G. McKenna Ekonomik Eğitim Dizisi'nin 46. Konuşmacısı olarak St. Vincent College'da 29 Eylül 1999'da verilen konferansın metnidir: *Economic Directions*, Vol. 10, No. 1, November 1999'daki "Earmarks of a Lender of Last Resort" başlıklı orijinal metinden çevrilmiştir.

Çeviren: Yusuf Bayraktutan