

**FİNANSAL SERBESTLEŞME POLİTİKALARI VE  
FİNANSAL KRİZLER: LATİN AMERİKA,  
MEKSİKA, ASYA VE TÜRKiYE KRİZLERİ \***

**Yrd.Doc.Dr. Bülent Gülođlu  
Yrd.Doc.Dr. A. Ender Altunođlu**

---

\* Bu makale, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakóltesi Dergisi, No:27, Ekim 2002'de yayınlanmıştır.

## **Finansal serbestleşme politikaları ve finansal krizler : Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye krizleri**

Bu çalışmada 1980'li yıllarda başlayan IMF destekli finansal serbestleşme hareketlerinin, Latin Amerika ülkelerindeki krizlerden başlayarak Meksika, Güney Doğu Asya ve son olarak Türkiye'de yaşanan finansal krizlerdeki rolü incelenmiştir. Döviz kuru çıpası, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, özelleştirme programları, mevduata verilen garantiler, sıkı para ve maliye politikaları IMF destekli reform programlarının ortak noktalarını oluşturmaktadır. Bu tür politikalar uygulanmaya konulduğunda yabancı sermaye girişi hızlanmakta, faiz oranları ve enflasyon düşme sürecine girmekte, artan ithalat ve tüketimin de etkisiyle ekonomik büyüme oranları yükselmektedir. Ancak enflasyon oranları istenen seviyeye düşürülmediğinde ve ulusal paralar aşırı değerlendirildiğinde ithalat ve kısa vadeli dış borçlar hızlı biçimde artmakta, ihracat azalmakta ve cari işlemler dengesi bozulmaktadır. Bu süreç, devalüasyon beklentisi artan yabancı yatırımcıların, finansal yatırımlarını yurtdışına çıkarmaya başlamalarıyla ve açık pozisyonları yüksek yerli bankaların iflas edeceği endişesiyle hareket eden yerleşiklerin mevduatlarını geri çekme eğilimine girmeleriyle krize dönüşmektedir. Türkiye'de yaşanan Nisan 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin, Latin Amerika, Meksika ve Asya krizleriyle karşılaştırılması, IMF destekli reform programlarının makroekonomik istikrarın olmadığı, bankacılık sisteminin zayıf olduğu ve etkin olarak denetlenemediği ülkelerde, finansal krizlere neden olabileceğini göstermesi açısından önemlidir.

Financial Liberalisation Policies and Financial Crises: Latin America, Mexico, Asia and Turkey Crises

### **Summary**

In this study, the role of IMF supported financial liberalisation programmes which generally resulted in a financial crisis in Latin American countries, South East Asia and finally in Turkey, has been investigated..

IMF supported reform programmes mainly involve the pegged exchange rate mechanism, capital movement liberalisation, privatisation programmes, deposit insurance, contractionary monetary and fiscal policies.

When these type of policies are implemented, foreign capital inflows accelerate, interest rates and inflation tend to decline and economic growth rates increase by additional increase in import and consumption items.

However, if the inflation is not reduced towards the expected level and the national currency is over-valued, imports and short term foreign debts will increase sharply, exports will decrease and balance of current account will deteriorate.

This process is transformed into a crises when foreign financial capital (hot-money) outflows the domestic economy and domestic investors take a risk hedging position by withdrawing their bank deposits before they are due from the fear that the domestic banks have the risk of bankruptcy.

The comparison of the crises occurred in April 1994, November 2000 and February 2001 in Turkey and the crises in Latin America, Mexico and Southeast Asia indicates an important result that the IMF supported reform programmes can lead to financial crises in countries where there is lack of macroeconomic stability, fragile banking system and there is no regulation in the banking system.

## 1.GİRİŞ

1980’li yılların başlarından 1990 yıllarına kadar uzanan dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, mali sistemlerini serbestleştirmek amacıyla bir dizi reformlar yapmışlardır. Bunların en önemlileri, faiz oranlarının serbest bırakılarak kredi tavanlarının kaldırılması, bankaların Merkez bankasında tutmak zorunda oldukları mevduat munzam karşılık oranlarının indirilmesi ya da tamamen kaldırılması, bankacılık sektörünün hem yabancı hem de yerleşiklere açılması, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir.

Bu tür politikalar genel olarak finansal serbestleşme politikaları olarak adlandırılmışlardır. Bu politikalar McKinnon(1973) ve Shaw(1973)’in öncülüğünde temeli atılan ve daha sonra Kapur, Galbis ve Mathieson gibi ekonomistlerce geliştirilen finansal serbestleşme teorisine dayanmaktadır. Bu iktisatçılara göre, finansal serbestleşme politikalarının esas amacı ekonomik büyümeyi hızlandırmaktır. Bu da iki şekilde gerçekleşir :

Birinci olarak, faiz oranlarının serbest bırakılmasıyla birlikte ekonomide tasarruflar artar ve kişiler gelirlerinin büyük bir kısmını finansal aktif biçiminde tutmaya başlarlar. Finansal aktif stokunun artması likitide ihtiyacının azalmasına yol açar ve yatırımlar için gerekli kredilerin bulunmasını kolaylaştırır. Faiz oranlarının artması müteşebbüslerin yatırım talebini bir miktar olumsuz etkilese de, ekonomide ödünç verilebilir fonların miktarı artacağından yatırımlar ve dolayısıyla ekonomik büyüme artar. Ancak mevduat faiz oranı, sermayenin marjinal verimlik oranını aşmamalıdır. Eğer aşarsa girişimciler yatırım yapmak yerine faiz geliri elde etmeyi tercih ederler.

İkinci olarak finansal serbestleşmeyle birlikte yatırımların finansmanı için, iç ve dış kredi bulma olanakları artar. Mevcut bankacılık sistemi, yatırılabilir kaynakların sadece bir kısmını yatırıma dönüştürse bile, tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesinde büyük rol oynar. Finansal araçlar, gerçekleşme ihtimali yüksek yatırım projelerini bulup finanse ettiği sürece, bankacılık sisteminin gelişmesi ve rekabetin artmasıyla birlikte çoğalan ve daha verimli hale gelen aracı kurum faaliyetleri, getirisi çok yüksek projelerin finanslanmasını sağlar. Sonuçta yatırımların ortalama verimliliği ve yatırım hacmi artarak ekonomik büyüme hızlanır.

Bu fikirlerden etkilenen birçok ülke 1980-1990 yılları arasında finansal serbestleşme politikaları uygulamış ancak birkaç Güney Doğu Asya ülkesi dışında bu politikaların birçoğu başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Finansal serbestleşme politikaları bekleneni verememekle kalmamış, uygulandığı ülkelerin birçoğunda finansal krizlere neden olmuştur.

Bu çalışmada finansal serbestleşme politikaları ve son yıllarda ülkemizi de etkileyen finansal krizler arasındaki yakın ilişki incelenmektedir. Çalışmanın giriş bölümünden sonra, ikinci bölümünde değişik ülkelerdeki finansal reform programlarının sonuçları kısaca değerlendirilecektir. Üçüncü bölümde finansal reform programlarının nasıl finansal krizle sonuçlandıkları anlatılacaktır. Bu bağlamda ilk önce 1980’li yıllardaki Latin Amerika ülkelerindeki reformlaşma hareketlerinin başlangıcından krize kadar uzanan süreç incelenecek, daha sonra 1994-1995 yıllarındaki Meksika ve 1997-1998 yıllarındaki Asya krizleri ve en son olarak da 1994, 1998, 2000 ve 2001 yıllarındaki Türkiye krizleri ele alınacaktır.

Dördüncü bölümde krizlerden çıkarılabilecek muhtemel sonuçlar tartışılacaktır. Beşinci bölüm sonuç bölümüdür.

## **2. FİNANSAL REFORMLAR VE SONUÇLARI**

Son yirmi yıldır birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke, finansal sistemini yeniden yapılandırmak için bir takım reformlar yapmaktadır. 1980'li yılların başlarından itibaren uygulamaya konulan finansal reform süreci, kesintilere uğramasına rağmen birçok ülkede devam etmektedir. Bu süreç iki aşamada incelenebilir. Reformların birinci aşamasını 1980'lerden başlayan ve 1990'lı yıllara kadar devam eden dönem oluşturmaktadır. Bu dönemde birçok ülke mali piyasalarla ilgili finansal baskı döneminden kalma yasaları kaldırmış ya da yeniden düzenlemiştir. Finansal serbestleşme döneminde faiz sınırlamaları kaldırılmış, kredi politikaları değiştirilmiş, bankacılık sektörüne giriş çıkışı serbest hale getirecek düzenlemeler yapılmış, yabancı sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar kaldırılmış ve menkul kıymetler borsaları kurulmuş ya da bu borsaların daha aktif hale gelmesini teşvik eden politikalar yürürlüğe konmuştur. Ancak bu dönemde birçok ülke değişik düzeylerde mali ve/veya parasal krizle karşı karşıya kalmıştır. Bu ülkelerden Arjantin, Filipinler, Finlandiya, Gana, İsrail, İsveç, Norveç, Şili, Tayland, Türkiye, Uruguay ve Venezüella ciddi krizler yaşamışlardır (Johnston ve Pazarbaşıoğlu 1995 ; Demirgüç ve Detragiache, 1998 ; Drees ve Pazarbaşıoğlu,1998).

Bu krizlerden sonra finansal serbestleşme politikaları birçok eleştiriye uğramış ve yeniden ele alınmışlardır. Finansal serbestleşme teorisinin öncülerinden McKinnon gibi iktisatçılar dahi daha kontrollü bir finansal serbestleşmeden söz etmeye başlamışlardır.

1990'lı yıllardan itibaren başlayan ve günümüze dek süregelen finansal reformların ikinci aşamasında, ekonomide daha çok yapısal düzenlemelere yönelik çalışmalar yapılmaktadır. Bu düzenlemelerin temel amaçları, makroekonomik istikrarı sağlamak, kredi piyasasında yanlış seçim (adverse selection) ve etik problemleri (moral hazard) gibi asimetrik bilgi'den kaynaklanan aksaklıkları gidermek için finansal kurumlara yönelik etkin bir denetleme ve gözetleme mekanizması kurmak, bankacılık sektöründe rekabeti sağlamak, ulusal kredi piyasası ile uluslararası kredi piyasaları arasındaki kopuklukları gidermek ve menkul kıymet borsalarının dünya borsalarıyla entegrasyonu sağlamak olmuştur. Bu aşamanın henüz tamamlanmadığı ve ülkemizin de arasında bulunduğu birçok gelişmekte olan ülkenin ikinci dalga reform sürecinin henüz başında olduğu ve elde edilen sonuçları değerlendirmenin henüz erken olduğu ortadadır. Bu yüzden çalışmada esas olarak birinci dalga finansal reformlardan ve onların finansal krizlerle ilişkisinden bahsedilecektir.

## **3. FİNANSAL KRİZLERİN KARŞILAŞTIRILMASI VE DEĞERLENDİRİLMESİ**

1980'li yıllarda *birinci dalga* reformları yapan ülkelerden özellikle Latin Amerika ülkelerinin geçirdiği krizlerle 1994 Meksika krizi ve son yıllarda yaşanan Güney Doğu Asya krizi ve ülkemizin 2000 ve 2001 yıllarında karşılaştığı krizler büyük benzerlikler göstermektedir. Bu bölümde "film" en başa sarılarak, IMF yapısal uyum (structural adjustment) politikalarının uygulanmaya başlandığı

1980'lerden 2000'li yıllara kadar olan bölüm yeniden izlenecektir. Böylece yaklaşık yirmi yıldır uygulanmakta olan finansal serbestleşme politikalarının ekonomiye etkileri ve krizlerdeki rolü daha iyi biçimde ortaya çıkarılacaktır.

### 3.1 Latin Amerika Krizi

1980'li yılların başlarında Latin Amerika ülkelerinin finansal gelişmişlik seviyesi ülkeden ülkeye büyük farklılıklar göstermekteydi. Arjantin, Brezilya, Şili ve Uruguay gibi ülkelerde bankacılık sektörü önemli derecede dengesizlikler ihtiva etmesine rağmen biraz daha gelişmiş durumdaydı. Bolivya, Dominik Cumhuriyeti, Ekvator, Nikaragua, Peru ve Venezuela'da finansal sektör tam anlamıyla baskı altındaydı (Edwards, 1995: 200). Bu ülkelerde finansal baskı politikaları, faiz oranlarının kontrol edilmesi, kredi tesisinin devlet tarafından yapılması, menkul kıymet borsalarının ve yeni mali kurumların kurulmasının engellenmesi, sermaye hareketlerine sınır getirilmesi şeklinde ortaya çıkmıştır. Finansal baskı politikaları Latin Amerika ülkelerinde finansal sektörün daralmasına yol açmıştır. Finansal sektörünün büyüklüğünü ölçen para arzının (M2Y) GSYİH'ya oranı, 1980 öncesinde %40'ların altında seyretmiştir. Gelişmiş ülkelerinkiyle karşılaştırıldığında bu oran oldukça düşüktür (Edwards, 1995 : 204).

1980 öncesinde Latin Amerika ülkelerinin birçoğunda görülen yüksek enflasyon ve aşırı değerlenmiş ulusal paralar, kişileri tasarruflarını değişik finansal aktifler arasında paylaşımak yerine, döviz cinsinden tutmaya sevk etmiştir. Ayrıca mevduat munzam karşılıklarının çok yüksek oranlarda olması ticari bankaların özel sektörün yatırımlarını finanse etmesini engellemiştir. Latin Amerika ülkelerinin birçoğunda menkul kıymet borsaları da 1980 öncesinde bürokratik engellemeler nedeniyle gelişmemiş ve 1980'li yılların ortalarına kadar hisse senetlerinin piyasa değerindeki düşüş sürmüştür.

Bunların dışında, devlet tarafından nominal faiz oranlarının, enflasyon oranının altında belirlenmesi, reel faizlerin negatif olmasına yol açmıştır. Bu durum verimli projelerin finanse edilmesini olumsuz etkilemiş ve Latin Amerika ülkelerinden sermaye kaçışına yol açmıştır. Ayrıca formel finansal piyasanın dışında varlık gösteren informal bir mali sektör oluşmuştur (Adams ve Fichette :1994).

1980 öncesinde uygulanan kredi tahsis politikası da devletin Latin Amerika ülkelerinde finansal piyasalara müdahale etmek için yoğun olarak kullandığı bir araç olmuştur. Genel olarak devlet kredi tahsisini a) Kamu bankaları aracılığıyla piyasa faiz oranının altında devlet tarafından belirlenen öncelikli sektörler için kredi vermek, b) Özel ticari bankaları, portföylerinin bir kısmını öncelikli sektörler için ayırmaya zorlamak, c) Bu sektörler için kredi veren ticari bankalar için reeskont oranlarını düşük tutmak, d) Ticari bankaları, portföylerinin niteliğine göre değişik oranlarda mevduat munzam karşılığı bulundurmaya zorlayarak gerçekleştirmiştir.

Ancak açılan kredilerin büyük bölümü kredi alan kişi veya kurumların büyük rantlar elde etmesine yol açmıştır. Güney Doğu Asya ülkelerinde de kredi tahsis politikası uygulanmış ancak krediler faaliyet gösterdiği sektörden bağımsız olarak ihracatını en çok artıran firmalara verilmiştir (Edwards, 1995 : 206 ).

Latin Amerika ülkelerinde reform öncesi dönemde görülen en önemli problemlerden birisi de mali sistem üzerinde etkin bir denetim mekanizması olmamasıdır. Bankaların kredi portföyleri hakkında yeterli bilgi verme zorunluluğunun minimum düzeyde olması ya da hiç olmaması, yerli ya da yabancı

bağımsız denetleme kurumlarınca bankaların denetlenmemesi, mevduata verilen garantiler nedeniyle bazı holding bankalarının topladıkları kredileri kendi bünyelerindeki şirketlere usulsüzce aktarmaları, şüpheli alacak karşılıklarının düşük olması ve benzeri nedenler yüzünden verimsiz kredilerin (nonperforming loans) oranı yükselmiştir. 1982 yılındaki borç kriziyle birlikte verimsiz kredilerin oranı bankaların toplam portföyünün % 20'sine ulaşmıştır (Edwards, 1995 : 207 ).

Bu borç krizi özellikle Arjantin, Kolombiya, Şili ve Uruguay'ın finansal sektörlerini derinden etkilemiştir. Arjantin'de 1980-1982 yılları arasında özel ticari bankaların en büyükleri ve 42 küçük ve orta ölçekli mali kurum tasfiye edilmiştir. Benzer bir şekilde Şili'de de 11 tane büyük finansal kurumun likidasyonuna gidilmiştir. Bir yıl sonra, kriz daha da genişlemiş ve 7 tane iflas etmiş banka devlet tarafından geri alınmış ve bunlardan iki tanesi kapatılmış, diğer beş tanesinin rehabilitasyonu gerçekleştirilerek küçük yatırımcılara ve özel emeklilik fonlarına satılmıştır. Uruguay'da, Merkez Bankası mevduat sahiplerini korumak amacıyla sorunlu bankaları geri almadan önce, yabancılara rehabilitasyonlarını sağlamak ve kötü kredilerinden (bad loans) arındırmak koşuluyla satmıştır. Tüm çabalara rağmen kriz 1986 yılına kadar devam etmiştir (Edwards,1995 : 208).

Özetle 1982 yılındaki borç krizi Latin Amerika ülkelerine akan yabancı sermayenin durmasına yol almış ve izleyen dönemde ulusal tasarrufların artması için yeni yöntemler aranmasına yol açmıştır.

1980'li yıllardan başlayarak 1990'lı yıllara kadar süren dönemde Latin Amerika ülkeleri finansal sistemlerine derinlik kazandırmak ve yatırımların verimliliğini artırmak amacıyla mali reformlar yapmışlardır. Aslında o dönemde borç batağına saplanmış ülkelerin önünde çok seçenek yoktu. IMF'den borç alabilmek için genel adıyla yapısal uyum (structural adjustment) denilen ve ekonominin dışa açılmasını ve finansal serbestleştirmeyi hedefleyen politikaların uygulanması zorunluluğu vardı. Ayrıca Çin, Güney Kore, Malezya ve Tayland gibi itibarı yüksek birkaç Güney Doğu Asya ülkesi haricinde, uluslararası mali kurumlar geliştirmekte olan ülkelere kredi vermeyi durdurmuşlardı. Bu şartlar altında finansal reformların yapılması kaçınılmaz hale gelmiştir.

Finansal reformların uygulanmaya konulduğu dönemde Latin Amerika ülkelerinin birçoğu %50 ila %200 arasında değişen enflasyon ve devasa bütçe açıklarıyla karşı karşıya kalmışlardır (Banque Mondiale, 1989).

Ülkeden ülkeye değişmekle birlikte genel olarak Latin Amerika ülkelerinde yapılan finansal reformlar, faiz oranlarının serbest bırakılmasını, kredi tahsis politikalarının terk edilmesini, mevduat munzam karşılık oranlarının düşürülerek bütün finansal kurumlar için uyumlu hale getirilmesini, sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasını, yerli ve yabancı bankaların finansal piyasalara girmesini engelleyen yasaların kaldırılmasını ve etkin bir denetim mekanizması geliştirilmesini hedef almaktaydı. Latin Amerika ülkelerinin arasından özellikle Arjantin, Şili ve Uruguay yukarıda belirtilen reformları büyük bir hızla gerçekleştirmişlerdir<sup>1</sup>.

Bu üç ülkede, kronik hale gelmiş enflasyonu engellemek için döviz kurundaki değişimleri önceden gösteren takvimler (tablitas) yayınlanmıştır. Bu takvimler halk

---

<sup>1</sup> Latin Amerika ülkelerindeki reformlar hakkında detaylı bilgi Edwards(1995) ve Banque Mondiale(1989) kaynaklarından edinilebilir.

arasında ulusal paranın değerinin düşmesinde yavaşlamalar olacağı ve enflasyon oranının uluslararası düzeylere yaklaşacağı beklentisinin yaygınlaşması amacıyla kullanılmışlardır. Aynı zamanda bu ülkeler sermaye hesaplarını serbestleştirerek ulusal faiz oranlarını, uluslararası faiz oranlarına yaklaştırmaya çalışmışlardır. Alınan bu tedbirler sayesinde enflasyonun ve faiz oranlarının düşeceği bekleniyordu. Ancak enflasyon beklenildiğinden daha yüksek çıkmış ve bu yüzden de reel olarak Latin Amerika ülkelerinin ulusal paraları büyük ölçüde değerlenmiştir. Sonuçta ihracat ve üretim olumsuz biçimde etkilenmiştir.

Ulusal ve uluslararası faiz oranları arasındaki büyük farklar yüzünden ve döviz kurundaki değişikliklerin önceden ilan edilmesinden dolayı, sermaye girişleri hızlanmış ve bu durum hızlı bir parasal genişlemeye yol açmış, sonuç olarak yerli talebin kontrol edilmesini güçleştirmiştir. Mali sistemi kontrol eden etkin bir denetim mekanizmasının olmaması ve mevduata verilen garantiler nedeniyle bankalar aşırı derece de borç vermişlerdir. Bankaların verdiği borçlar daha çok yurtdışından dolar cinsinden ve düşük faiz oranlarından aldıkları kredilerden oluşuyordu. Hemen ekleyelim ki, bankalar düşük faizden aldıkları kredileri yurtiçinde yüksek faizden ve ulusal para cinsinden ödünç vererek büyük kârlar elde etmişler, ancak bu durum dolar cinsinden borçlarının artmasına neden olmuştur.

1980'li yılların başlarında cari işlemler dengesini sağlamak için Arjantin, Şili ve Uruguay, tablita uygulamasından vazgeçmek ve paralarını büyük oranlarda devalüe etmek zorunda kalmışlardır. Böylece dolar cinsinden borçlanmış bankalar ve işletmeler iflasa sürüklenmişlerdir. İflas eden birçok banka daha sonra devlet tarafından kurtarılmıştır.

Kurtarma operasyonlarının neden olduğu aşırı parasal genişleme, izlenen yapısal uyum politikalarının sürdürülmesini imkansız hale getirmiş ve bir müddet sonra Arjantin ve Şili'de devlet yeniden mali sektörü denetim altına almak zorunda kalmıştır. Ancak bu durum çok uzun sürmemiş ve bir müddet sonra her iki ülke yeniden finansal serbestleşme politikalarına geri dönmüşlerdir. Öncelikle mali durumu kötü olan bankalar kamulaştırılmış daha sonra yeniden özelleştirilmişlerdir.

Birçok Latin Amerika ülkesi gibi, Arjantin ve Şili de uzun dönemi kapsayan bir mali islah programı yürürlüğe koymuş ve etkin bir finansal denetleme sistemi oluşturmaya çalışmıştır. Ancak yeterli sayıda eğitilmiş personelin(muhasebeci, müfettiş ve benzeri) olmaması, denetleme sistemindeki aksaklıklar ya da kanun boşlukları, veya politik nedenlerle denetiminin engellenmesinden dolayı bugüne kadar bu ülkelerde etkin bir denetim mekanizması oluşturulamamıştır.

Latin Amerika ülkelerinde yapılan finansal reformlar en çok menkul kıymetler borsasını olumlu olarak etkilemiştir. Tablo 1'de de görüldüğü gibi Venezüella dışındaki ülkelerde menkul kıymetler borsası önemli ölçüde genişlemiş ve daha likit hale gelmiştir. Ancak Latin Amerika ülkelerinin borsaları bu gelişmelere rağmen diğer gelişmekte olan ülkelerin, özellikle finansal reformlarda nispeten daha başarılı olan Güney Doğu Asya ülkelerinin borsalarıyla karşılaştırıldığında, gerek büyüklük gerekse likit olma açısından son derece geridedirler (IFC,1998). Ayrıca bu borsalarda hisse senetleri fiyatları değişkenliği (volatilite) oldukça yükselmiştir.

**Tablo 1 : Finansal reformlar ve Hisse Senedi Piyasaların Gelişimi**

Ülke	Reform tarihi	Büyükük	Likidite	Volatilite
Arjantin	1977-81	Arttı	Arttı	Arttı
Brezilya	1986-90	Arttı	Arttı	Arttı
Endonezya	1983-87	Arttı	Arttı	n.d
Fas	1985-89	Arttı	Arttı	n.d
Filipinler	1981-85	Arttı	Arttı	Arttı
G.Kore	1981-85	Arttı	Arttı	Arttı
İsrail	1985-89	Arttı	Arttı	n.d
Jamaika	1986-90	Arttı	Arttı	n.d
Kenya	1990-94	—	—	n.d
Kolombiya	1990-94	—	Arttı	Arttı
Malezya	1986-90	Arttı	Arttı	—
Meksika	1986-90	Arttı	Arttı	Arttı
Peru	1990-94	Arttı	Arttı	n.d
Sri Lanka	1985-89	Arttı	Arttı	n.d
Şili	1974-78	—	Arttı	—
Tayland	1986-90	Arttı	Arttı	Arttı
Tunus	1985-89	—	—	n.d
Türkiye	1985-89	Arttı	Arttı	Arttı
Yunanistan	1986-90	Arttı	Arttı	Arttı
Venezüella	1989-93	Düştü	Düştü	Arttı

**Kaynak : Emerging Stock Markets Factbook (1996-1999), Levine 1996)**

— : Değişmedi

n.d : Mevcut değil

Büyükük hisse senetlerinin piyasa değerlerinin GSYİH'ya bölünmesiyle, likidite işlem gören hisse senetlerinin toplam değerinin GSYİH'ya oranlanmasıyla ve volatility (dalgalanma) ise hisse senetleri getirilerinin 12 aylık hareketli standart sapmasının bulunmasıyla hesaplanmıştır.

### 3.2 Meksika krizi

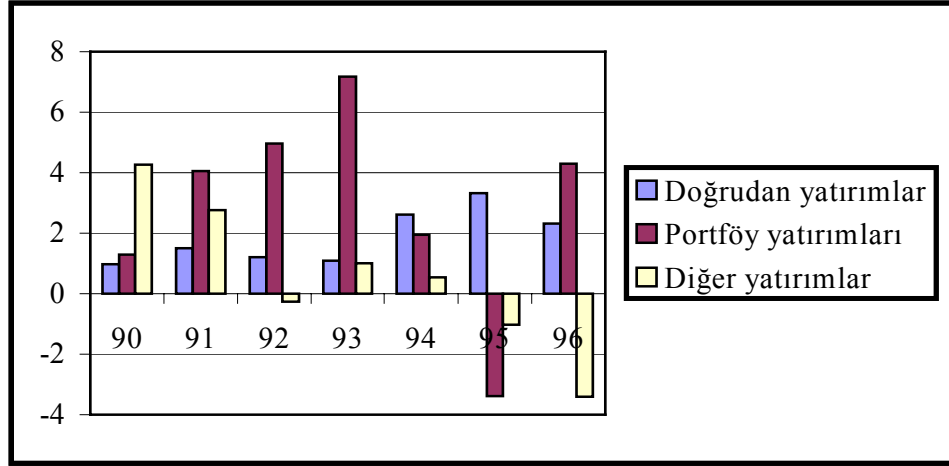
1980 ve 1990 yıllarındaki Latin Amerika'daki krizlerden farklı olarak, 1994-1995 yıllarındaki Meksika ve 1997-1998 yıllarındaki Güney Asya krizi makroekonomik istikrarın nispeten sağlandığı bir ortamda ortaya çıkmıştır. Her iki ülkenin ekonomik durumu, gelişmekte olan birçok ülkeye örnek teşkil edebilecek kadar sağlıklı gözükmekteydi. Bir başka deyişle gerek Meksika'da, gerekse beş Güney Doğu Asya ülkesinde (Endonezya, Güney Kore, Filipinler, Malezya, Tayland) diğer ülkelerde görülen devasa bütçe açıkları mevcut değildi ve enflasyon oranı düşüktü.

Meksika 1980'li yılların ortalarında kamu maliyesini ıslah programıyla işe başlamış ve bunu özelleştirme ve büyük çapta finansal reformlar izlemiştir. Aynı zamanda dış borçlarını yeniden yapılandırmış ve Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşmasını (NAFTA) imzalayarak dış ticaretini serbestleştirme yönünde önemli

mesafeler kaydetmiştir. 1990'lı yıllarda iki sene gibi kısa bir sürede 1982 yılında kamulaştırılan 18 kamu bankası özelleştirilmiştir. Bunların yanında diğer Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi Meksika'da da faiz oranları serbest bırakılmış, kredi sınırlamaları ve bankaların kasalarında likit tutma zorunluluğu kaldırılmıştır.

Bu uygulamalar başlangıçta on yıldan uzun bir zamandır çok düşük büyüme oranına ve yüksek bir enflasyona sahip olan Meksika ekonomisinin canlanmasını sağlamıştır. Gerçekten de 1989-1994 yılları arasında, GSYİH sabit fiyatlarla yılda ortalama % 4 büyümüş ve 1993 yılı sonunda enflasyon oranı yirmi yıldan beri ilk kez % 10'nun altına inmiştir. Bu istikrarlı büyüme Meksika'nın o güne kadar görmediği kadar çok yabancı sermaye çekmesini sağlamıştır (Martinez, 1998 :7). Şekil 1'de de görüldüğü gibi Meksika ekonomisine yabancı sermaye girişi kriz öncesinde hızlanmıştır.

**Şekil 1 : Meksika'nın Sermaye hareketleri (GSYİH'nın yüzdesi olarak)**



**Kaynak : International Financial Statistics, IMF(1998)**

Ancak hızlı sermaye hareketleri toplam talebin aşırı derecede artmasına, hisse senetlerinin ve gayri menkul fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur (Martinez,1998: 7 ). Edwards, Latin Amerika ülkelerini kapsayan çalışmasında, Meksika dahil birçok ülkede finansal serbestleşme programlarının uygulanmaya konulduğu yıllarda özel tasarruf oranlarının düştüğünü göstermiştir. (Edwards, 1995: 229).

Singh (1997)'e göre hızlı portföy akımları Latin Amerika ülkelerinde euphoria'ya (rahatlık) neden olmuş ve yatırımlardan vazgeçilmek pahasına tüketimi artırma alışkanlığına (herd instinct) yol açmıştır (Singh, 1997:778).

**Tablo 2 : Cari İşlemler dengesi (GSYİH'nın yüzdesi olarak )**

	1992	1993	1994
<b>Meksika</b>	-6.7	-5.8	-7.0
	1995	1996	1997
<b>G. Kore</b>	-2.0	-4.9	-2.8
<b>Endonezya</b>	-3.3	-3.3	-2.9
<b>Malezya</b>	-10.0	-4.9	-5.8
<b>Filipinler</b>	-4.4	-4.7	-4.5
<b>Tayland</b>	-8.0	-7.9	-3.9

**Kaynak : International Financial Statistics, IMF(1998)**

**Tablo 3: Özel sektöre açılan krediler(GSYİH'nın yüzdesi olarak)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>Meksika</b>	20.6	26.5	33.2	37.3	46.3	35.0	16.2	12.7
<b>G.Kore</b>	56.8	56.8	56.8	57.9	60.6	60.8	65.7	73.9
<b>Endonezya</b>	50.6	50.7	47.9	40.5	52.6	53.7	55.8	61.1
<b>Malezya</b>	71.4	76.9	75.0	75.8	77.5	87.1	93.6	107.1
<b>Filipinler</b>	19.3	17.8	20.6	26.4	29.2	37.5	48.6	55.9
<b>Tayland</b>	64.3	67.7	72.9	79.9	91.7	84.2	84.3	116.3

**Kaynak : International Financial Statistics, IMF(1998)**

Sonuçta cari işlemler açığı hızla artmış (tablo 2) ve yatırımcılar bu açığın uzun süre sürdürülemeyeceği hissine kapılmışlardır.

Bunların dışında özel sektöre açılan kredilerin hızla artması (tablo 3), çığpaya dayalı döviz kuru politikasının devam ettirilmesi, uluslararası faiz oranlarının özellikle A.B.D'deki faiz oranlarının yükselmesi, politik cinayetlerden dolayı oluşan belirsizlikler gibi faktörler Meksika ekonomisine olan güveni oldukça zayıflatmıştır.

Özel sektöre açılan kredilerdeki artışlar bankacılık sisteminde düzenleme ve denetlemenin etkin olmadığı bir durumda ortaya çıkmıştır. Ayrıca bankalar açtıkları kredilerin kullanım alanlarını kontrol edebilecek bir mekanizmayı kendi bünyelerinde bulundurmamaktaydılar.

Ancak bankaların kredi portföylerindeki belirgin kötüleşme nedeniyle 1995 yılından itibaren banka kredilerinin artış hızı büyük oranlarda yavaşlamıştır. Meksika hükümetinin 20 Aralık 1994 tarihinde döviz kuru bandını %15 oranında genişletme kararından sonra, pezo beklenenden çok daha hızlı bir şekilde değer kaybetmeye başlamış, uluslararası rezervler iki gün içinde 5 milyar dolar eridikten sonra bunun yeterli olmayacağı düşünülmüş ve 22 Aralıkta pezo dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu durum faiz oranlarının fırlamasına yol açmış ve bankaların portföylerinin bozulmasını hızlandırmıştır.

Panik içindeki uluslararası yatırımcılar hızlı biçimde fonlarını geri çekmeye başlamışlar ve krize neden olmuşlardır. Meksika'daki kriz bölgeye hakim olan güvensizlik nedeniyle "tekila" etkisiyle diğer Latin Amerika ülkelerine de sıçramış ve bölge ülkelerinin borsalarında önemli düşüslere neden olmuştur. Kriz diğer gelişmekte olan ülkeleri de etkilemiş ve Uluslararası Finans Şirketinin (IFC) bileşik endeksi 1995 yılının ilk çeyreğinde %15 değer kaybetmiştir (IFC, 1999).

Krizle birlikte Meksika'ya yönelik portföy yatırımları azalmış ve 1995 yılında Meksika ekonomisinden yaklaşık 3.4 milyar dolarlık portföy yatırımı çıkmıştır. 1993 yılında 25 milyar 110 milyon dolar olan Merkez Bankası rezervleri, 1994 yılında yaklaşık 6 milyar 278 milyon dolara gerilemiştir (IMF, 1998).

### 3.3 1997 Güney Doğu Asya Krizi

Asya ülkelerinin kriz öncesi dönemi incelendiğinde, önemli sayılabilecek makroekonomik dengesizliklerin olmadığını görülür. Gerçi bazı göstergeler [özel sektöre açılan kredilerdeki hızlı artış ve buna paralel olarak özel sektörün bankalara olan borçlarının artması, reel anlamda ulusal para birimlerinin aşırı değerlenmesi, cari işlemler açığının yükselmesi (tablo 2) ve benzeri] ekonomik gidişin yön değiştirmesi gerektiğini düşündürüyorsa da, bu göstergeler önemli bir krizi önceden kestirmek için yeterli değillerdi ( Poret, 1998 :39).

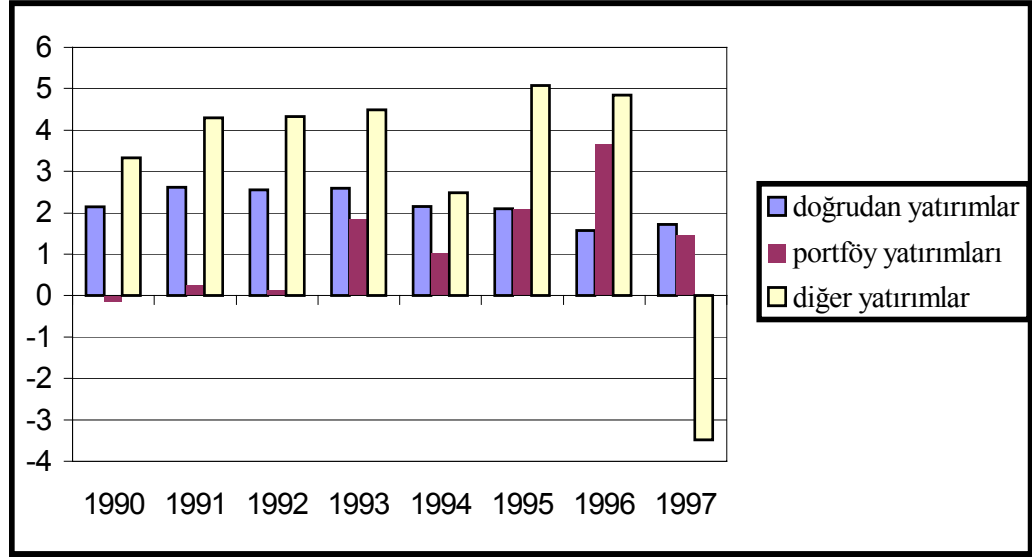
Krizden hemen önceki yıllarda Endonezya, Güney Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland yoğun olarak sermaye akımına uğramışlardır (Şekil 2). Yoğun sermaye girişleri özellikle de kısa dönemli sermaye hareketleri düzensiz finansal serbestleşmeye atfedilebilir (Poret,1998: 40). Dışa açılma süreci, öncelikli sektörlere verilen izinlerle başlamış, bu da kısa dönem sermaye hareketlerinin artmasına neden olmuştur. Yerleşik olmayanların borsada menkul kıymet alımlarına ve doğrudan yatırımlarına önemli sınırlamalar getirilmiş (özellikle Güney Kore de) ancak finansal serbestleşme yurtdışından kısa dönem borçlanma imkanlarını artırmıştır. Düzenli bir finansal serbestleşme kısa dönem borçların ilerlemesini önleyebilir ancak finansal serbestleşme doğru sırayla yapılmadığında, özellikle de etkin bir denetleme sistemi olmadığında finansal kırılganlık artar.

Krize uğrayan Asya ülkelerinde 1990'lı yılların ilk yarısından itibaren bankacılık sistemini denetleme ve düzenleme mekanizmalarında iyileşmeler başlamakla birlikte, bu ilerlemeler yeterli olmamıştır. Bütün bunlara finansal kurumların risk yönetimindeki başarısızlıkları da eklenince kötü kredilerin oranında büyük artışlar görülmüştür. Ayrıca Asya ülkelerinde büyük sanayi kuruluşlarıyla bankalar ve politikacılar arasında yakın ilişkiler mevcuttu. Mevduata getirilen garantiler nedeniyle bankalar sorumsuz şekilde, ilişkide oldukları büyük sanayi kuruluşlarına krediler açmışlar ve böylece kötü krediler artmaya devam etmiştir. Bu

tür kredilerin bankalar tarafından verilmesinin en önemli nedenlerinden birisi de devletin batan bankaları mutlaka kurtaracağına olan hakim kanıydı.

Sonuç olarak Malezya ve Tayland başta olmak üzere krize uğrayan beş Asya ülkesinde özel sektöre açılan krediler 1996 ve 1997 yıllarında GSYİH'dan daha hızlı artmıştır (tablo 3).

**Şekil 2 : Asya ülkelerinin\* sermaye hareketleri (GSYİH'nın yüzdesi olarak)**



**Kaynak :International Financial Statistics(IMF,1998)**

\* Endonezya, Filipinler, G.Kore, Malezya, Tayland

**Tablo 4: M2Y/Rezervler**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>G.Kore</b>	6.56	8.33	7.20	6.91	6.47	6.11	6.51	10.50
<b>Endonezya</b>	6.16	5.51	5.61	6.09	6.55	7.09	6.50	n.d
<b>Malezya</b>	2.91	2.99	2.64	2.10	2.48	3.33	3.66	4.99
<b>Filipinler</b>	16.3	4.82	4.35	4.90	4.86	5.86	4.50	6.97
<b>Tayland</b>	4.58	4.11	4.10	4.04	3.85	3.66	3.88	4.08
<b>Meksika</b>	5.78	4.45	5.04	4.35	19.16	4.95	4.54	3.97

Rezervler :Merkez Bankasının brüt döviz rezervlerini göstermektedir.

**Kaynak :International Financial Statistics (IMF, 1998)**

Asya ülkelerindeki ulusal faiz oranlarının, uluslararası faiz oranlarından farklı olmasından kaynaklanan büyük çaplı yabancı sermaye arzı, mali ya da mali olmayan birçok kurumun uluslararası piyasalardan borç bulabilme yeteneğiyle birleşince, Asya bankalarının uluslararası ödemeler bankası (Bank of International Settlement) nezdindeki yükümlülükleri önemli ölçüde artışlar göstermiştir (Reisen,

1998: 97). Böylelikle Asya ülkelerinin döviz stokları dış borçlarına oranla oldukça azalmıştır. Hatırlatalım ki kısa dönemli dış borçların döviz rezervlerine oranı artmaya başlayınca (özellikle bu oran 1'i aşınca), bütün kreditorler, nakit haldeki döviz rezervlerinin yeterli miktarda olmadığını düşünerek panik havası oluşturmaktadırlar.

Finansal serbestliğe sahip ekonomilerde, M2Y/rezervler oranı, finansal kırılganlığı gösteren en önemli göstergelerden biridir. Çünkü böyle bir durumda, devalüasyon korkusuna kapılan yabancı yatırımcılar, ellerinde yerli para cinsinden tuttukları aktiflerini bozdurarak dövizde çevirmek istemektedirler. Tablo 4'den de görüleceği gibi 1997 krizinden etkilenen Asya ülkelerinin tamamında ve 1994 öncesi Meksika'da M2Y/rezervler oranı birden çok yüksek seviyelerdeydi.

Meksika'da olduğu gibi Asya ülkelerinde de ulusal para birimlerinin reel anlamda değerlendirilmesi, kısa dönemli dış borçların artması, cari işlemler dengesinin bozulması döviz piyasasında büyük baskılara ve dengesizliklere neden olmuştur. Böyle bir durumda piyasalar Asya ülkelerinin uyguladıkları döviz kuru politikalarının uzun süre daha devam edemeyeceği kanısına varmışlar ve döviz kurlarına yönelik spekülasyon hareketleri hız kazanmıştır. Bütün bunlara, göreceli olarak pahalı hale gelen Asya ülkelerinin ihracat malları yüzünden ihracatın azalması, cari işlemler dengesinin büyük açıklar vermesi ve bankaların en çok kredi verdiği inşaat sektöründe fiyatların hızla düşmesi nedeniyle kötü kredilerin artması eklenince, Asya ülkeleri paralarını çok hızlı biçimde devalüe etmek zorunda kalmışlardır. Ulusal paralarının hızlı değer yitirmesini önlemek amacıyla faiz oranlarının yükseltilmesi ve uluslararası rezervlerin kullanılması da Asya ülkelerindeki döviz kuru politikalarının iflas etmesini önleyememiştir.

Hem Asya hem de Meksika krizi bölge ekonomilerini ve gelişmekte olan ekonomileri büyük ölçüde etkilemiştir. 1994 yılındaki Meksika krizi, Latin Amerika ülkelerinin ve Filipinlerin borsalarının büyük ölçüde değer kaybetmesine neden olmuştur (Tablo 5). Arjantin, Brezilya ve Filipinler gibi Meksika ile benzer problemlere sahip olan ülkelerin ekonomileri krizden zarar görmüştür (Boissieu, Henriot ve Roi, 1997 : 36). Ülkeye has faktörler dışında, bu ülkeler üç ortak özelliğe sahiptir: aşırı değerlendirilmiş ulusal para, zayıf bir bankacılık sistemi ve düşük bir Merkez Bankası döviz rezervleri/para arzı oranı (Sachs, Tornell ve Velasco : 1996).

Tayland'da başlayan Asya krizi diğer bölge ülkelerini hızla etkilemiştir. Endonezya, Güney Kore, Filipinler ve Malezya borsalarında hisse senetlerinin piyasa değerleri, fiyatları ve işlem hacimleri düşmüştür (Tablo 6-7).

**Tablo 5 : Hisse senetlerinin piyasa değerleri ve işlem hacmi  
(GSYİH'nın yüzdesi olarak)**

<b>Piyasa değerleri</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>
<b>Meksika</b>	54	34	31	32
<b>Arjantin</b>	17	13	13	15
<b>Brezilya</b>	19	31	20	29
<b>İşlem Hacmi</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>
<b>Meksika</b>	17	22	12	13
<b>Arjantin</b>	4	4	1.6	1.4
<b>Brezilya</b>	11	18	11	14

**Kaynak : Emerging Stock Markets Factbook, (IFC ,1997)**

**Tablo 6 : Piyasa değerleri ve İşlem Hacmi(GSYİH'nın yüzdesi olarak)**

<b>Piyasa Değerleri</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
G.Kore	42	50	39	28	9
Endonezya	20	27	33	40	14
Filipinler	74	86	80	96	37
Malezya	347	282	261	309	93
Tayland	104	91	86	55	14
<b>İşlem Hacmi</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
G.Kore	63	75	40	36	35
Endonezya	6	7	7	14	19
Filipinler	12	21	19	30	37
Malezya	242	179	90	174	145
Tayland	69	55	34	24	16

Kaynak : Emerging Stock Markets Factbook, (IFC,1998)

**Tablo 7 :Hisse senedi fiyatlarının yüzde değişimi**

<b>AMERİKA</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>
Arjantin	13.9	24.7	-24.54
Brezilya	63.8	44.8	-33.46
Şili	-14.6	-2.2	-25.02
Meksika	21.0	55.6	-24.28
Peru	14.9	25.5	-25.48
ASYA			
G. Kore	-26.2	-42.2	49.47
Hong Kong	37.1	-19.2	-18.26
Endonezya	24.1	-37.0	-0.91
Japon	-6.8	-20.1	-7.49
Malezya	24.4	-52.0	-1.40
Filipinler	22.2	-41.0	5.33
Singapur	-3.5	-20.6	-10.20
Tayland	-35.1	-55.2	-4.53

Kaynak: F.I.B.V Statistiques (Çeşitli yıllar)

### 3.4 Türkiye krizleri

Bu kısımda kısaca, Türkiye'deki 1994, 1998, 2000 ve 2001 yıllarındaki krizlerden bahsedilecek ve Meksika ve Asya krizleri ile ortak noktaları ve farkları incelenecektir.

#### 3.4.1 1994 Nisan krizi

Türkiye'nin 1980 öncesindeki durumu birçok yönden Latin Amerika ülkeleriyle benzerlik taşıyordu. Bu ülkelerin çoğunda olduğu gibi, Türkiye'de yüksek enflasyon ve dış borç (özellikle kısa vadeli), işsizlik, ithalat tıkanıkları ve ihracat durgunluğuyla karşı karşıya bulunmaktaydı. 1980 öncesinde uygulanan finansal baskı politikaları, Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi Türkiye'de de finansal piyasaların gelişmemesine ve tasarruf oranlarının düşmesine yol açmıştır. Bunlara ek olarak, ülkede büyük çapta siyasi istikrarsızlık mevcuttu.

Türkiye içinde bulunduğu kriz ortamından kurtulabilmek için 24 Ocak 1980'de IMF ile yapılan anlaşma gereği büyük çapta reformlar içeren istikrar programını yürürlüğe koymuştur. Bu programın temel amaçları kısa dönemde enflasyonu kontrol altına almak ve ödemeler dengesinin açıklarını gidermek, uzun dönemde ise dış ticareti serbest bırakmak, döviz kuru rejimini esnek hale getirmek, kamu işletmelerini özelleştirilmek ve finansal reformları (mevduat munzam karşılık oranlarının düşürülmesi, disponibiliteler oranlarının azaltılması, faiz tavanlarının kaldırılması, selektif kredi politikalarından vazgeçilmesi vb..) yürürlüğe koymak olmuştur. Finansal serbestleşme politikalarını tamamlar nitelikte, 1989 yılında sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar kaldırılmıştır.

24 Ocak kararlarıyla birlikte ihracat patlaması yaşanmış ve ödemeler dengesi açıkları küçülmüştür. Değerlenmemiş kur ve düşük ücret politikaları da ihracat artışında önemli yer oynamıştır. Ayrıca 1988 yılına kadar fiyatlar kontrol altına alınabilmiş, enerji sıkıntılarının giderilmesiyle üretim kapasitesi artmış ve ekonomik büyüme hızlanmıştır.

1988 yılında ücret artışlarının enflasyon artışından düşük tutulması politikasından vazgeçilmiş ve değerli kur politikası benimsenmiştir. Sonuçta iç talep ve ithalat'ta büyük miktarlarda artış kaydedilmiştir. 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla birlikte TL reel anlamda değer kazanmaya başlamış, kur değerli tutulduğundan, kısa vadeli sermaye hareketlerini yurtiçine çekebilmek için faiz oranları yüksek tutulmuştur. Bu dönemde reel faizler yükselmeye başlamıştır. Ayrıca 1984-1990 döneminde dış borç geri ödemeleri yoğunlaştığından, bu dönemde dış borç ödemeleri genelde iç borçlanmaya başvurularak yapılmıştır. Bu da faiz oranlarının yükselmesini teşvik etmiştir. Faiz oranlarının yükselmesi sonucu kısa vadeli sermaye hareketleri hızlanmış ve 1990 yılında doruk noktaya ulaşmıştır (Şekil 4). Kısa vadeli sermaye girişi, ithalatın finansmanı ve aynı zamanda kamu açıklarının iç borçlanma yoluyla kapatılması için kullanılmıştır (Karluk,1999:413).

Kamu kesimi borçlanma gereği 1988 yılından itibaren sürekli artarak, 1988-1993 döneminde GSMH'nin %4.8'inden %12'sine ulaşmıştır.

TL'nin reel anlamda değer kazanması ve iç talebin artması, ihracatçıları iç piyasa için üretim yapmaya teşvik etmiş ve bunun sonucunda da ihracat azalmıştır. İhracattaki duraksama ve ithalattaki artışlar sonucu cari işlemler açığı 1993 yılında 6 milyar 433 milyon dolara ulaşarak GSYİH'nin %3.3'üne erişmiştir (Şekil 3).

1993 yılında, KİT açıkları, altyapı yatırımları, ücret ve maaşlardaki hızlı artışlar, Körfez savaşı ve terörle mücadele nedeniyle artan ve faizler üzerinde büyük baskı yaratan kamu açıklarının finansman maliyeti düşürülmek istenmiştir. Bu amaçla, borçlanma miktarına sınırlamalar getirilerek faiz oranları düşürülmeye başlanmış ancak yüksek enflasyon, yüksek cari işlemler ve bütçe açıkları gibi iç ve dış dengesizliklerden dolayı TL'ye güven azaldığından, TL tutmanın çekiciliği kalmamıştır. Ayrıca 1994 yılından geçerli olmak üzere tahvil ve bonolardan elde edilecek gelire %5 oranında gelir vergisi stopajı konulacağı ilan edilmiştir. Zaten dış kaynak bulmakta zorlanan hazine, iç piyasadan da borçlanmayı azaltma yoluna gidince, zorunlu olarak Merkez Bankası kaynaklarını yoğun olarak kullanmaya (parasallaşma) başlamıştır (Bahçeci, 1997: 8). 1993'de çıkarılan iki yasayla Hazine'nin Merkez Bankasından kullanabileceği avans miktarı artırılmıştır. Faiz oranlarını düşürme hedefi gereği Merkez Bankası İnterbank faiz oranlarını yükseltmemiştir.

Sonuç olarak piyasadaki likidite fazlası devalüasyon beklentisiyle 1994 yılının başlarında dövize yönelmiştir. Kurlar hızlanmaya başlamış ve 1994 yılı başında resmi kur ile serbest kur arasındaki fark %23'ü geçmiştir (Keyder, 2000 : 112 ). Bu gelişmeler üzerine, 26 Ocak 1994 tarihinde TL yaklaşık %14 oranında devalüe edilmiştir. Bu devalüasyonu 1 Mart ve 17 Mart tarihlerindeki iki devalüasyon izlemiştir. TL'nin yabancı paralar karşısındaki değer kaybı Nisan ayına kadar sürmüş, Ocak-Nisan arasında TL'nin dolar karşısındaki değer kaybı nominal olarak %172'e kadar yükselmiştir. Yerli paranın yabancı paralar karşısındaki değer kaybının hızlanması sonucu kur-faiz makası daralmış, açık pozisyonlarını kapatma yarışında olan bankaların da dövize hücum etmeleri sonucu Merkez Bankası rezervleri hızlı biçimde erimiştir. Bunun sonucunda 1 Aralık 1993'de 7 milyar dolardan fazla olan döviz rezervleri 1 Mart 1994'de 3.3 milyar dolara düşmüştür (TCMB).

Bütün bu gelişmelere Ocak 1994'de Moodys ve Standart and Poors isimli iki uluslararası rating kuruluşunun Türkiye'nin kredi notunu düşürmesi ve üç küçük bankanın kapatılması eklenince Türk Ekonomisi krize sürüklenmiş ve 5 Nisana gelinmiştir. TL'nin çok fazla değer kaybetmesini önlemek amacıyla, Merkez Bankası 20 Ocak 1994 tarihine kadar müdahale etmediği bankalararası para piyasasına müdahale ederek gecelik faiz oranlarını yükseltmek zorunda kalmıştır. Ayrıca Devlet İç Borçlanma senetlerinin (DİBS) faiz oranları %50'lere kadar yükseltilmiş ve bu senetlerden alınan stopaj kaldırılmıştır.

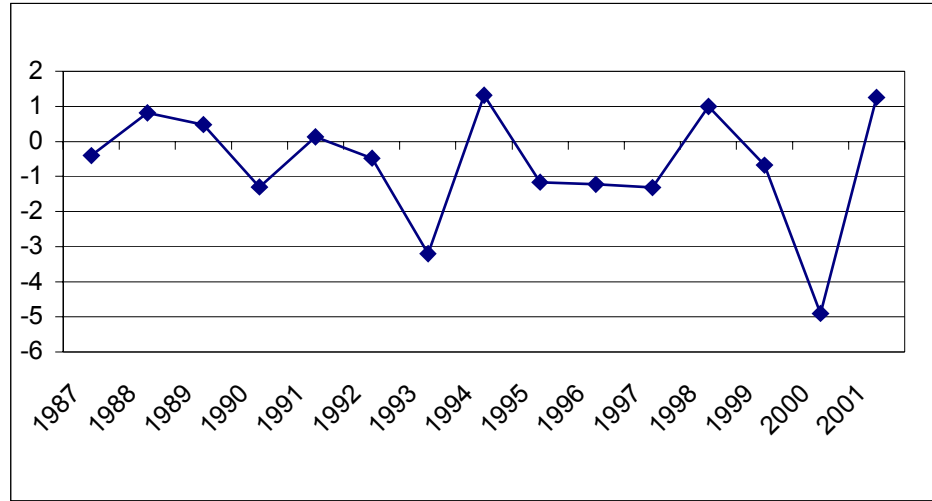
1994 krizinin ekonomiye faturası ağır olmuştur. 5 Nisan 1994'de döviz rezervleri 3 Milyar dolarla dibe vurmuş, enflasyon oranı TÜFE bazında %106'lara fırlamıştır, TL birgün içinde (5 Nisandan 6 Nisana kadar) yaklaşık %39 oranında değer kaybetmiştir (TCMB).

5 Nisan krizini Meksika ve Asya krizleriyle karşılaştırdığımızda, aşırı değerlenmiş döviz kurunun, kısa vadeli sermaye girişlerinin ve yurtiçi faiz oranlarıyla yurtdışı faiz oranları arasındaki farklılıklardan dolayı, bankaların yurtdışından döviz cinsinden krediler alıp yurtiçinde yerli paraya çevirerek borç vermelerinin Türkiye, Meksika ve Asya ülkelerinde ortak noktaları teşkil ettiği görülmektedir. Kriz göstergelerine bakıldığında 1994 yılında Türkiye'nin cari işlemler açığının GSYİH'ya oranının %3.3 (Şekil 3), M2Y/rezervler oranının yaklaşık %6 (Şekil 6) , özel sektöre açılan kredilerin GSYİH içindeki payının ise %

15'ler (Şekil 5) civarında olduğu görülmektedir. Ayrıca sermaye hareketlerinin(özellikle kısa vadeli) 1993 yılında hızlı bir artış kaydettiği şekil 4'den görülmektedir.

Bu göstergeler Asya ülkeleri ve Meksika'nın göstergeleriyle karşılaştırıldığında Türkiye'nin cari işlemler/GSYİH ve M2Y/rezervler oranlarının kriz ülkelerindeki seviyelere yaklaştığı, sermaye hareketlerinin tıpkı kriz ülkelerinde olduğu gibi krizden önceki yıllarda hızlı arttığı görülmektedir. Son olarak özel sektöre açılan kredilerin GSYİH içindeki payının Türkiye'de kriz teşkil edebilecek seviyeden çok uzaklarda olduğu görülmektedir.

**Şekil 3 : Türkiye'nin Cari İşlemler Dengesi(GSYİH'nın yüzdesi olarak)**



**Kaynak : TCMB**

1994 krizinden sonra ünlü 5 Nisan kararları alınmıştır. Bu kararların genel amaçları enflasyonu hızlı biçimde düşürmek, ihracatı artırıp ithalatı azaltmak, dış borçları sınırlamak, kamu gelirlerini artırıp kamu harcamalarını kısmak, tarım sosyal güvenlik ve özelleştirme alanlarında reformlar yapmak şeklinde özetlenebilir.

Kısa vadede bozulan dış denge ve döviz piyasasında yeniden istikrarın sağlanması, orta vadede kamu açıklarını azaltmak ve enflasyonu düşürmek, uzun vadede ise ihracatı özendirerek tedbirler almak, özelleştirmeyi hızlandırmak ve sürdürülebilir büyümeyi mümkün kılmak hedeflenmiştir.

5 Nisan kararlarıyla döviz kuru serbest bırakılmış ve "Merkez Bankasının 1 ABD doları resmi döviz satış kuru, Reuters sisteminin Bankalararası Döviz Piyasası sayfalarında 1 ABD doları karşılığında TL alış-satış kotasyonu veren bankalar arasından seçilen 10 bankanın, saat 15:00'deki döviz alış-satış fiyatlarının ortalaması

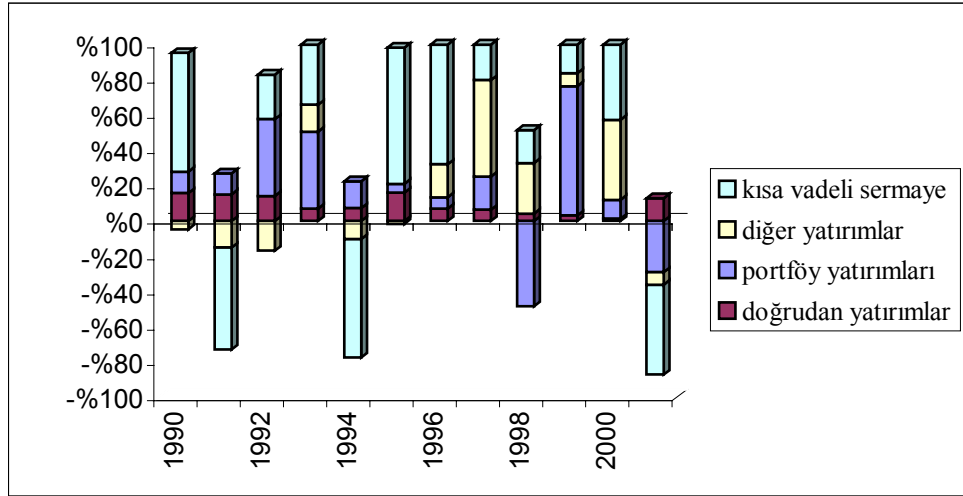
esas alınarak tespit edilmeye başlanmıştır<sup>2</sup>. Bu şekilde belirlenen döviz kurları 13 Ağustos'dan itibaren, o tarihte belirlenen Gösterge niteliğindeki Merkez Bankası kurları başlığı altında ilan edilmeye başlanmıştır. Birgün sonraki resmi döviz kuru birgün önceden ilan edilerek döviz kurunda istikrar sağlanmak istenmiştir.

5 Nisan kararlarıyla ayrıca aslında "ilginç" bir döviz kuru politikası benimsenmiştir. Çünkü bir taraftan döviz kuru Latin Amerika ülkelerindeki gibi sabit tutulmamış ya da başka bir para birimine eşitlenmemiş, diğer yandan döviz kuru başlangıçta hızlı biçimde devalüe edilmiş ve daha sonra kur artış hızının enflasyonun oranının altında kalması hedeflenmiştir.

1995 yılından itibaren 1.5DM + 1ABD Dolarından oluşan kur sepeti belirlenmiş ve kur sepetinin aylık enflasyon oranları kadar artırılması planlanmıştır. 1995 yılı için sepetteki artış oranı %38.4 (hedeflenen enflasyon oranı) olarak öngörülmüş ve bu tarihten sonra kur sepetinin hedef değerleri piyasaya duyurulmuştur.

Genel olarak değerlendirildiğinde 5 Nisan kararları kısa vadeli hedeflerine ulaşmış, orta ve uzun vadeli hedefler gerçekleştirilememiştir. Bunun başlıca nedeni ise düşürülen reel ücretler nedeniyle sosyal çalkantıların artması ve koalisyon hükümetinin bozularak genel seçimlere gidilmek zorunda kalınmasıdır.

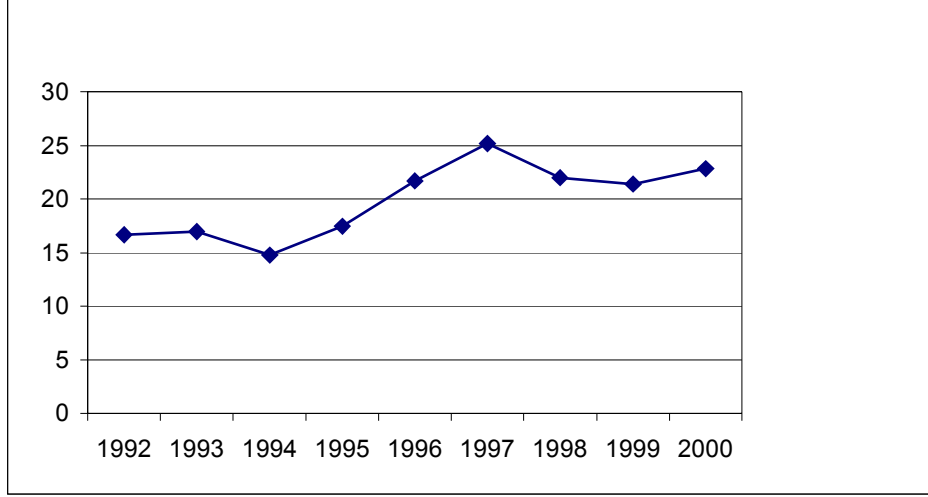
**Şekil 4: Türkiye'deki sermaye hareketlerinin yüzdesel dağılımı**



**Kaynak : TCMB**

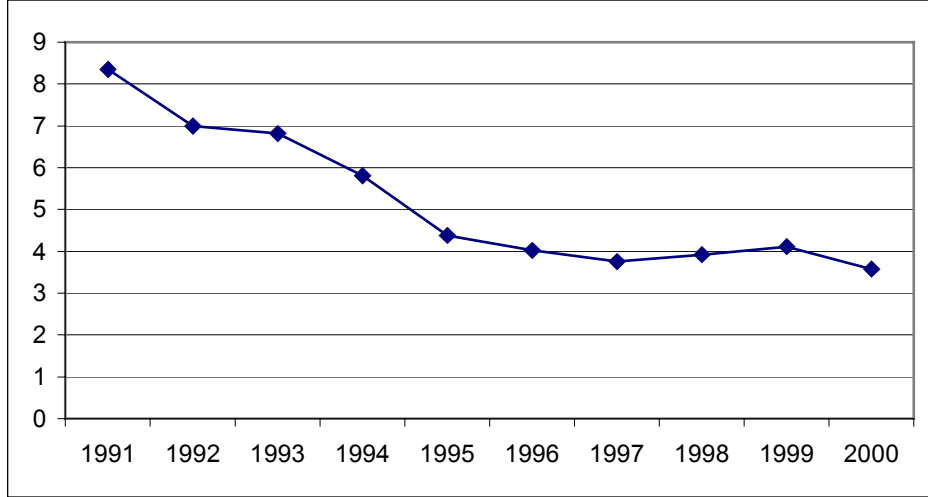
<sup>2</sup> Keyder N(2000) Para, Teori, Politika, Uygulama", s. 197, Ankara

Şekil 5: Türkiye’de özel sektöre açılan krediler(GSYİH’nın yüzdesi olarak)



Kaynak : TCMB

Şekil 6 : M2Y/rezervler



Kaynak : TCMB

### 3.4.2 1998 Krizi

1997 yılında yaşanan Asya ve 1998 yılındaki Rusya krizlerinden Türkiye ekonomisi büyük ölçülerde etkilenmiştir(Özbilen, 1999:174). Bu krizlerin ilk etkileri İMKB’de yaşanmış ve hisse senetlerinin piyasa değerlerinin GSYİH’ya oranı 1998 yılında bir önceki yıla oranla yarıya yarıya düşmüştür(Şekil 7). 25 Ağustos 1998’de 3253 puan olan İMKB endeksi o tarihe kadar ki en büyük düşüşlerinden birini kaydederek 27 Ağustos 1998’de 2603 puana gerilemiştir(TCMB). Hükümet borsadaki düşüşü önleyecek tedbirler almış bu tedbirlerin yeterli olmaması üzerine Eylül ayı başında yeni tedbirler almak zorunda kalmıştır(Karluk, 1999:423). Ayrıca DİBS’nin faiz oranları düşürülerek borsa krizinin derinleşmesi önlenmiştir. Rusya’daki kriz sırasında Türkiye’den 4.5 milyara dolara yakın sermaye çıkmıştır. Sermaye çıkışına paralel olarak Merkez Bankası döviz rezervlerinde belirgin bir azalma kaydedilmiştir. Ağustos ayı başında 26 milyar 305 milyon dolar olan döviz rezervleri 28 Ağustos’da 21 milyar 965 milyon dolara inmiştir(TCMB).

Asya ve Rusya krizlerinin etkisiyle iç talebi kontrol altına alıcı politikalar izlenmiş ve özel tüketici harcamaları azalmıştır. Kriz sonrası ortaya çıkan ekonomik belirsizlik de tüketim harcamalarının daha da çok kısılarak ekonomik büyümenin gerilemesine neden olmuştur. 1997 yılında %8.3 olan kişi başına GSMH büyüme hızı 1998 Rusya krizinden sonra hızlı biçimde düşmeye başlamış ve 1998 sonunda %3.8 olarak gerçekleşmiştir (Dorukkaya ve Yılmaz, 1999 : 12). Ekonomik büyümedeki gerilemenin bir başka nedeni de sabit sermaye yatırımlarındaki (özellikle de makine-teçhizat yatırımlarındaki) azalmadır.

Asya ve Rusya, krizlerinin ardından sanayi sektöründe büyük bir üretim azalması görülmüştür. İmalat sanayi 1999 yılının ilk çeyreğinden itibaren gerilemeye başlamış, özellikle tekstil-giyim-deri sanayinde üretim azalmıştır. Doğu Asya ülkelerindeki ve Rusya’daki talep daralması bu sektördeki gerilemenin en büyük nedenlerinden biri olmuştur.

1998 yılında ihracat % 2.4 oranında artmış ancak Asya ülkelerine ve Rusya’ya olan ihracat %45.7 ve %34.5 oranlarında azalmıştır. Ayrıca Asya ülkelerindeki büyük devalüasyon sonucu bu ülkelerin Türkiye’ye göre rekabet gücü artmıştır.

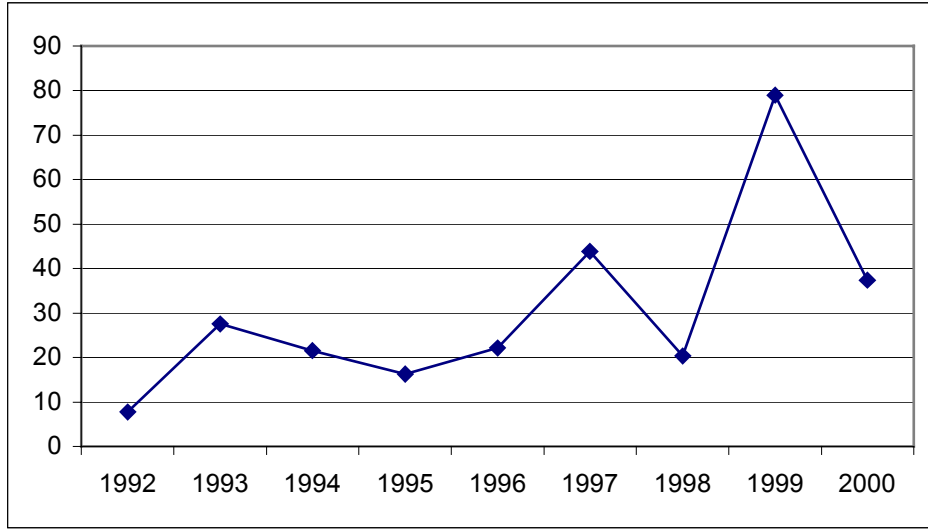
Rusya’daki krizin derinleşmesi üzerine 11 Aralık 1998’de yeni bir kriz önleme paketi hazırlanmıştır. Pakette kısaca ihracatı attırmak için Eximbank’a kaynak aktarılması ve yatırımcıların Eximbank kredilerinden daha fazla yararlandırılması, tüketici kredileri üzerinden alınan kaynak kullanma priminin düşürülmesi, Türkiye’ye dumpingli ithalatın önlenmesi kararlaştırılmıştır.

1998 yılında ayrıca vergi reformu yapılmış ve mali milat olarak adlandırılan kaynakların bankalarda 1 gün süreyle bloke edilmesi zorunluluğunu getiren ve bunun yapılması halinde geçmişe yönelik inceleme yapılmayacağını taahhüt eden yasa kabul edilmiştir. Sonuçta 25 milyar dolara yakın para, sermaye artırımı ve yeni şirket kurulması yoluyla 4 milyar dolarlık döviz bankalara yatırılarak kayıt altına alınmıştır. (Karluk,1999: 423)

1999 yılı ikinci ve üçüncü çeyreğinde GSMH artış hızı pozitif dönmüş ancak 1999’un son çeyreğinde 17 Ağustos depreminin de etkisiyle yeniden negatif büyüme yaşanmıştır. Türkiye 1999 yılını % -7.3 büyüme oranı ve %53.2’lik enflasyon

oranyla kapatmıştır<sup>3</sup> (TCMB). Türkiye, Asya ve Rusya krizlerinin ve 17 Ağustos depreminin ardından, Aralık 1999'da IMF ile yeni bir stand-by antlaşması imzalamış ve 2000 yılında enflasyonla mücadele programını yürürlüğe koymuştur. İzleyen bölümde bu program ayrıntılı olarak incelenecektir.

**Şekil 7 : Hisse senetlerinin piyasa değeri(GSYİH'nın yüzdesi olarak)**



**Kaynak :TCMB**

### 3.4.3 2000 Kasım krizi

Türkiye 2000 yılında IMF ve Dünya bankasının desteğini alarak üç haneli rakamlara ulaşan enflasyonu düşürmek için bir dezenflasyon programını uygulamaya koymuştur. 1999 yılının Aralık ayında IMF'e verilen niyet mektubunda 2000 enflasyonu düşürme programının genel çerçevesi şöyle belirlenmiştir: a) Faiz dışı bütçe dengesinin fazla vermesi b) Döviz kuru ve para politikalarının yeniden belirlenmesi c) Sosyal güvenlik, özelleştirme, vergi ve tarım konularında yapısal reformların gerçekleştirilmesi.

Böylelikle enflasyonun temel kaynağının kamu açıkları olduğu ve bununda kamu kesimi finansman yönetiminden kaynaklandığı kabul ediliyor ve bu açıkların kapatılması için tedbir alınıyordu. Bu amaçla bir yandan kamu harcamalarının kısılması, diğer taraftan da vergi gelirlerinin artırılması kararlaştırılmıştır. Bunlara ek olarak, IMF ve Dünya Bankasından sağlanacak uzun vadeli ve düşük maliyetli kredilerle, yüksek reel faizli ve kısa vadeli iç borçlanmanın azaltılması

<sup>3</sup> Enflasyon bir önceki yıla oranla yaklaşık % 5 azalmıştır.

hedeflenmiştir. Bu doğrultuda faiz dışı bütçe fazlasının 7,5 milyar dolar fazla vermesi temel hedef olarak ortaya konulmuştur.

Enflasyonla mücadele programının ikinci önemli ayağını döviz kuru ve para politikalarındaki değişiklikler oluşturuyordu. Döviz kurlarının nominal çıpa olarak kullanılması kararlaştırılmış ve bu şekilde oluşturulan kur sepetinin (1 Dolar + 0,77 Euro) 2000 yılı sonuna kadar beklenen enflasyon oranı kadar(% 20 TEFE'ye göre) artırılması planlanmıştır. Ayrıca kurlardaki değişimin çapraz kurlardaki hareketliliğe göre belirlenmesi ve aylık olarak kurun sabit kalması planlanmış ve 2001 Haziranında kademeli olarak kurun dalgalanmaya bırakılması kararlaştırılmıştır.

Para politikası alanında ise Merkez bankasının net iç varlıklarına sınırlama getirilmiştir. Net iç varlıklar sınırı 1.2 katrilyon TL olarak belirlenmiş ve net iç varlıkların döviz girişi oranında artırılması kararlaştırılmıştır. Böylece Merkez Bankasının para basımı sınırlandırılmış ve bankanın para kurulu(currency board) gibi çalışması hedeflenmiştir. Çolak(2001)'ın da belirttiği gibi aslında para kurulu sisteminin özünde para politikasıyla ilgili işlemlerin para kurulu ve Merkez Bankası arasında paylaşılması vardır. Para arzı para kurulunca ve diğer işlemler Merkez Bankası tarafından yapılması gerekirken Türkiye'de böyle bir ayrıma gidilmemiştir. Döviz girişine bağlı olarak iç borçlanmanın azaltılması ve piyasaya TL sunulmasıyla likiditenin artırılmasına ve faiz oranlarının düşürülmesine karar verilmiştir.

Programın son ayağını yapısal reformlar ve özelleştirme programları oluşturuyordu. 2000 yılında 5 milyar doları Telekom'dan olmak üzere 7.6 milyar dolar ve 2001 yılında 6 milyar dolarlık özelleştirme yapılması planlanmış, ancak siyasi nedenlerle ve uluslararası piyasalardan beklenen talebin gelmemesi gibi nedenlerle büyük özelleştirmeler(THY, Türk Telekom ) yapılamamıştır. Tarım ve sosyal güvenlik alanlarında da kayda değer ilerleme sağlanamamıştır.

1999 yılında, Meksika ve Güney Doğu Asya ülkelerinin kriz öncesindeki durumundan farklı olarak, Türkiye'de enflasyon (TÜFE) %65'e, büyüme oranı %6'ya, iç borç stokunun GSMH'ya oranı % 29'a, cari işlemler açığı ise 1,36 milyar dolara(GSMH'lanın yaklaşık % 0,7'sine) ulaşmıştı(TCMB).

Meksika ve Asya örneklerinde olduğu gibi Türkiye'de de kriz öncesi yabancı sermaye hareketlerinde büyük artışlar gözlenmiştir. Sermaye hareketlerinin içeriğine bakıldığında portföy yatırımlarının ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin ağırlıkta olduğu görülmektedir(Şekil 4).

Kısaca özetlemek gerekirse, Türkiye 1999 yılında enflasyonla mücadele programına başlamadan önce Meksika ve Güney Asya ülkelerindeki duruma benzer biçimde sürdürülebilir cari işlemler açığına, yüksek faizlere rağmen çevrilebilir iç borç/GSMH oranına ve yaklaşık olarak Meksika ve Tayland'ın kriz öncesinde sahip olduğu M2Y/rezervler oranına sahipti. Bu ülkelerden farklı olarak Türkiye'de enflasyon ve faiz oranları oldukça yüksekti ve büyüme oranı önemli ölçüde düşüktü. IMF desteğiyle uygulamaya konulan enflasyonla mücadele programı etkilerini ilk olarak faizlerin düşmesiyle göstermiştir. DİBS'nin ortalama bileşik faiz oranları 1999 yılının son çeyreğinde %103 iken 2000 yılında sürekli azalarak Kasım krizine kadar % 40'a kadar inmiştir<sup>4</sup>. Faizlerdeki düşüşün en önemli nedeni döviz kurunun çıpaya bağlanması nedeniyle düşük faizle yapılan dış borçlanmanın artmasıdır.

---

DİBS faiz oranları Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığından temin edilmiştir.

Ayrıca enflasyon beklentilerinin düşük olması DİBS'rine olan talebi artırmıştır. Bunlara ek olarak faiz dışı bütçe fazlasının GSMH'nın %2.2'sinden %6'sına çıkması da faizlerdeki düşüşte önemli rol oynamıştır.

Ancak faizlerdeki hızlı düşüş tüketici kredilerinde patlamaya sebep olmuş ve sonuç olarak dayanıklı tüketim ve yatırım mallarıyla otomobil satışları artmıştır. Aralık 1999 sonunda yaklaşık 100 trilyon lira olan tüketici kredileri, 2000 Ekim ayı sonunda 4 katrilyon 504 trilyon liraya ulaşmıştır (Uygur, 2000 : 47). DPT kaynaklarına göre 2000 yılında yerli otomobil satışlarında %49.2 ve dayanıklı tüketim malı satışlarında %38.1 artış kaydedilmiştir.

Enflasyon oranının tahmin edilenden yüksek çıkması nedeniyle aşırı değerlenen TL, ithal malları alımını cazip kılarak ihracatta rekabet gücünün azalmasına yol açmıştır. Düşük faizli tüketim kredilerinin artması ve TL'nin aşırı değer kazanmasıyla birlikte 2000 yılında ithal otomobil satışları %112, tüketim malı ithalatı %31.7, yatırım malı ithalatı ise %29.2 oranlarında artmıştır (İzmirlioğlu, 2000: 61). Ancak döviz kurunun eksik belirlenmesi aramalarının ucuzlamasını sağlamış ve sanayi sektörünün aramaları talebini artırmıştır. Sonuçta tüketim ve ithalatta yaşanan artışlar büyüme hızını programda öngörülenin üzerine taşımıştır (% 5.5'e karşılık % 6).

İthalatın eksik belirlenen döviz kuru nedeniyle artması ve Avrupa'ya ihracatın euro'nun dolar karşısında değer kaybetmesi nedeniyle, diğer pazarlarda ise rekabet gücünün azalmasından dolayı gerilemesi, cari işlemler dengesinin hızla bozulmasına neden olmuştur. 1999 yılında 1 milyar 364 milyon dolar olan cari işlemler açığı Eylül 2000 itibariyle 6 milyar 823 milyon dolara fırlamıştır (TCMB). Bu rakam GSYİH'nın % 4.9'sına karşılık gelmekteydi.

Cari işlemler açığının GSYİH'ya oranı Meksika'da 1993 yılında % 7, 1996'da Güney Kore'de % 4.9, Endonezya'da % 3.3, Malezya'da % 4.9, Filipinler'de % 4.7 ve Tayland'da % 7.9 civarındaydı (Tablo 3).

Uygur(2001)'un da belirttiği gibi hızla artan cari işlemler açığının sürdürülebilmesi yabancı sermaye girişiyle mümkündür. Ancak şekil 4'den de görüldüğü gibi 2000 yılında hem portföy yatırımlarında hem de doğrudan yatırımlarda bir önceki yıla göre büyük düşüşler gözlenmiştir.

Türkiye'de Güney Doğu Asya ülkelerinin kriz öncesi durumuna benzer bir durum bankacılık sektöründe yaşanıyordu. Özel bankaların birçoğu yapı itibariyle Asya ülkelerindeki holding bankalarını anımsatıyordu. 1998-2000 yılları arasında Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na(TMSF) devredilen bankaların birçoğu büyük grupların elindeydi(Yaşarbank- Yaşar grubu, Demirbank,Ulusal bank- Cingilloğlu Grubu, EGS bank-EGS holding, Bank kapital- Ceylan grubu, Sümerbank-Garipoğlu grubu ve benzeri). Tasarruf mevduatına verilen garantiler yüzünden holding bankalarının birçoğu halktan topladıkları mevduatın büyük bölümünü kendi bünyelerindeki şirketlere usulsüzce aktarmışlar ve batık kredi olarak göstermişlerdir.

Döviz kurunun çıpaya bağlanması ve ulusal ve uluslararası faiz oranlarındaki farklılıklar nedeniyle, tıpkı Asya bankaları gibi Türk bankaları da döviz kurunda olabilecek değişimlere karşı koruma almadan(hedging yapmadan) uluslararası piyasalardan ucuza aldıkları borçları Türkiye'de TL cinsinden yüksek faiz oranlarından kredi olarak vermişlerdir. Asya ülkelerindeki bankalardan farklı olarak Türk bankaları yurtdışından elde ettikleri kredileri özellikle kamu kesimine borç olarak vermişlerdir.

Kısaca özetlemek gerekirse, Türkiye 2000 yılının Sonbaharında % 27'lere ulaşmış TÜFE enflasyonu, GSYİH'nın % 4'ünü geçmiş cari işlemler açığıyla, artan ithalat giderleri ve dış borçlarla, azalan ihracat gelirlerine karşılık yabancı sermaye girişinin sağlanamadığı bir konumdaydı ve devalüasyon beklentisi artmıştı. Sonuçta yabancı fon yöneticileri plasmanlarını tasfiye etmeye başlamış ve kredileri kesmişlerdir. Böylece yaklaşık 4 milyar 800 milyon dolarlık portföy yatırımı ülkeden çıkmış ve devalüasyon beklentisi içindeki bankalar açık pozisyonlarını kapatmak telaşıyla döviz taleplerini artırmışlar ve piyasa da likidite sıkıntısı başlamıştır. Merkez Bankası artan likidite ihtiyacına karşılık, IMF programı çerçevesinde belirlenen döviz rezervlerini minimum seviyede tutmak ve parasal tabanı net dış varlıklardaki artış oranında yükseltmek hedefleri uyarınca piyasa likidite vermemiştir. Döviz talebindeki artış faiz oranları artırılarak frenlenmek istenmiştir. Faizlerin aşırı derecede yükselmesi sonucunda bünyesinde çok fazla DİBS bulunduran Demirbank'a el konulmuş ve TMSF'na devredilmiştir.

Diğer bankalara el konulacağı kaygısı paniğe yol açmış ve 22 Kasım'da bankalararası piyasalarda ortalama gecelik faiz % 110.8'e çıkmış ve en yüksek değer olarak da % 210'a ulaşmıştır (TCMB). 15 Kasım'da 13256 olan İMKB 100 endeksi sürekli azalarak 4 Aralıkta 7329 puana gerilemiştir (TCMB).

Panik havasını dağıtmak isteyen Merkez Bankası sonuçta piyasaya para sürmek zorunda kalmıştır. 17 Kasım 2000 tarihinde 24 milyar 433 milyon dolar olan Merkez Bankası brüt döviz rezervi 1 Aralıkta 18 milyar 942 milyon dolara inmiştir (TCMB).

Kasım krizinin derinleşmesini IMF'nin 7.5 milyar dolar tutarında ek kredi vermesi ve halkın herşeye rağmen TL'den döviz geçmemesi önlemiştir. Kasım krizinden sonra, IMF'nin de uyarılarına rağmen kur çıpasına devam edilmiştir. IMF kredisi ek rezerv kolaylığı(Supplemental Reserve Facility) şeklinde verildiğinden vadesi çok kısa ve maliyeti yüksek olmuştur. Uygur'un da belirttiği gibi kur çıpası yüksek bir maliyet ödenerek savunulmuştur.

#### **3.4.4 2001 ŞUBAT KRİZİ**

Türkiye Aralık ayının sonlarına ve Ocak 2001'in başlarına doğru kriz ortamından çıkmaya başlamıştır. 5 Ocak'ta Merkez Bankası döviz rezervleri yeniden 25 milyarın üzerine çıkmış ve Şubat krizine kadarda bu seviyenin altına inmemiştir. 2000 Aralık ayı sonunda ortalama %199 olan interbank gecelik faiz oranları, Ocak ayında %42'ye düşmüştür. İMKB 100 endeksi de 4 Ocakta 10198 puan'a yükselmiştir.

Ancak bu tür olumlu gelişmeler 19 Şubat 2001'de Başbakan ve Cumhurbaşkanı arasındaki siyasi tartışmayla son bulmuş, Kasım krizi nedeniyle zaten hassas olan piyasalar altüst olarak döviz krizi başlamıştır. Kasım krizinde TL pozisyonlarını koruyan insanların da Şubatta döviz hücum etmeleri sonucu döviz kuru üzerindeki baskı artmış, Merkez Bankası krizi izleyen iki gün boyunca rezervlerini eritmek pahasına piyasaya müdahale etmiş ancak 22 Şubat 2001 tarihinde, döviz kuru çıpasının yürürlükten kaldırılıp dalgalı kura geçildiğini ilan etmek zorunda kalmıştır.

16 Şubatta 27 milyar 943 milyon dolar olan döviz rezervleri, 19 Şubat 2001 itibarıyla 22 milyar 581 milyon dolara inmiştir. Merkez bankası böylece bir gün içinde (17 ve 18 Şubatın haftasonu tatili olması dikkate alındığında) 5 milyar doların

üzerinde döviz rezervi kaybetmiştir. Dalgalı kura geçiş kararından sonra dolar 688 bin TL civarından 962 bin TL'ye yükselmiştir. Artan döviz talebi yüksek faiz silahıyla durdurulmak istenince gecelik interbank faiz oranları en yüksek %50'den, % 6200'e çıkmış daha sonra hızlı biçimde düşerek Şubat ayı sonunda %103'lere inmiştir. 16 Şubatta 10169 puan olan borsa endeksi, 19 Şubatta 8683 puana inmiştir (TCMB).

Şubat 2001 kriziyle birlikte Aralık 1999'da uygulamaya konulan enflasyonla mücadele programının sonuna gelinmiş olunuyordu. Türkiye'de Şubat krizinden sonra 15 Mayıs 2001 tarihinde açıklanan ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı olarak adlandırılan yeni bir program yürürlüğe girmiştir. Bu son programın Aralık 1999 niyet mektubu ile somutlaşan 2000 enflasyonu düşürme programından temel farkı, döviz çıpasının yerine dalgalı kura dayanan bir para programı olmasıdır. Yoksa 2000 programının diğer hedefleri (kamu kesimi reformu, sosyal güvenlik, özelleştirme, tarım reformları) aynen bu programın hedefleri arasında da bulunmaktadır (Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu, 2001 : 8). Bu program öncelikle bankacılık sektöründe reformların yapılmasını öngörmektedir<sup>5</sup>. Bu programla birlikte Türk Ekonomisinin yapısal sorunları olduğu kabul edilerek bu sorunların üstesinden gelinmeden kalıcı büyümenin sağlanamayacağı ve enflasyonist süreçten çıkılamayacağı kabul edilmiştir.

Güçlü ekonomiye geçiş programının değerlendirilmesi bu makalenin kapsamını aşmaktadır. Ancak şu kadarı söylenebilir ki, 11 Eylül tarihinde A.B.D'deki olaylar sonucunda dünya ekonomilerini saran kriz dalgası, Türkiye'nin uygulamakta olduğu ekonomik programı da etkilemiştir. Bu makalenin yazıldığı tarihlerde IMF'e yeni bir niyet mektubu sunulmuştur.

Özetle, Türkiye'de Aralık 2000 tarihinde uygulamaya konulan IMF destekli ve döviz kuru çıpasına dayalı programın, tıpkı 1980'lerde Latin Amerika ülkelerinde ve 1990'larda Meksika ve Güney Doğu Asya ülkelerinde olduğu gibi krizle noktalanması bu krizlerden çıkarılacak önemli dersler olduğunu göstermiştir. İzleyen bölüm bu konu üzerinde durmaktadır.

#### **4. KRİZLERDEN ÇIKARILACAK DERSLER**

Gerek 1980'li yıllarda Latin Amerika ülkelerindeki, gerekse 1990'lı yıllarda Meksika ve Güney Doğu Asya'da ve son olarak Türkiye'deki krizler, finansal sistemin kırılgan olduğu ülkelerde döviz kuru çıpası uygulamasının spekülasyon ataklarına karşı sürdürülmesinin oldukça zor olduğunu göstermiştir. Faiz oranlarını yükselterek döviz talebini bastırma çabalarının finansal sisteme çok büyük zararlar verdiği ve krize neden olduğu incelenen krizlerden çıkarılması gereken önemli derslerden birisidir.

Ayrıca döviz kuru çıpası ulusal para için istikrar unsuru olarak görülmeye başlandığında, döviz cinsinden borçlanmayı ve yüksek oranlarda döviz kuru riski almayı teşvik etmektedir. Döviz kuru çıpaya bağlanınca yatırımcılar konvertibilite garantisinin uluslararası rezervlerle sınırlı olduğunu ve ülkenin dışarıdan borçlanabildiği müddetçe kur politikasını sürdürebileceğini bilmektedirler. Bu

---

<sup>5</sup> Güçlü ekonomiye geçiş programıyla ilgili ayrıntılı bilgi Merkez bankasının Web sayfasından elde edilebilir.

durumda, döviz kuru rejiminin sürdürülebilirliğine olan güven azalmaya başlayınca, ülkeye kısa vadeli spekülasyon amaçlı sermaye girişi hızlanmaktadır. Merkez bankasının sterilizasyona gitmemesi durumunda ülkeye giren yabancı sermaye, tüketim ve ithalatta büyük artışlara neden olarak ödemeler dengesini olumsuz etkileyebilmektedir.

İncelenen ülkelerde görülen ortak noktalardan bazıları ulusal paraların reel anlamda aşırı değer kazanmaları, kısa vadeli dış borçların artması, cari işlemler dengesinin önemli ölçülerde bozulmasıdır. Bütün bunlar döviz kurları üzerindeki baskıyı artırarak devalüasyon beklentisine neden olmaktadır. Kısa dönemli dış borçların döviz rezervlerine oranı yükselmeye başlayınca ve ihracatta rekabet gücü zayıfladığında, izlenen döviz kuru rejimini devam ettirmek imkansız hale gelmektedir.

Latin Amerika ülkelerinde 1980'li yılların başlarındaki, daha sonra Asya ülkelerindeki ve ülkemizdeki krizler, finansal sistemin zayıf olduğu ve makroekonomik istikrarın olmadığı ülkelerde, finans sektörünün tamamen serbestleştirilmesinin topyekün intiharla eşdeğer olduğunu göstermiştir. Finansal sektörün güçlendirilmesi için gözetim ve denetim mekanizmalarının etkili biçimde işletilmesi şarttır.

Yaşanılan krizlerde makroekonomik istikrar ön plana çıkmıştır. Büyük miktarlardaki bütçe ve cari işlem açıkları, yüksek enflasyon ve aşırı değerlenmiş ulusal para ve benzeri makroekonomik dengesizlikler, izlenen istikrar programını baltalayabilmekte ve belirsizliği artırarak krize yol açabilmektedir.

## 5. SONUÇ

Bu çalışmada finansal serbestleşme olarak adlandırılan ekonominin dışa açılmasını, finansal işlemlere konulan sınırlamaların kaldırılmasını öngören, genelde IMF destekli politikaların 1980'lerde Latin Amerika ülkelerinde, 1994-1995 yıllarında Meksika'da, 1990'lı yılların sonunda Güney Doğu Asya'da ve son olarak Türkiye'de yaşanan krizlerde oynadığı rol incelenmiştir.

İncelenen ülkelerin ortak bir özelliği de hepsinin döviz kurunu çığaya bağlamasıdır. Son olarak Türkiye'de Şubat 2001 tarihinde meydana gelen kriz, birkez daha dışa açık bir ekonomide döviz kuru çıpasına dayanan para programlarının, makroekonomik dengesizliklerin olduğu, denetim ve gözetim mekanizmalarının etkili olarak işlemediği, kırılgan bir yapıya sahip bankacılık sisteminin bulunduğu durumda kolaylıkla döviz ve /veya finansal krize yol açabileceğini göstermiştir.

## KAYNAKÇA

- ADAMS W. FICHETTE D. (1994), *Finance Informel Dans les Pays en Développement*, Press Universitaire de Lyon, France.
- BAĞIMSIZ SOSYAL BİLİMCİLER İKTİSAT GRUBU(2001), *Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı*, Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği, s. 5-45
- BAHÇECİ S. (1997), *Ortodoks ve Heterodoks İstikrar Programları : Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi*, D.P.T Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, ANKARA.
- BANQUE MONDIALE(1989), *Rapport sur le Développement dans le Monde :Systèmes Financiers et Développement .*
- BOISSIEU C., HENRIOT A., ROI S.(1998), “Problématique des Marchés Emergents ”, *Revue Economique*, : 49(1), s.27-49.
- ÇOLAK F.Ö(2001), “ İstikrar Programı ve Kriz ”, *İşveren*, 39, s. 6-9.
- DEMİRGÜÇ A., DETRAGIACHE E.(1998), “The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries ”, *IMF Staff Papers*, 45 no :1, s.81-109.
- DORUKKAYA Ş., YILMAZ H. (1999) “ Global Kriz, Türkiye Ekonomisine Etkileri ve 1999 Yılında Alınması Gereken Tedbirler”, *Vergi Dünyası*, 214, s.7-15.
- DREES B., PAZARBAŞIOĞLU C.(1998), “The Nordic Banking Crises Pitfalls in Financial Liberalization ? ”, *IMF Occasional Paper*, no:161, s.1-39.
- EDWARDS S.(1995), *Crisis and Reform in Latin America From Despair to Hope* , The World Bank , Washington D.C. U.S.A.
- Fédération Internationale des Bourses de Valeurs(Çeşitli yıllar), F.I.B.V Statistiques , Paris.
- International Monetary Funds(1998), *International Financial Statistics*, Washington, D.C.
- International Finance Corporation, IFC, (1996-1999), *Emerging Stock Markets Factbook* , Washington, D.C.
- İZMİRLİOĞLU A.(2000), *Makroekonomik Program (2000-2002) ve Beş Aylık Uygulama Sonuçları* , D.P.T, Ankara.

- JOHNSTON B., PAZARBAŞIOĞLU C.(1995), “Linkages Between Financial Sector Reform and Economic Growth and Efficiency”, *IMF Working Paper* , No :95/103.
- KARLUK R. S.(1999), Türkiye Ekonomisi : Tarihsel Gelişim, Yapısal ve Sosyal Değişim, İstanbul.
- KEYDER N.(2000), Para Teori Politika ve Uygulama, Ankara.
- LEVINE R.(1996), “ Les Marchés Boursiers Stimulent la Croissance ”, *Finance & Development* , s.7-10.
- MARTINEZ O.(1998) “ Les Enseignement de la Crise Mexicaine et le Redressement de l’Asie ”, *Finance&Développement*, s.6-9.
- MCKINNON, R.(1973), “ Money and Capital in a Developing Country ”, Washigton : Brookings.
- ÖZBİLEN Ş.(1999), “Global ve Ulusal Ekonomilerde Reel Kriz Süreçlerinin Ortaya Çıkışı ve Gelişme Süreçleri ”, *Yeni Türkiye*, s.171-185.
- PORET P.(1998), “ Les Flux de Capitaux : Leçons d'Asie ” , *L'observateur de l'OCDE*, no :214, s.39-42.
- REISEN H(1998), “ Les Crises Monétaires : Résultat de Facteurs Internes Leçons de Politique Economique pour les Eviter ”, *Revue d'économie du Développement* , s.93-117.
- SACHS J., TORNELL A., VELASCO A.(1996), “ Financial Crises in Emerging Markets :The Lessons From 1995 ”, *NBER Working Paper*, No:5576.
- SHAW E.(1973), “ Financial Deeping in Economic Development ”, Oxford University Press, New york.
- SINGH A.(1997), “ Financial Liberalisation, Stock Markets and Economic Development ” , *The Economic Journal* , 107, s.771-782.
- TCMB(2001) “2001 Para Politikası Hedefler ve Uygulama”, Temmuz.
- UYGUR E.(2001) “ 2000 Kasım ve 2001 Şubat Üzerine Değerlendirmeler ” , *Mülkiye*, 25(227), s. 37-71