

**MEKSİKA 1994 VE ARJANTİN 2001-2002 KRİZLERİNİN  
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER VE TÜRKİYE İÇİN ÖNEMİ**

Burçin HACIHASANOĞLU

Danışman  
Prof. Dr. Erdinç Telatar

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası  
Piyasalar Genel Müdürlüğü  
Ankara, Haziran 2005

## ÖNSÖZ

1990'larda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin ülke ekonomilerine verdikleri büyük zararlar ile bu ülkelerin ekonomik istikrar ve sürdürülebilir büyümeyi sağlama yönünde ilerledikleri süreçte yarattıkları telafisi güç kesintiler, söz konusu krizlerin anlaşılmasını ve bu krizleri önlemeye yönelik makro politikaların belirlenmesini ekonomi biliminin en güncel sorunlarından biri hale getirmiştir. Fiyat istikrarını temel hedef olarak benimsemiş ve bu hedefin ancak finansal istikrarla bir arada olabileceğine inanan gelişmekte olan ülke merkez bankaları için, diğer gelişmekte olan ülkelerin ekonomik istikrarı sağlama yolunda ilerlerken yaşadıkları kriz deneyimleri ve bu deneyimlerden alınacak dersler geleceğe ışık tutacak bir kaynak niteliği taşımaktadır. Bu çalışma, Meksika'nın 1994 ve Arjantin'in 2001-2002 yıllarında geçirdikleri kriz deneyimlerini incelemekte, Meksika, Arjantin ve 2000-2001 Türkiye krizlerinin oluşumunda etkili olan ortak unsurları belirleyerek, bu unsurların gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye için önemini irdelemektedir.

Bu çalışmanın gelişmekte olan ülke krizleri konusunda aydınlatıcı bir kaynak olmasını diler, değerli katkılarından dolayı tez danışmanım Prof. Dr. Erdiç Telatar'a, çalışmam sırasında benden hiçbir konuda desteklerini esirgemeyen Piyasalar Genel Müdürü Çiğdem Köse, Genel Müdür Yardımcısı Emrah Ekşi ve Döviz Risk Yönetim Müdürü Orhan Kandar'a teşekkürlerimi sunarım.

Burçin HACIHASANOĞLU

## İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖNSÖZ .....	i
İÇİNDEKİLER .....	ii
TABLO LİSTESİ .....	v
KISALTMA LİSTESİ .....	vi
EK LİSTESİ.....	vii
ÖZET .....	ix
ABSTRACT.....	xi
GİRİŞ .....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

<b>KRİZ LİTERATÜRÜNE GENEL BİR BAKIŞ</b> .....	6
1.1. Kriz Modelleri .....	7
1.1.1. Birinci-Nesil Modeller .....	7
1.1.2. İkinci-Nesil Modeller.....	11
1.1.2.1. Kendi-kendini Besleyen Beklentiler ve Çoklu Dengeler....	12
1.1.3. Üçüncü-Nesil Modeller.....	15

### İKİNCİ BÖLÜM

<b>1994 MEKSİKA KRİZİ</b> .....	20
2.1. Meksika Ekonomisinin Tarihsel Gelişimi.....	20
2.1.1. 1982-1987 Dönemi: Pacto Öncesi.....	21
2.1.2. 1987-1994 Dönemi.....	23
2.1.2.1. Programın Ana Hatları.....	24
2.1.2.2. Döviz Kuru Politikası.....	24
2.1.2.3. Para Politikası .....	25
2.1.2.4. Maliye Politikası.....	26
2.1.2.5. Finansal Sistemin ve Ticaretin Liberalizasyonu.....	26
2.1.3. Programın Başarıya Ulaştığı / Başarısız Olduğu Alanlar.....	27
2.2. Meksika Mucizesi.....	29
2.3. Meksika Krizinin Analizi .....	30

2.3.1. Krizin Gelişimi.....	30
2.3.2. Krizde Etkili Olan Faktörler.....	33
2.3.2.1. Ters Şoklar Görüşü.....	34
2.3.2.2. Sürdürülemez Dış Pozisyon Görüşü.....	34
2.3.2.3. Yetersiz Politikalar Görüşü.....	35
2.3.2.4. Sermaye Akımları, Reel Döviz Kuru ve Cari Açık.....	36
2.3.2.5. Finansal Sistemin Kırılganlığı ve Krizde Uygulanan Makroekonomik Politikaların Etkisi.....	41

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

<b>2001-2002 ARJANTİN KRİZİ.....</b>	<b>47</b>
3.1. Arjantin Ekonomisinin Tarihsel Gelişimi.....	47
3.1.1. 1960–1991 Dönemi.....	48
3.2. Yeni Bir İstikrar Programını Vazgeçilmez Kılan Şartlar.....	51
3.3. 1991 Sonrası Dönem: Konvertibilite Planı ve Anlamı.....	52
3.3.1. Planın Ana Unsurları.....	53
3.3.2. Parasal Reform: Konvertibilite Kanunu ve Merkez Bankası Tüzüğü.....	54
3.3.3. Finansal Sistem Reformları.....	57
3.3.4. Maliye ve Kamu Sektörü Reformları.....	60
3.4. 1991 Sonrası Ekonominin Gelişimi ve Krize Giden Süreç.....	63
3.5. 2001-2001 Arjantin Krizinin Analizi.....	68
3.5.1. Krizin Gelişimi.....	68
3.5.2. Krizde Etkili Olan Faktörler.....	72

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

<b>MEKSİKA, ARJANTİN VE TÜRKİYE KRİZLERİNDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLERİN KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ.....</b>	<b>79</b>
4.1. Sabit Döviz Kuru Politikası.....	79
4.2. Reel Döviz Kuru Değerlenmesi.....	84
4.3. Cari İşlemler Açığı.....	89
4.4. Borç Yükü / Mali Dengesizlik.....	92
4.5. Sermaye Hareketleri.....	98
4.6. Finansal Sistemin Kırılganlıkları.....	101
4.7. İçsel Şoklar.....	108
4.8. Dışsal Şoklar.....	111
4.9. Uygulanan Makroekonomik ve Mali Politikalar.....	113

## BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER.....	120
KAYNAKÇA.....	130
EKLER.....	139

## TABLO LİSTESİ

	<b><u>Sayfa No</u></b>
Tablo 2.1. Meksika'nın 1995-1993 Döneminde Uzun Vadeli Ekonomik Performansı .....	20
Tablo 2.2. Meksika'nın 1987-1994 Döneminde Uyguladığı Döviz Kuru Politikaları .....	25
Tablo 2.3. Meksika'nın Temel Ekonomik Göstergeleri (1987-1994).....	27
Tablo 3.1. Arjantin'in 1960-1991 Döneminde Uyguladığı Ekonomik Programlar .....	48
Tablo 3.2. Arjantin Bankacılık Sistemi Konsolidasyonu.....	58
Tablo 3.3. Arjantin'in Temel Ekonomik Göstergeleri (1991-2002) .....	66
Tablo 3.4. Arjantin'de Önemli Ekonomik Gelişmeler Kronolojisi (Aralık 1999-Nisan 2002).....	70

## KISALTMA LİSTESİ

A.B.D.	: Amerika Birleşik Devletleri
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
DTH	: Döviz Tevdiat Hesabı
EMBI	: Emerging Market Bond Index (Gelişen Piyasalar Tahvil Endeksi)
ERM	: Exchange Rate Mechanism (Döviz Kuru Sistemi)
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
NAFTA	: North American Free Trade Agreement (Kuzey Amerikan Serbest Ticaret Anlaşması)
NBER	: National Bureau of Economic Research (Ulusal Ekonomik Araştırma Kurumu)
NDV	: Net Dış Varlıklar
OPEC	: Organization for Petroleum Exporting Countries (Petrol İhraç Eden Ülkeler teşkilatı)
PACTO	: Pact for Economic Solidarity (Ekonomik Dayanışma Paktı)
REER	: Real Effective Exchange Rate (Reel Efektif Döviz Kuru)
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	: Toptan Eşya Fiyatları Endeksi
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE	: Tüketici Fiyatları Endeksi
WEO	: World Economic Outlook (Dünya Ekonomik Görünümü)
YP	: Yabancı Para

## EK LİSTESİ

### Sayfa No

Ek 1. Tablolar	
Ek 1.1. Meksika: Döviz Kuru ve Enflasyon Gelişmeleri (1991-1995).....	140
Ek 1.2. Arjantin: Ülkeler Bazında Dış Ticaret (2001).....	141
Ek 1.3. Meksika: Reel Döviz Kuru Gelişmeleri.....	142
Ek 1.4. Arjantin: Döviz Kuru ve Enflasyon Gelişmeleri (1991-2002).....	143
Ek 1.5. Türkiye: Enflasyon ve Döviz Kuru Gelişmeleri.....	144
Ek 1.6. Türkiye: Reel Efektif Döviz Kuru Gelişmeleri.....	145
Ek 1.7. Meksika: Tasarruf, Yatırım ve Cari Hesap (GSYİH'ya Oranı).....	146
Ek 1.8. Türkiye: Dış Ticaret ve Cari İşlemler Dengesi (1996-2000).....	147
Ek 1.9. Türkiye: Faiz Oranları ve Enflasyon Gelişmeleri.....	148
Ek 1.10. Meksika: Kamu Borcunun GSYİH'ya Oranı.....	149
Ek 1.11. Meksika: İç Borcun Yapısı (1989-1994).....	150
Ek 1.12. Arjantin: Kamu-Özel Sektörün Borç Stoğunun GSYİH'ya Oranı...	151
Ek 1.13. Türkiye: Konsolide Bütçe Gelişmeleri.....	152
Ek 1.14. Türkiye: Dış Borçluluk Göstergeleri.....	153
Ek 1.15. Meksika: Net Sermaye Yatırımları .....	154
Ek 1.16. Türkiye: Ocak 2000-Haziran 2001 Dönemi Sermaye Hareketleri..	155
Ek 1.17. Meksika: Bankacılık Sistemi Yabancı Para Pozisyonu.....	156
Ek 1.18. Meksika: Parasal Göstergeler.....	157
Ek 1.19. Camelot Bankacılık Sistemi Derecelendirmesi.....	158
Ek 1.20. Arjantin: Bankacılık Sistemi Göstergeleri.....	159
Ek 1.21. Türkiye: Bankacılık Sistemi Göstergeleri.....	160
Ek 1.22. Meksika: Politika Alternatifleri.....	161



Ek 2. Grafikler	
Ek 2.1. Meksika: Enflasyonun Zaman İçinde Gelişimi (1991-1995).....	162
Ek 2.2. Meksika: Reel Döviz Kurunun Zaman İçinde Gelişimi (2001).....	163
Ek 2.3. Arjantin: Gerçek ve Denge Reel Efektif Döviz Kuru.....	164
Ek 2.4. Arjantin: Reel Kur Değerlenmesi .....	165
Ek 2.5. Arjantin: Net Dış Varlıklar/GSYİH.....	166
Ek 2.6. Arjantin: Cari İşlemler Açığı Bölge Ülkeleri Karşılaştırması.....	167
Ek 2.7. Arjantin: Özel-Kamu Sektörü Cari İşlemler Açığı/GSYİH .....	168
Ek 2.8. Arjantin: Bütçe Dengesi/GSYİH.....	169
Ek 2.9. Arjantin: Sermaye Girişleri ve Büyüme İlişkisi.....	170
Ek 2.10. Arjantin: Ülke Riski (EMBI+-AR) .....	171
Ek 2.11. Meksika: Özel Sektöre Verilen Banka Kredilerinin GSYİH'ya Oranı .....	172
Ek 2.12. Meksika: Geri Dönmeyen Krediler/Toplam Banka Kredileri.....	173
Ek 2.13. Arjantin: Yabancı Para Mevduatın Toplam Mevduata Oranı .....	174
Ek 2.14. Arjantin: Bankacılık Sistemi Aktifleri .....	175

## ÖZET

Gelişmekte olan ülkeler 1980'lerin sonu ve 1990'larda bir yandan finansal serbestleşmeyi benimseyerek dünya finansal piyasalarına entegre olurken, diğer yandan da enflasyonu düşürerek makroekonomik istikrarı ve sağlıklı bir büyümeyi yakalamaya çalışmaktaydılar. Bu amaç doğrultusunda uzun süreli ekonomik istikrarsızlığın hakim olduğu üç ülke Meksika, Arjantin ve Türkiye sırasıyla döviz kurunu çapa olarak kabul eden ve maliye, bankacılık sektörü, kamu sektörü gibi pek çok alanda kapsamlı reformlar öngören istikrar programlarını uygulamaya koymuş ve bunun sonucunda küreselleşme sürecinin hareket ve hız kazandırdığı büyük miktarda sermayeyi ekonomilerine çekmişlerdir. Amaçları ve amaçlarına ulaşmak için izledikleri yol açısından büyük benzerlikler gösteren bu üç ülke, kendilerini bir çok faktörün birlikte rol oynadığı krizlerin içinde bulmuş, uyguladıkları döviz kuru politikasını ve istikrar programını terk etmek durumunda kalmışlardır. Sermaye; döviz rezervlerini eriterek, bankacılık sistemini çöküşün eşiğine getirerek ve ekonominin bütününe ağır bir maliyet yükleyerek bu ülke piyasalarını terk etmiştir.

Her üç krizde de etkili olan faktörlerin anlaşılmasının gelecekte olası krizleri önlemede önemli olduğu düşüncesiyle yola çıkılan bu çalışmada, öncelikle geçmişten bugüne döviz kuru krizleri üzerinde yapılan çalışmalar araştırılarak, genişletici para ve maliye politikaları ile sabit döviz kuru politikası arasındaki tutarsızlıktan kaynaklanan ve spekülasyon saldırı sonucu döviz rezervlerinin tükenmesi ve döviz kuru taahhüdünün er ya da geç bırakılması ile sonuçlanan birinci nesil, kendi-kendini besleyen beklentiler ve hükümetin önündeki karar alternatiflerinin etkileşiminden oluşabilecek çoklu dengeler üzerinde duran ikinci-nesil, krizlerin temelinde bankacılık sistemi problemlerinin yattığını ortaya koyan üçüncü nesil ve döviz kuru krizleri ile bankacılık krizlerinin bileşimini ele alan ikiz-kriz modelleri incelenmektedir.

Çalışmanın takip eden bölümlerinde Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 krizlerinin gelişimi detaylı bir biçimde araştırılarak, bu iki krizin kaynağında yer alan ortak unsurlar bu krizler üzerinde yoğunlaşan literatür taranarak belirlenmektedir. Kriz öncesinde her iki ülkede farklı biçimlerde de olsa sabit döviz kuru politikaları uygulandığı, döviz kurunun bir reel değerlenme sürecine girdiği, cari işlemler dengesinin bozulduğu, mali disiplinin veya borç yükünün bir sorun olmaya devam ettiği, sermaye akımlarındaki dalgalanmaların bir kırılganlık unsuru oluşturduğu, ekonomilerin içsel ve dışsal şokların yıkıcı etkisine maruz kaldığı, finansal sistemde varolan ya da oluşan kırılganlıkların diğer kırılganlıkları bütüncü altına aldığı ve son olarak, kriz öncesi ve kriz yönetiminde uygulanan politikaların gerek doğrudan, gerekse bekleyişler yoluyla krizlerin gelişimi üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir.

Meksika ve Arjantin krizlerinin temelinde yatan bu faktörlerin ülkemizde 2000-2001 yıllarında yaşanan krizler öncesinde de varolması, güçlü bir maliye politikası uygulanmasının ve mali disiplinin kalıcı biçimde sağlanmasının, sağlıklı bir finansal sistem yaratılmasına yönelik reformların ciddiyetle sürdürülmesinin, birbirleriyle uyumlu para ve kur politikaları benimsenmesinin ve uygulanmasının, merkez bankasının bağımsızlığını yerleştirmenin ve sürdürülebilir büyümenin yolunu açacak sağlıklı bir kurumsal çerçeve oluşturarak, ekonominin gelir yaratma kapasitesinin artırılmasının önemini ortaya koymaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Döviz Kuru Krizleri, Gelişmekte Olan Ülke Krizleri, Arjantin Krizi, Meksika Krizi, Türkiye Krizi.

## **ABSTRACT**

In the late 1980s and 1990s developing countries, while integrating with the global financial markets through financial liberalization, were at the same time aiming to achieve macroeconomic stability and a sustainable growth by bringing down inflation. Within this respect, following extended periods of economic turbulence Mexico, Argentina and Turkey, adopted exchange rate based stabilization programs which contain extensive reforms on areas ranging from fiscal policy to banking sector and public sector, and thus attracted large volumes of capital that became free and highly mobile under the globalization process into their economies. These three countries that showed remarkable similarity in the goals they set and the path they followed, were hit by crises driven by a combination of factors and were forced to abandon their exchange rate regimes and disinflation programs. Capital left these markets, depleting the foreign exchange reserves, causing severe damage for the banking systems and a heavy burden for the economies as a whole.

Based on the idea that understanding the underlying causes of these currency crises may serve to prevent the crises that may occur in the future, this study, initially surveys the existing currency crisis literature to provide a perspective on the first, second and third-generation models and research on twin-crises.

By incorporating insights from the relevant research, the remainder of the study offers a thorough examination of the 1994 Mexican and 2001-2002 Argentine crises, attempting to identify the common factors that were at the root of these experiences. Results of this analysis point that, in both countries prior to the crises, a sort of fixed exchange rate regime was implemented, a real exchange rate appreciation process had taken place, current account balance had deteriorated, unhealthy fiscal stance remained to be a problem,

economies became increasingly vulnerable against swings in capital flows, exposure to negative internal and external shocks triggered the crises, fragility of the financial system magnified other weaknesses in the economies and lastly, both pre-crisis and crisis management policies affected the evolution of the crises either directly or through expectations.

The evidence that these common elements were present also at the onset of the 2000-2001 Turkish crisis, imply the significance of sound fiscal policies and enduring fiscal discipline, seriously carrying on the reforms to strengthen the financial system, adoption and implementation of coherent monetary and exchange rate policies, preserving the independence of the central bank, improving the income generation capacity of the economy through forming an effective institutional framework that shall assist sustainable economic growth.

**Keywords:** Currency Crises, Emerging Market Crises, Argentine Crisis, Mexican Crisis, Turkish Crisis.

## GİRİŞ

Parasal krizler, ekonomi tarihinde yeni bir olgu olmamakla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin sıklığı ve derinliği, ülke ekonomilerine yüklediği maliyet, kriz öncesinde uygulanan ekonomik politikaların doğrulukları ile ilgili açtığı tartışmalar, zaman içinde uluslararası finansal istikrarı tehdit eder boyutu, gelişmekte olan ülke krizlerini aydınlatmaya yönelik çalışmaların önem kazanmasına sebep olmuştur. Krizlere neden olan faktörler belirlenerek, yaşanan krizlerden edinilen tecrübelerle uluslararası sermaye akımlarına açık, gelişmekte olan ülkelerde görülebilecek olası krizlerin önlenmesi ekonomi bilimi, politika yapıcılar ve uluslararası finansal kuruluşların öncelikli hedeflerinden birini oluşturmaktadır.

Döviz kuru krizleri üzerinde yapılan ilk çalışmalar Meksika'da (1973-1982) ve Arjantin'de (1978-1981) yaşanan ödemeler dengesi problemlerini konu almaktadır. Bütçe açıklarının sürdürülemez biçimde parasallaşma ile finansmanı uluslararası rezervlerin tükenmesi ve ulusal paranın er geç devalüe olması ile sonuçlandığı görülmüştür (Krugman, 1979). 1992 ve 1993'te Avrupa Döviz Kuru Sistemi (ERM)'nin çöküşü ile yön bulan çalışmalar ise, döviz kuru krizlerinin kökeninde uluslararası rezervlerin erimesinden farklı faktörler olabileceğini vurgulayarak, hükümetin döviz kuru taahhüdüne bağlı kalarak enflasyonu düşürme ve ekonomik aktiviteyi işsizliğe yol açmayacak biçimde belli bir seviyede tutma hedefleri arasındaki seçimini modellerine temel olarak almışlardır.

Ardı ardına 1992'de Kuzey Avrupa'da, 1994'de Meksika'da ve 1997'de Asya ülkelerinde yaşanan krizlerin bankacılık sektörü problemlerinin etkisiyle ortaya çıkan ödemeler dengesi krizleri olması, yeni ekonomik modellerde finansal sektör problemlerinin bütçe altına alınmasına yol açmıştır. Yeterli düzenlemelere sahip olmayan bir bankacılık sistemi yoğun

sermaye girişlerinin yaşandığı dönemlerde bir aşırı kredilendirme döngüsüne girmekte ve bu da tüketimde patlama yaratarak cari işlemler dengesinin bir tehlike sinyali oluşturacak ölçüde bozulmasına sebep olmaktadır (Mc Kinnon and Pill, 1994). Bir yandan cari işlemler açığı, ülkenin dış borçları ödeme yetisinin yatırımcılar tarafından sorgulanmasına neden olurken diğer yandan kırılgan bankacılık sektörü döviz kurunu savunmayı zorlaştırmaktadır. Ayrıca uluslararası faiz oranlarında ve sermaye akımlarının yönünde meydana gelen değişimlerin bankacılık sisteminin kırılgan olduğu ekonomilere etkisi daha büyük olmakta; uluslararası finansal piyasalardan kaynaklı bu dalgalanmalar bankacılık sisteminden mevduat çekilişi, döviz kuru rejiminin ve finansal sistemin çökmesi gibi büyük ve yıkıcı sonuçlar doğurabilmektedir (Goldfajn ve Valdés, 1997).

1980'lerin sonu ve 1990'lı yıllarda kamu kesimi borçlanmasının yanı sıra özel kesim borçlanması, sermaye akımları ve doğrudan yabancı yatırımlarında gözlemlenen hızlı artışa bağlı olarak global sermaye piyasalarının sınırlarında gözle görülür bir genişleme yaşanmıştır. Bu genişleme global politik konjonktürdeki değişim kadar yatırımcı tercihlerindeki farklılaşmaları ve finans dünyasını ilgilendiren teknolojik gelişmeleri yansıtmaktadır. Piyasa ekonomisi olma süreci yükselen piyasa ekonomileri olarak adlandırılan gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmanın cazibesini artırırken, bu ülkeler de uluslararası finansal piyasalara erişimden faydalanmak amacıyla yabancı sermayeyi özendirme konusunda girişimlerde bulunmuşlardır. Teknolojik gelişmeler global portföy yönetimini kolaylaştırmış ve bireysel fonlar aracılığıyla sermaye yatırımları gelişmekte olan ülke piyasalarına akmıştır.

Calvo (1998), ve Calvo ve diğerleri (2002) gibi çalışmalar gelişmekte olan ülkelerde yaşanan istikrarsızlıkların kaynağı olarak sermaye hareketlerine işaret etmekte ve 1982'deki borç krizinin, 1994 Meksika krizi ile beraberinde gelen Tekila etkisinin, 1997-98 Asya krizlerinin ve 2001-02 Arjantin krizinin hep sermaye girişlerindeki ani kesilmelerin bir sonucu olduğunu vurgulamaktadırlar. Sermaye hareketlerinde endüstrileşmiş ülke faiz oranlarındaki dalgalanmalar tarafından tetiklenen bu ani yön

değiştirmenin özellikle borçluluk oranı yüksek, dolarize olmuş ve ağırlıklı olarak kısa vadeli borçlanabilen yükselen piyasa ekonomilerine çok daha kalıcı ve ciddi maliyetler yüklediği görölmektedir. Arjantin 2001-02 krizi sonrasında ise, bir ülkenin borcunu ödeme yetisini veya isteğini kaybetmesine yol açabilecek faktörleri belirlemenin yeniden önem kazanmasıyla, borç krizleriyle ilgili geçmişte yapılan çalışmalar günümüz kriz tartışmalarının konularından biri olmuştur.

1970 yılından bu yana “90”ın üzerinde döviz kuru krizi yaşandığı ve bu krizlerin üçte ikisinden fazlasını gelişen ülke krizlerinin oluşturduğu düşünülürse, krizlerin bu ülkelerin ekonomik istikrarı ve sağlıklı bir büyümeyi sağlama yönünde ilerledikleri yolda ne denli önemli bir engel oluşturduğu açıkça görölmektedir.

Her ne kadar yükselen piyasa ekonomilerine akan global sermayenin miktarı endüstrileşmiş ülke ekonomilerindeki değişimlere bağlı olarak büyük dalgalanmalar göstermekteyse de ekonomik göstergelerini güçlendirme konusunda önemli adımlar atan, istikrarlı ve şeffaf politikalar izleyen ve yatırımcı haklarına saygılı ülkelerin piyasalar tarafından ödüllendirildiği bir döneme girildiği düşünölmektedir (Fischer, 2002).

Krizlere neden olan ortak faktörlerden yola çıkarak potansiyel krizleri ve bu krizlerin ekonomilerin üzerinde yarattığı tehdidi, sağlam ve birbirleriyle uyumlu mikro ve makro politikalarla önlemek gelişmekte olan ülkelerin önceliklerinden birini oluşturmalıdır.

Bu çalışmanın temelinde, Meksika'nın 1994 yılında ve Arjantin'in 2001 yılında yaşadığı kriz deneyiminden, ortak özelliklerin varlığı ışığında, Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülke ekonomileri için çıkarılabilecek yararlı dersler olduğu düşüncesi yatmaktadır. Biri 1990'ların ortasına diğer ikisi de 2000'li yıllara krizle adım atan Meksika, Arjantin ve Türkiye'nin çalışmaya dayanak teşkil edecek temel ortak özellikleri şu şekilde sıralanabilir:

1. Uzun süreli makroekonomik istikrarsızlığın hakim olduğu ülkeler olması,



2. Finansal serbestleşme ile tanışmış, küreselleşme süreciyle birlikte dünya finansal piyasalarına entegre olmaya çalışan yükselen piyasa ekonomileri arasında yer almaları,

3. Kriz öncesinde temel amacı enflasyonu düşürmek ve sürdürülebilir bir büyümeyi sağlamak olan IMF destekli istikrar programları uyguluyor olmaları,

4. İstikrar programlarının ana unsurunun sabit döviz kuru politikası<sup>1</sup> olması,

5. İstikrar programlarının benimsenmesini takiben kısa vadeli sermaye hareketleri şeklinde ülkelere giren yabancı sermayenin bu ülkelerin döviz rezervlerini hızla eriterek yurtdışına çıkması,

6. Ülkelerin finansal sistemi de içine alan bu krizler sonucunda döviz kurunu dalgalanmaya bırakmak durumunda kalmaları.

Meksika, Arjantin ve Türkiye'nin; hedefleri, bu hedeflere ulaşmak için izledikleri yol ve daha da önemlisi sonucunda içine düştükleri krizler açısından gösterdikleri büyük benzerlikler bu çalışmanın çıkış noktasını oluşturmaktadır. Gelişmekte olan ülke örneklerine dayanarak krizleri öngörmeye yönelik olarak yapılan ampirik çalışmalar, geniş bir gösterge seti kullanarak gelecekte yaşanabilecek krizlerin önceden tahminini bir ölçüde mümkün hale getirmektedir. Diğer taraftan, bu çalışmaların geliştirmekte olan ülkelerin geneli için geçerli sonuçlar çıkarabilmekten uzaklaştıkları gözlenmektedir. Bunun nedeni her göstergenin farklı ülkeler için farklı dönemlerde farklı şekilde değerlendirilmesi gereğidir. Bu çerçevede çalışmanın amacı karşılaştırılabilir bir veri seti kullanarak üç ülkeye ait ekonomik göstergeleri birebir kıyaslamaktan ve buna dayanarak bir genellemeye varmaktan çok, ortak faktörlerin krizlerin gelişimine etkisini, gerek Türkiye gerekse geliştirmekte olan ülkeler için geçerli çıkarımlar yapılmasını mümkün kılacak bir biçimde ortaya koymaktır.

---

<sup>1</sup> "Sabit döviz kuru politikası" ifadesi çalışmanın tümünde ulusal para otoritesinin (döviz kurunun önceden ilan edilen bir seviye ya da aralıkta gerçekleşmesini teminen) belirlenen kurlar üzerinden döviz almayı ya da satmayı taahhüt ettiği döviz kuru rejimlerinin tümünü içerecek biçimde kullanılmıştır. Bu tanım IMF döviz kuru sistemleri sınıflandırmasında ülkenin kendine ait yasal para biriminin olmadığı düzenlemeler ile yönetimli-serbest dalgalanan kur rejimleri arasında yer alan tüm döviz kuru sistemlerini kapsamaktadır. Bkz. De Facto Exchange Rate Arrangements and Anchors of Monetary Policy, IMF Annual Report 2000, 141-143.

Çalışmanın birinci bölümünde kriz literatürü incelenerek, krizleri oluşturan faktörler ve bu faktörleri kullanarak krizleri öngörmeye yönelik çalışmalar araştırılacak ve krizlerin zaman içindeki gelişimlerinden yola çıkılarak oluşturulan birinci, ikinci ve üçüncü-nesil kriz modelleri ana hatlarıyla açıklanmaya çalışılacaktır.

İkinci ve üçüncü bölümlerde sırasıyla Meksika 1994 ve Arjantin 2001-02 krizleri, iki ülke ekonomisinin program öncesi tarihsel gelişimi, ülkelerin enflasyonu düşürerek istikrarı sağlama çabaları, döviz kurunu nominal çapa olarak alan istikrar programlarının temel unsurları ve ekonomilerin kriz öncesi gelişimi, yaşanan krizlerde rol oynadığı düşünülen faktörleri de içerecek şekilde anlatılacaktır.

Ekonomik istikrarı sağlama ve bu yolla sürdürülebilir bir büyümeyi yakalamak amacıyla yola çıkan yükselen piyasa ekonomilerinin temeldeki bir çok farklı yönüne rağmen, ekonomilerine ve finansal sistemlerine ağır zararlar veren benzer nitelikte krizler yaşamaları ve yaşanan krizlerin bir çok ortak faktörün bileşiminden meydana gelmesi, yaşamımlardan gerek Türkiye ve gerekse diğer gelişmekte olan ülkeler için önemli dersler çıkarılabileceğine işaret etmektedir.

Bu çerçevede, çalışmanın dördüncü bölümünde Meksika'da 1994'de ve Arjantin'de 2001'de patlak veren krizlerin nedenini oluşturan ortak sayılabilecek temel unsurların belirlenmesi amaçlanmaktadır. Tespit edilen unsurların ülkesel gelişimi ile krize olan etkileri sadece Meksika ve Arjantin krizleri için değil, Türkiye 2000-01 krizi için de araştırılacaktır.

Beşinci ve son bölümde ise, her bir unsurun rolünü üç ülke için sırasıyla inceleyen ve bu yolla deneyimler arası karşılaştırma imkanı sunan dördüncü bölümün bulgularına dayanarak, gelişmekte olan ülke krizlerine ilişkin yapılan değerlendirmeler özetlenecektir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### KRİZ LİTERATÜRÜNE GENEL BİR BAKIŞ

Krizlerin<sup>2</sup> analizine yönelik bugüne kadar yapılan çalışmalar krizlere neden olan faktörleri anlamayı, bu faktörlere göre kriz türlerini sınıflandırmayı ve ampirik yöntemlerle krizleri önceden tahmin etmeyi amaçlamışlardır. Bu çalışmalarda çok sayıda kriz göstergesi üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu göstergeler krizlerin öngörülmesine imkan tanımakla birlikte, çıkarılan sonuçların bütün ülkelere uygulanması zor görünmektedir.

Meksika ve Arjantin'de 1970'ler ve 1980'lerin başında yaşanan krizler, krizlerle ilgili çalışmaların yoğunluk kazanmasına sebep olmuştur.<sup>3</sup> Aşırı bir ekonomik genişleme dönemi sonrasında ortaya çıkan bu krizler birinci-nesil modeller adı verilen modellerle açıklanmaya çalışılmıştır. Birinci-nesil modeller sabit döviz kuru politikalarının aşırı genişleme içeren bir ekonomik yapı ve tutarsız politikaların son bulmasından kar sağlamayı uman bir özel sektörün varlığıyla birleştiğinde ekonomiyi nasıl krize sürüklediğini göstermektedir.

1990'larda Avrupa, Meksika ve Güneydoğu Asya'da yaşanan para krizleri bütün dikkatleri sabit kur rejimlerinin maruz kaldığı spekülasyon saldırılarına çekmiştir. İkinci-nesil modeller olarak adlandırılan yeni nesil modeller, Avrupa ve Meksika'da 1990'larda yaşanan krizleri yaratan spekülasyon ataklarının niteliklerini ortaya çıkarmak üzere oluşturulmuştur. Bu spekülasyon hareketleri daha öncekilerden iki açıdan farklılık göstermektedir:

1. Bu hareketlerin yaşandığı ülkelerde bankacılık sisteminin yapısı ve dış borçlanma imkanının kısıtlı olması otoritelerin elini kolunu bağlamış ve

---

<sup>2</sup> "Kriz" çalışmanın tümünde en geniş anlamıyla parasal krizi ifade etmektedir.

<sup>3</sup> Bu çalışmalardan bazıları Salant ve Henderson (1978), Krugman (1979), Flood ve Garber (1984), Blanco ve Garber (1986) olarak sayılabilir.

döviz kurunu savunmaya yönelik bilinen politikaların uygulanmasını imkansız hale getirmiştir.

2. Yaşanan spekülasyon saldırılarının birinci-nesil modeller tarafından belirlenen ekonomik göstergelerle bir bağlantısı bulunamamıştır (Flood ve Marion, 1998).

Yaşanan finansal krizler ve döviz kuru krizleri üzerinde yapılmış çalışmaların bir bölümü döviz kuru istikrarı ve finansal istikrarı piyasa beklentileri ve güvenindeki değişikliklere bağlarken, başka bir bölümü istikrarın tümüyle ekonomik temellerdeki zayıflıklardan etkilendiğini savunmaktadırlar. Çalışmanın bu bölümünde, geçmişte yaşanan krizlerin ve krizlere neden olan faktörlerin anlaşılması amacıyla krizler üzerinde yoğunlaşan ekonomi literatürü incelenmektedir. Öncelikle krizleri tutarsız politikaların ve ekonomik yapıdaki dengesizliklerin kaçınılmaz sonucu olarak gören birinci-nesil modeller, ardından “kendi-kendini besleyen” (self-fulfilling) döviz kuru krizlerinin varlığını açıklayan ikinci-nesil modeller ve son olarak da finansal kırılganlıkların önemini vurgulayan üçüncü-nesil modeller anlatılacaktır.

## 1.1. Kriz Modelleri

### 1.1.1. Birinci-Nesil Modeller

Literatürde birinci-nesil modeller<sup>4</sup> ya da dışsal-politika modelleri olarak isimlendirilen bakış açısı döviz kuru krizlerini tutarsız ya da başka bir ifadeyle sürdürülemez politikaların ve yapısal dengesizliklerin sonucu olarak değerlendirmektedir. Bu görüşe göre, döviz kuru rejimi, uygulanacak politika paketinin sadece bir parçasıdır ve sürdürülebilirliği diğer para ve maliye politikası hedefleriyle çelişmemesine bağlıdır. Birinci-nesil modeller döviz

---

<sup>4</sup> Birinci-nesil model Federal Reserve'in Governörler Kurulunda görevli iki ekonomist Salant ve Henderson tarafından 1978 yılında altın fiyatlarına karşı spekülasyon saldırıları incelemek üzere oluşturulmuştur. Bu modelin sabit döviz kurlarına uygulanabileceğini düşünen Krugman, 1979 yılında “A Model of Balance-of-Payments Crises” isimli çalışmayı yapmıştır. Robert Flood ve Peter Garber, Krugman'ın modelini basitleştirerek “Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples” adlı çalışmalarıyla stokastik bir ortam için düzenlemişlerdir. Ardından Blanco ve Garber 1986 yılında “Recurrent Devaluation and Speculative Attacks on the Mexican Peso” isimli çalışmalarıyla birinci-nesil modellere katkıda bulunmuşlardır.

kuru rejiminin yaşatılabilirliğini aynı zamanda cari açığı kapatmak için gelecekte gerekli olan yeterli ihracat gelirini yaratabilmeye bağlamaktadırlar.

Tutarsız politikaların ekonomiyi nasıl krize taşıdığını bir örnekle açıklamak amacıyla bütçe açığının parasal genişleme ile finanse edildiği bir para politikasını ve sabit döviz kuru rejimini benimsemiş bir ülkeyi örnek alabiliriz. Böyle bir ülkede döviz kurunun savunulması merkez bankası rezervlerinin erimesine neden olacaktır. Yurtiçi kredinin genişleme hızı, yerel para birimine olan talebin artış hızını aşacak, ekonomik birimler ellerindeki fazla likiditeyi yabancı para menkul kıymet ya da yerli para cinsinden faiz getirili kıymetlere dönüştürmeyi tercih edeceklerdir. Birinci tercih doğrudan, ikinci tercihse dolaylı olarak (yerel parasal varlıklara olan talepte artış, fiyatlarda artış, getirilerde düşüş yaratarak getirisi daha yüksek olan yabancı para varlıkların tercih edilmesine neden olmaktadır) yerel para biriminin değer kaybetmesine sebep olacaktır. Merkez bankası taahhüt ettiği döviz kuruna sadık kalmak için yabancı paraya olan talebi rezervlerini tüketmek pahasına karşılamaya başlar. Pesenti ve Tille (2000, s.4)'e göre, birinci-nesil model rezervlerin tükenmesini bir süreçten çok spekülâtorlerin saldırıda bulunarak rezervin tümünü satın alması şeklinde görmektedir. Spekülâtorler merkez bankasının döviz rezervleri doğal bir süreç içinde eriyip bitmeden, sabit döviz kuru rejimine son verilmeden, başka bir deyişle döviz kuru tepe noktayı görmeden önce sermaye getirisi kazanmak ve kar yazmak için birbirleriyle hızlı bir rekabete girerler. Bu davranışlarıyla rezervlerin tükenmesini daha da yakın bir zamana taşımaktadırlar. Spekülâtif saldırı sonucunda merkez bankası rezervlerin tümünü yitirir ve kuru dalgalanmaya bırakmak zorunda kalır. Devletin kaybettiği büyük miktarda kaynak ise izlenen istikrarsız politikalar sonucunda ödediği bir ceza olarak nitelendirilir (Marion, 1999, s.2).

Bu modelin örnek aldığı krizi oluşturan faktörler mali yapıdaki dengesizlik ile birbiriyle tutarsız politikalarlardır. Bütçe açıklarını borçlanma ile finanse etmek mali yapıda dengesizliğe sebep olmaktadır. Sabit döviz kuru politikası ile monetizasyon içeren maliye politikalarının arasındaki tutarsızlık da buna eklenince ekonomi, döviz kuru krizlerine ve spekülâtif saldırılara açık hale gelmektedir.

Spekülatif saldırıyı tetikleyen piyasanın gelecekle ilgili öngörüleridir. Bu nedenle, bir krizin çıkması için büyük bir bütçe açığının varlığı ön şart değildir<sup>5</sup>. Örneğin, özel sektörü ve finansal sistemi tehdit eden şoklar devletin zor durumda olan kuruluşlara mali yardımda bulunmasını gerektirebilir. Piyasanın böyle bir mali yükün parasal genişleme ile finanse edilebileceğine dair düşüncesi, yerel paranın değer yitirmesi beklentisinin oluşmasına ve dolayısıyla spekülatif bir saldırıya zemin hazırlayabilir.

Döviz kuru krizlerinin oluşmasında etkili olan yapısal dengesizliklerden biri de kronikleşen cari açıklardır. Cari açık bir ülkenin yurtdışından net borçlanıcı durumda olduğunun göstergesidir. Dış ticaret hadlerinde olası bir kötüleşme ülkenin dış borç ödeme yeteneğine önemli ölçüde zarar verebilir. Yabancı yatırımcılar böyle bir durumda bu ülkeye borç vermemeyi tercih edeceklerdir. Bu tarz bir senaryonun benzer bir krizle sonuçlanmaması ancak döviz kurunun devalüe edilmesi ve böylece ülkenin ihracattaki rekabet gücünün artırılması yoluyla mümkün olabilir (Pesenti ve Tille, 2000, s.5).

Cari açıkla ilgili ikinci bir soru ise cari açığın hangi şartlarla bir krizle sonuçlanmadan sürdürülebilir olduğudur. Cari açığın sürdürülebilirliği ülkenin gelecekte dış ticaret fazlası verme potansiyeline ve aldığı borçları gelecekte bu borçları ödemek için gerekli geliri yaratabileceği alanlara yapılacak yatırımlarda kullanılmasına bağlıdır. Gayrimenkul gibi dış ticarete konu olmayan sektörler veya düşük getirili projelere yapılan yatırımlarla borcun sürdürülebilirliği tehlikeye düşmektedir.

Flood ve Marion (1998)'in çalışmalarında açıkladıkları standart birinci-nesil model gerek özel sektör gerekse devletin davranışlarının doğrusal olduğu varsayımı altında, sabit döviz kuru politikası uygulanan bir dönemde yurtiçi fiyatların yurtdışı fiyatlarla paralel hareket ettiğini, yerel para faizinin yabancı para faizine eşit olduğunu ve uluslararası rezervlerin miktarının para piyasasında dengeyi sağlamak üzere değişim gösterdiğini kabul etmektedir. Aynı şekilde, esnek döviz kuru politikasının uygulandığı bir

---

<sup>5</sup> Asya ülkelerinde 1997 yılında yaşanan kriz bu görüşü desteklemektedir. Kriz öncesinde Asya devletleri denk sayılabilecek bütçeler ve yüksek sayılamayacak kredi büyüme hızlarına sahipti.

dönemde uluslararası rezervlerin miktarının sabit tutulduğunu ve döviz kurunun para piyasası dengesini sağlamak üzere serbest hareket ettiğini kabul etmektedir.

Belirsizliğin olmadığı bir ortamda döviz kuru, yurtdışı fiyatlar ve yabancı para faiz oranları sabittir. Açığın finansmanı yurtiçi kredilerin sabit bir katsayı oranında büyümesini gerektirmektedir. Buna karşılık uluslararası rezervler de eşit oranda azalacaktır. Böyle bir ülkenin uluslararası rezervlerinin tümünü yitirerek, sabit kur politikasına son vermek zorunda kalması kaçınılmazdır. Krizin zamanlaması ve boyutunu rezervlerin seviyesi ile devletin nasıl hareket ettiği belirleyecektir. Spekülatörler kuru savunmaya çalışan devletin elindeki rezervleri tüketmeye çalışacaklar ve devlet de sonunda kuru dalgalanmaya bırakacaktır. Modelde bu aşamada sabit kura olan bağlılığın ne zaman kırılacağını tespit etmek üzere “gölge döviz kuru” adıyla bir tanımlamaya yer verilmektedir. Gölge döviz kuru merkez bankasının kuru dalgalanmaya bırakmasını takiben piyasa oyuncularının ellerindeki döviz cinsi varlıkları, başka bir ifadeyle devletten aldıkları döviz rezervlerini, satmaya razı oldukları kurdur ve dolayısıyla spekülatörlerin kar potansiyeli konusunda da bilgi vermektedir. Gölge fiyatı aynı zamanda para piyasasında dengenin oluşacağı kur seviyesini de göstermektedir.

Birinci-nesil kriz modelinde spekülatif atağın büyüklüğüne paralel olarak parasal taban daralmaya başlar, yerel para faiz oranlarındaki artış nedeniyle yerel paraya olan talep azalır ve bu gelişmeler sonrasında rezervler sifıra ulaşır. Sabit döviz kuru rejiminin ne zaman çökeceği ise rezervlerin kriz öncesi miktarına ve yurtiçi kredi büyüme hızına bağlıdır. Rezervlerin fazlalığı ve yurtiçi kredi büyüme hızının düşüklüğü döviz kuru rejiminin ömrünün daha uzun olmasını sağlamaktadır. Bu modelde para arzındaki düşüş, para talebindeki düşüğe eşit kabul edilmiştir. Oysa, 1990’larda yaşanan krizlerde para arzı yumuşak bir parasal genişlemeyi sağlayacak şekilde sterilize edilmiştir. Yukarıda temel unsurları açıklanan basit tipteki birinci-nesil modele göre para otoritesinin sterilizasyon yapması ya da yapacağını spekülatörlerce bilinmesi halinde sabit döviz kuru rejiminin sürdürülebilmesi imkansızdır. Çoğunlukla para otoritesinin yurtiçi kredi





vermeme karar alternatiflerinin bulunduğu bir durumda spekülâtif beklentilerin kendi-kendini besleyen bir krizle sonuçlanma olasılığını ortaya koymuştur. Obstfeld'in ikinci-nesil modelinde hükümet sabit döviz kurunu savunup savunmama kararını alırken aslında kısa vadeli makroekonomik politikalarda esneklik ile uzun vadeli kredibilite arasında bir tercih yapmaktadır. Eğer piyasa kur rejiminin eninde sonunda çökeceğine inanmaktaysa, kuru savunmanın maliyeti daha büyük olacaktır. Buna göre, para birimini hedef alan spekülâtif bir saldırı, temel ekonomik değişkenlerde olası bir kötüleşme kadar, salt kendi-kendini besleyen beklentilerin bir sonucu da olabilmektedir (Obstfeld, 1994).

#### **1.1.2.1. Kendi-Kendini Besleyen Beklentiler ve Çoklu Dengeler**

İkinci-nesil modellerin temelinde piyasa beklentilerinin makroekonomik politika kararlarını doğrudan etkileyebileceği düşüncesi yatmaktadır. Dışsal-politika yaklaşımı olarak da anılan bu modellerde vurgulanan nokta, yatırımcı beklentileri ile politika uygulamalarının sonuçları arasındaki etkileşimin kendi-kendini besleyen krizlere sebep olabileceğidir.

Bir örnekle açıklamak istersek, sabit döviz kuru politikası uygulayan bir ülkede yabancı yatırımcılar devalüasyon beklentisi içine girerek verdikleri kredilerde yüksek bir risk-primi talep etmeye başlarlar. Ülkenin borçlanma maliyeti artar, kredi olanakları kısıtlanır ve üretime dayalı büyümesi zarar görür. Bunun sonucunda ülke yöneticileri sabit kura bağlı kalmanın maliyetine katlanmaktan vazgeçip, bir devalüasyon gerçekleştirmeye karar verirler. Böylece yatırımcıların beklentilerini doğrulayacak bir sona ulaşılmış olur. Başka bir deyişle beklentiler, ikinci-nesil modelde belirtildiği şekilde gerçeğe dönüşmektedir. Tam tersi durumda, yatırımcıların devalüasyonu olası görmediklerini ve bu nedenle risk-primi talep etmediklerini düşünelim. Borçlanma maliyetleri düşük kalacak, kur rejimi devam ettirilecek, devalüasyon gerçekleşmeyecek ve yatırımcıların beklentileri doğrulanmayacaktır. Bu örnek, modeli karakterize eden ve piyasa beklentilerinin birden çok sonucu olabileceğini ifade eden çoklu dengeleri net olarak açıklamaktadır (Flood ve Marion, 1998).

Buna dayanarak döviz kuru krizlerine beklentilerin devalüasyon yönünde ani değişiminin sebep olduğunu düşünmek mümkündür. Çoklu denge teorisi döviz kuru krizlerinin açıklanmasında piyasa beklentilerinin rolünün önemini vurgulamakta; ancak, beklentilerdeki değişime ve dolayısıyla spekülasyon saldırıya hangi faktörlerin neden olduğunu ve piyasa oyuncuları arasında nasıl bir koordinasyon mekanizmasının işlediğini açıklamamaktadır.

Morris ve Shin (1995) çalışmalarında bazı durumlarda çoklu denge oluşmayabileceğini ve spekülasyon saldırısının sadece bir tek sonucu olabileceğini belirtmişlerdir. Bir spekülasyon eğer diğer spekülasyonların de sabit döviz kuru rejiminin sürdürülemez olduğuna inandıklarını düşünüyorsa ve eğer sabit kuru zorlayacak yönde pozisyon almanın maliyeti yüksek değilse, döviz kuru aleyhine spekülasyon yapmayı tercih edecektir. Çünkü tüm piyasanın aynı şekilde davranacağından emin olmaksızın yerel para cinsinden pozisyon almak riskli bir davranış olacaktır. Diğer bir ifadeyle, sadece başka piyasa oyuncularının beklentileriyle ilgili endişeler bir krizin sebebi olabilir.

Piyasada sıralı karar alma mekanizmasının etkili olduğunu ve sırayla her yatırımcının alacağı döviz pozisyonuna kendi bilgileri ne yönde olursa olsun diğerinin kararına bakarak karar verdiğini söyleyen Banarjee (1992)'ye benzer bir şekilde, Calvo ve Mendoza (1995) çalışmalarında dünya sermaye piyasaları genişledikçe "sürü davranışları"nın (herd behavior) yaygınlaşmaya başladığını, globalizasyonun ülkelerle ilgili sağlıklı bilgi edinme gayretini azalttığını, fon yöneticilerinin bunun yerine performanslarını artırma güdüsüyle portföylerini benzeştirdiklerine değinmektedirler.

1990'larda yaşanan krizler, krizlerin birtakım erken uyarı sinyalleri yardımıyla öngörülebilmesinin mümkün olup olamayacağı yönünde sorular oluşmasına sebep olmuştur. Yapılan teorik çalışmalar krizleri öngörmede kullanılabilecek değişkenlerin listesini sürekli genişletmektedir. Aslında, devletin sosyal refah hedefinin bir parçası olan ve döviz kuru ile ilişkisi olan her ekonomik hedef bu listeye dahil edilebilir. İşsizlik ve bankacılık sisteminin sağlamlığı gibi faktörlerin de dahil edildiği geniş bir göstergeler listesi bazı krizlerin tahminini kolaylaştırırken, elde edilen sonuçların genellenmesini

daha zor hale getirmektedir. Bu zorluğun nedeni her göstergenin farklı ülkeler için farklı dönemlerde farklı şekilde değerlendirilmesi gereğidir. 1990'dan önce yaşanan krizlerin ortak özelliği standart birinci-nesil modellerle açıklanabilmesi idi. Buna göre, yurtiçi kredi genişlemesi ile finanse edilen bütçe açıkları spekülâtif saldırıların çıkış noktası olarak görülmekteydi. Bu dönemde yapılan çalışmaların çoğu belli bir dönem ve tek bir ülke üzerinde yoğunlaştıkları için sonuçların genellenabilirliği konusuna değinilmemiştir. Bunlardan farklı olarak, Edwards (1989) geliştirmekte olan ülkeler üzerinde yaptığı 1962-1983 dönemini kapsayan çalışmasında genişletici makroekonomik politikalar, kurda reel değerlenme, cari açığa büyüme ve uluslararası rezervlerin azalmasının olası bir devalüasyonu yakınlaştırdığını; Klein ve Marion (1994) Latin Amerika ülkeleri üzerinde 1957-1991 dönemi için yapmış oldukları çalışmada sabit kur politikasına son verme ihtimalinin kurda artan oranda reel değerlenme ve yabancı para varlıklarının miktarında azalma ile birlikte arttığını belirtmişlerdir. Ayrıca, ekonominin dışa açıklığı, dış ticaretin ülke bazında dağılımı gibi yapısal faktörlerin de önem taşıdığı tespit edilmiştir.

1990'ların spekülâtif saldırıları ise krizlerin devletin bütçe ve para disiplini sağlayamamasından kaynaklandığı fikrinin sorgulanmasına sebep olmuştur. Bir çok ülkede krizlerin çıkış sebebi aşırı genişletici politikalar değildir. Bu dönemde yapılan çalışmalar Eichengreen ve diğerleri (1995), Sachs ve diğerleri (1996) ve Kaminsky ve diğerleri (1998) yakın geçmişte yaşanan krizlerin nedenlerini geniş bir değişken yelpazesi kullanarak ampirik modellerle araştırmışlardır. Sözü edilen ilk çalışma endüstrileşmiş ülkeleri konu alırken, sonraki iki çalışma geliştirmekte olan ülkeler üzerinde yoğunlaşmıştır. Araştırmalar yöntem ve bilgi kullanımını açısından farklılıklar içerse de geliştirmekte olan ülke krizleri ile ilgili ulaştıkları iki temel bulgu mevcuttur:

1. Geliştirmekte olan ülkelerde yabancı para likidite seviyesinin uluslararası rezervlere göre durumu krizlerin iyi bir göstergesidir.

2. Resesyon, bankacılık sisteminin sağlamlığı, para politikası ve uluslararası faiz oranları gibi ekonomik duruma ait temel göstergeler krizlerin öngörülmesinde önem taşımaktadır.

Krizlerin sınıflandırılmasında “birinci-nesil” ve “ikinci-nesil” kriz modelleri olarak ifade edilen bir terminolojinin varlığı yaşanacak her farklı krizin yeni bir modelle adlandırılması gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır (Krugman, 2001). Bu çerçevede, önceki krizlerden farklı unsurlar taşıyan 1997 Asya krizi üçüncü bir neslin oluşturulmasına sebep olmuştur.

İzleyen bölümde üçüncü-nesil modellerin ortaya çıkmasının ardındaki nedenler ile modellerin kriz literatürüne yaptığı katkıya değinilecektir.

### **1.1.3. Üçüncü-Nesil Modeller**

Krugman (1979) ile Flood ve Garber (1984) tarafından ortaya konulan birinci-nesil modeller, krizleri devletin bütçe açıklarını para basarak kapatma isteğinin ve sabit kur rejiminin çökmesi halinde sermaye kaybına uğramamayı (veya sermaye kazancı elde etmeyi) düşünen yatırımcıların uluslararası rezervler kritik bir seviyenin altına indiğinde başlattıkları spekülasyonun bir sonucu olarak görmektedirler. Obstfeld (1994) tarafından açıklanan ikinci-nesil modeller ise krizlerin sabit döviz kuru politikasına bağlılık ile genişletici bir para politikası uygulamak arasında yaşanan çatışma ve yatırımcıların devletin kuru dalgalanmaya bırakacağı yönünde duyduğu endişenin faiz oranları üzerinde yarattığı baskının ürünü olduğunu söylemektedirler.

Birinci ve ikinci-nesil modellerde çizilen tablolarla 1997-1998 yıllarında Asya ülkelerinde yaşanan kriz arasında güçlü bir bağlantı kurulamamaktadır. Kriz öncesinde söz konusu ülkelerin mali göstergeleri iyi olarak değerlendirilmiştir. Büyümedeki yavaşlama ve kapasite fazlasına ilişkin sinyallere karşın ülkelerin hiçbiri İngiltere'nin 5 yıl önce işsizlik ile döviz kuru istikrarı arasında yapmak zorunda olduğu tercihle karşı karşıya kalmamıştır. Bu krizde başka faktörlerin rol oynadığı açıktır. Öyleyse, gerek yaşanan krizi anlamak, gerekse gelecekte yaşanabilecek benzer krizlere karşı uyarılarda bulunmak açısından üçüncü-nesil bir kriz modeline gerek duyulmaktadır (Krugman,1999).

Asya krizi sonrasında bir üçüncü-nesil model oluşturmayı amaçlayan teorik çalışmaların çoğu problemin bankacılık sisteminden kaynaklandığına işaret etmektedir. Asya krizi sonrası literatürü olarak isimlendirilen bu çalışmalardan konuya ilişkin 3 önemli çıkarımda bulunulabilir. İlk olarak, kurumsal karlılık oranları, “Borç/Sermaye” oranları gibi mikroekonomik göstergeler standart makroekonomik göstergeler ile karşılaştırıldığında para krizlerini öngörme konusunda daha faydalı olmaktadır. “Yatırım/Karlılık” oranlarında düşme yaşayan şirketler dış finansmana mecbur kalırlar. Kısa vadeli dış borçlarda artış kurumsalların finansal kırılganlığını artıran bir faktördür. Bu olumsuz gelişme, bankacılık sektörüne karşılıksız kredilerde bir artış olarak yansımaktadır. İkinci nokta ise, sermaye piyasalarında liberalizasyon süreci yaşanırken, finansal sektör düzenlemelerinin ve denetimlerinin etkinliğine önem verilmesi gerekliliğidir. Liberalizasyon yaşayan bir ülkede yetersiz denetim ülkenin mevcut zayıflıklarını belirgin hale getirerek dışsal krizlere karşı kırılganlığını artırmaktadır. Daha açık bir şekilde ortaya koymak gerekirse, denetimin yetersiz olduğu bir durumda finansal serbestleşme nedeniyle yurtdışından borçlanma maliyetlerinin azalması, şirketleri yabancı para cinsinden aşırı borçlanmaya yöneltmekte ve dış borçlanmayla elde edilen bu fonlar yüksek risk taşıyan varlıklara ya da düşük getirili yatırım projelerine aktarılmaktadır. Üçüncü ve son olarak, özel sektöre yönelik açık veya üstü kapalı hükümet garantileri “ahlaki bozulma” (moral hazard) probleminin varlığını ortaya çıkarabilir (Corsetti ve diğerleri, 1998a, 1998b). Şöyle ki, finansal bir kriz halinde hükümetin devreye gireceğini düşünen bankalar aşırı riskli borçlanma ve yatırımlara girme konusunda daha cesur davranmaktadırlar.

Asya krizini konu alan çalışmaların bir kısmı<sup>7</sup> ahlaki bozulma etkisiyle yapılan borçlanmalara dikkat çekerken, başka bir kısım araştırmacı<sup>8</sup> banka krizinin, bankaları yatırımlarını erken nakde dönüştürmeye zorlayan güven kaybının bir sonucu olduğu görüşü altında, döviz kuru krizinin banka krizinin bir “yan-ürünü” olduğunu ileri sürmektedirler. Finansal sektörün başrolü oynadığı kriz modelleri ödeme gücü üzerinde yoğunlaşan eski kriz

---

<sup>7</sup> Krugman (1998); Corsetti ve diğerleri (1998a, 1998b).

<sup>8</sup> Chang ve Velasco (1998)

modellerinin aksine likidite problemlerine odaklanmıştır. Chang ve Velasco (1998) kendi-kendini besleyen uluslararası likidite krizlerinin ve uluslararası banka krizlerinin varlığına dikkati çekmiştir. Açık bir ekonomide yurtiçi bankalar gerek yurtiçi gerekse yurtdışı müşterilerinden ülke parası ya da yabancı para cinsinden mevduat kabul etmekte serbesttirler. Ancak bankalar bu yükümlülüklerini kolayca nakde çevrilemeyen (“illikit”) uzun vadeli yatırımların finansmanında kullanmaktadırlar. Banka mudileri spekülatif bir saldırı endişesi duymaya başladıklarında mevduatlarını geri isteyecek ve bu da bankaları yatırımlarını nakde dönüştürmek zorunda bırakacaktır. Ancak uzun vadeli aktiflerin oldukça düşük oranlarla iskontosu mümkün olmaktadır. Sistemik bağlantılar nedeniyle kriz bankacılık ve finansal sektörün bütününe yayılmakta, bu aşamada döviz kuru üzerinde ciddi bir baskı oluşmakta ve döviz rezervlerinde hızlı bir kayıp yaşanmaktadır (Pesenti ve Tille, 2000).

Krugman (1999), bu görüşlere karşılık finansal sistemdeki problemin sadece bankacılık sistemini daha şeffaf hale getirerek, sermaye yapısını iyileştirerek, ya da bankaların aldıkları riskleri daha iyi denetleyerek çözülemeyeceğini belirterek, Asya krizinde rol oynayan iki temel faktörün altını çizmiştir: Transfer problemi ve bilanço problemi.

**Transfer problemi**, cari işlemler dengesinde yaşanan büyük tersine dönüşün ülke ekonomileri üzerindeki etkisine işaret etmektedir. Asya ülkelerinde yaşanan büyük miktarda sermaye çıkışları ülkelere büyük cari açıklarını cari fazlaya dönüştürme zorunluluğu getirmiştir. Cari hesaplarda bu boyutta bir değişim kısmen reel kurda ciddi bir değer kaybı kısmen de ithalatı baskı altına alan büyük çapta bir resesyona mümkün olabilmektedir.

**Bilanço problemi** ise, yabancı para borçların yerel para cinsinden aşırı değerli hale gelmesi sonucu bilançolarda yaşanan bozulmayı ifade etmektedir. Satışlardaki düşüş, yükselen faiz oranları ve ülke para biriminin değer kaybı sonucu sermayelerini büyük ölçüde kaybeden firmaların zayıflayan yapıları kriz sonrası toparlanma sürecini zorlaştırmıştır. Bilançolardaki bozulmanın etkisi her ne kadar bankalarda karşılıksız krediler olarak görüldüyse de, sorunun sadece bankacılık probleminden ibaret olmadığı vurgulanmaktadır.

Bu iki faktör bir araya getirildiğinde, ikinci-nesil modellerde örneklenen çoklu-denge modelinde olduğu gibi, yatırımcı güvensizliğini doğrulayan bir sonuç ortaya çıkmaktadır. İlk basamak olarak güven kaybı sermaye akımlarının yön değiştirmesine neden olur. İkinci basamakta ülke para birimi cari dengede gereken değişimi sağlayacak şekilde büyük reel değer kaybına uğrar. Bu reel değer kaybı yatırımcı beklentilerini doğrulayacak şekilde bilançolarda topyekün bir bozulmayı beraberinde getirir. Para biriminin reel değer kaybı sınırlandığı takdirde, beklentiler üretimin düşmesiyle doğrulanmaktadır (Krugman, 1999).

1990'larda yükselen piyasa ülkelerinde yaşanan krizler hem sabit döviz kuru rejimlerinin, hem de finansal sistemlerin çöküşü şeklinde görülmüştür. Bazı çevreler bu krizleri sadece para krizi olarak nitelendirirken, başka çevreler bunları sabit döviz kuru politikası ile bağlantısı olmayan bankacılık krizleri olarak tanımlamaktadır.

“İkiz-kriz” (twin-crisis) terimi ise bu krizlerin para ve bankacılık krizlerinin bir bileşimi olduğunu savunan görüşün ürünüdür (Marion, 1999). Kaminsky ve Reinhart (1999), finansal serbestleşme ile birlikte bir çok ülkede bankacılık ve ödemeler dengesi krizlerinin birbiriyle iç içe yaşanmakta olduğunu ve bankacılık sistemi problemlerinin hızla yaygınlaşarak döviz kuru istikrarının önündeki en büyük engellerden birini oluşturmakla kalmayıp, para krizlerini derinleştirdiğini vurgulamaktadır. Para krizleri ile bankacılık krizlerinin eş ya da yakın zamanlı yaşanıyor olması ve kökenlerinin benzerlik taşıması, bankacılık sistemi kırılganlıklarının üzerinde yoğunlaşmanın krizleri öngörmede ve önlemede yarar sağlayacağı fikrini güçlendirmiştir.

Üçüncü-nesil modeller spekülâtif atak ile kendi-kendini besleyen karamsarlık gibi unsurları içermelerine ve yoğun sermaye çıkışları sonucu çöken sabit kur rejimlerini konu almalarına rağmen, finansal kırılganlıklar üzerinde yoğunlaşmakta ve bu anlamda finansal kriz modellerine yaklaşmaktadırlar. Buna dayanarak, Krugman (2001), “Crises: The Next Generation” isimli çalışmasında üçüncü neslin ardından gelecek dördüncü-nesil modelin para krizi olmaktan öte varlık fiyatlarının başrolü oynadığı bir finansal kriz modeli olması gerektiğini öne sürmüştür.

Krizler konusunda yapılan çalışmaların tümü doğrudan ya da dolaylı olarak krizlerin özelliklerini tanıyarak öngörmeyi ve böylece dünya ekonomilerinin ve global finansal sistemin olası krizlerden korunmasını amaçlamaktadır. Sonuç olarak, bu görüş paralelinde dördüncü-nesil modelin ve bundan sonra yapılacak çalışmaların amacı Krugman (2001)'in da altını çizdiği üzere yaşanmış krizlerin özelliklerini açıklamaktan çok gelecekte yaşanabilecek krizlere dair bir öngörü sağlamak olmalıdır.



## İKİNCİ BÖLÜM

### 1994 MEKSİKA KRİZİ

Bu bölümde öncelikle Meksika ekonomisinin tarihsel gelişimi incelenecektir. Ardından, Meksika'nın 1987 yılında uygulamaya koyduğu istikrar programı ana hatlarıyla açıklanarak, gerçekleştirilen reform süreci ve bu sürecin ülke ekonomisine etkisi üzerinde durulacaktır. 1994'de patlak veren krizin gelişimi ortaya konulduktan sonra, krizi açıklamaya yönelik görüşler bir araya getirilerek, krizin analizi yapılmaya çalışılacaktır.

#### 2.1. Meksika Ekonomisinin Tarihsel Gelişimi

1950'lerin ortasından 1970'lere kadar olan dönem içinde Meksika bir finansal istikrar ve büyüme sembolü olarak görülmekteydi. Döviz kurunun A.B.D. dolarına sabitlendiği; enflasyonun orta düzeyde seyrettiği; konvertibilite üzerinde herhangi bir kısıtın bulunmadığı ve kişi başına düşen reel milli gelirin yüksek olduğu bir ekonomik ortam mevcuttu.

**TABLO 2.1. MEKSİKA'NIN 1955-1993 DÖNEMİNDE UZUN VADELİ EKONOMİK PERFORMANSI**

Dönem	Kişi başına GSYİH (%)	TÜFE (%)
1955-1972	3.1	3.9
1972-1981	3.6	20.6
1981-1988	-2.0	86.2
1988-1992	1.5	21.1
1993	-1.2	9.7

Kaynak: Dornbusch ve Werner, 1994

Tablo 2.1., 1955-1993 dönemi için Meksika'da kişi başına düşen milli gelirin ve enflasyonun gelişimini göstermektedir. Dönemsel enflasyon artışlarının başlangıç ve bitiş yılları için ortalama TÜFE değerleri arasındaki

yüzde değişimi yansıttığı tabloda bozulan bir ekonomik performans dikkati çekmektedir. 1970'li yıllarda petrol fiyatlarında yaşanan yükseliş ülkenin petrol gelirlerini artırmış ve mali disiplinde ciddi bir bozulmaya neden olmuştur. Bu yolla bütçede oluşan ek kaynak ihtiyacı genişlemeci politikaları beraberinde getirerek kamu borçlarını artırmış, ülke para birimi aşırı değerli hale gelmiş ve yurtdışına sermaye kaçıışı başlamıştır. Hızla artan kamu borcunu önce finansal sistemin ardından da döviz kuru rejiminin çöküşü takip etmiştir (Dornbusch ve Werner, 1994).

### **2.1.1. 1982-1987 Dönemi: Pacto Öncesi**

Meksika 1982 yılının Ağustos ayında ciddi bir ekonomik kriz yaşamış ve dış borçlarını ödeyemeyeceğini açıklamıştır<sup>9</sup>. Meksika'nın petrol ihraç eden bir ülke olarak içine düştüğü bu borç krizi yıllar boyunca yaşayacağı ekonomik zorlukların başlangıcı olmuştur.

1985 yılına kadar geleneksel sıkı para politikaları ve devlet kontrolleri ile istikrar sağlanmaya çalışılmış, bankalar devletleştirilmiş, ithalat kısıtlamaları artırılmış ve bütçe açığı azaltılmaya çalışılmıştır. Buna karşın, mali disiplini sağlama gayreti yetersiz kalmış ve finansal piyasalara güven verilememiştir. Yüksek kamu sektörü borcu, artan enflasyon ve yükselen faiz oranlarının oluşturduğu bir ortamda faiz ödemelerinin GSYİH'ya oranı ve kamu açığı da yüksek olmaya devam etmiştir.

Meksika 1982 yılında yaşadığı borç krizi ve üç yıl süren ekonomik durgunluğun ardından 1985 yılında ikinci bir kriz yaşadığında, hükümet uygulanmakta olan müdahaleci politikaların sonuç vermediğine ve ekonominin temeline yönelik reformların gerekli olduğuna karar vermiştir. Bu çerçevede bundan önce yaşanan krizlerde yapıldığı gibi ithalat kısıtlamalarını artırmak yerine, para birimi devalüe edilmiş, gümrük tarifeleri bir miktar azaltılarak, büyük ölçüde korumacı bir yapıda olan imalat sanayi rekabete daha açık hale getirilmiş ve özelleştirmelere başlanmıştır. Ancak, bu

---

<sup>9</sup> 1982 yılına kadar olan dönemde Meksika GSYİH'sının yüzde 49'u oranında dış borç almıştır. Büyük cari açıklar nedeniyle oluşan bu dış borçlanma ihtiyacı kurdaki aşırı değerlenme, finans sektöründeki problemler gibi nedenlerle artmıştır. Yüksek A.B.D. faiz oranlarına bağlı olarak büyüyen borç yükünün servisi daha yüksek dış borçlanmayı gerekli kılmıştır (Dornbusch ve Werner, 1994).

reformlar sürerken enflasyonda ciddi bir artış yaşanmış ve 1987 yılında enflasyon üç haneli rakamlara ulaşmıştır (Krueger ve Tornell, 1999, s.1-5)

Bu dönemde sırasıyla uygulanan programlar ve sonuçlarını incelemenin Meksika ekonomisinin kısa tarihsel gelişimini görmek açısından faydalı olacağı düşünülmektedir:

1. 1982 yılında yaşanan borç krizinin ardından hükümet dış ticaret ve döviz sıkı kontroller getirmiş ve bankacılık sisteminde devletleştirmeye gitmiştir. Ancak, büyük bir kamu açığının varlığı ve dış finansman imkanının olmaması enflasyonun hızla artmasına neden olmuştur.

2. 1982 yılının sonunda yeni finansman olanakları sağlayan ve dış borcunu yeniden yapılandıran Meksika, 1983 yılında IMF destekli bir programı uygulamaya geçirmiştir. Bu program finansal politikaların güçlendirilmesini, döviz ve dış ticaret kontrollerinin liberalizasyonunu ve başlangıç için ciddi bir devalüasyonun ardından enflasyon tahminleri doğrultusunda sık sık yapılacak döviz kuru ayarlamalarını içermekteydi. Programın ilk yıllarda iç ve dış dengesizliklerin giderilmesi, enflasyonist baskıların azaltılması ve ekonomik faaliyetlerin canlandırılması gibi dikkate değer kazanımları olmuştur. Fakat 1985 yılında yaşanan deprem ve petrol fiyatlarındaki ani düşüş sonucunda gerek kamu gelirleri gerekse ihracat gelirleri azalmış; elde edinilen kazanımların sürdürülebilmesi mümkün olmamıştır.

3. 1986 yılında Meksika bozulan ekonomik durumu iyileştirmek için IMF'le yapılan stand-by anlaşması çerçevesinde yeni bir ekonomik program uygulamaya başlamıştır. Dış borç yeniden yapılandırılmış, para ve maliye politikalarında sıkılaştırmaya gidilmiş, döviz kuru reel olarak devalüe edilmiş, ticareti serbestleştirme ve kamu kuruluşlarını özelleştirme konusunda ciddi adımlar atılmıştır. Bu çabalar petrol fiyatlarındaki yükselişin de etkisiyle sonuçsuz kalmamış ve bu sayede Meksika ılımlı bir büyümeyi yakalayabilmiştir. Cari hesaplar dengesi ve ödemeler dengesinin verdiği fazla Meksika'nın dış pozisyonunu güçlendirmiş ancak enflasyondaki artış bu olumlu tabloya gölge düşürmüştür. 1985 yılının Aralık ayında yüzde 65 civarında olan enflasyon Aralık 1987'de yüzde 159'a ulaşmıştır. Yüksek seyreden nominal faiz oranları kamunun borç yükünü ağırlaştırmış, sıkışan

ücret ve resmi fiyat ayarlamaları enflasyon sarmalını büyütmiştir. Bu olumsuz faktörler Ekim ayında borsada yaşanan düşüşün de etkisiyle sermaye çıkışlarına sebep olmuştur. Bu aşamada, Bank of Mexico'nun pezoya destek vermemesi para biriminin ciddi biçimde değer kaybetmesiyle sonuçlanmıştır (Loser ve Kalter, 1992).

1982'de yaşanan borç krizini takip eden yıllar boyunca önemli finansal ve yapısal düzenlemeler getirildiyse de, özel sektörün hükümet politikalarına olan güveni hep sınırlı kalmış ve buna bağlı olarak ekonomik aktivitelere durgunluk hakim olmuştur. Bu dönemin sonuna gelindiğinde sürdürülebilir ekonomik büyümeyi yakalayabilmek için gerekli olan şartları hazırlamanın daha kapsamlı bir çalışma gerektirdiği kesin olarak anlaşılmıştır. Buna dayanarak 1987 yılının Aralık ayında yetkililer 1988 yılında uygulanmaya başlanacak yeni ekonomik programı kamuoyuna duyurmuştur.

### **2.1.2. 1987-1994 Dönemi**

1987 yılından itibaren temel amacı enflasyonu düşürmek olan yeni bir reform programı uygulanmaya başlanmıştır. Bu reform programı 4 ana unsurdan oluşmaktaydı: 1. ülke ekonomisinin uluslararası rekabete açılması, 2. ciddi bir özelleştirme ve liberalizasyon, 3. önceden belirlenmiş bir nominal döviz kuru çapasına dayalı ve sıkı para ve maliye politikalarıyla desteklenen bir istikrar programı, 4. hükümet, özel sektör ve sendikalar arasında yapılan ve fiyat, döviz kuru ve ücret artışlarını belirlemeye yönelik kapsamlı bir sosyal ve ekonomik sözleşme. Pacto (the Pact for Economic Solidarity) adıyla anılan bu sözleşme programın temelini oluşturmaktaydı (Edwards, 1997, s.3).

Büyük çapta bir nominal devalüasyonun ardından döviz kurunun nominal çapa olarak benimsendiği bir kur rejimi uygulanmaya başlanmıştır. Bu politika uyarınca, döviz kuru artış oranı Meksika ve (en önemli ticaret ortağı olan) A.B.D. için beklenen enflasyon oranları arasındaki farkın altında kalacak şekilde önceden belirlenecektir. Teoriye göre, açık bir ekonomide dış ticarete konu olan malların yurtiçi fiyatları döviz kurları tarafından

belirlenmektedir. Buna göre, döviz kurlarının kontrolü enflasyonun düşürülmesine katkıda bulunacaktır. 1987-1994 yılları arasında pacto çerçevesinde hükümet yetkililerinin işçi sendikaları ve özel sektör temsilcileri ile bir araya gelerek yıllık ya da altı aylık dönemler için asgari ücret ve döviz kuru artış oranları ile temel kamu sektörü fiyatlarını (elektrik ve gaz gibi) belirledikleri bir politika uygulanmıştır. Devalüasyon oranları beklenen enflasyon oranlarından daha aşağıda belirlendiği ve genelde enflasyon beklentilerin üzerinde gerçekleştiği için döviz kuru hızla reel olarak değerlendirilmeye başlamıştır (Krueger ve Tornell, 1999, s.6).

#### **2.1.2.1. Programın Ana Hatları**

Meksika tarafından 1988-1993 döneminde benimsenen strateji ekonomik istikrarın sağlanmasını, kamu sektörünün ekonomideki rolünün azaltılmasını ve özel sektör öncülüğünde bir büyümenin temellerinin atılmasını amaçlamaktaydı. Bu stratejinin temel unsurları arasında sıkı maliye politikalarının uygulanması, dış borcun yeniden yapılandırılması ve özelleştirme ile ticaretin liberalizasyonunu da içeren kapsamlı bir yapısal reform programı bulunmaktadır.

Temel hedefi yüzde 160'a varan enflasyonu düşürmek olan istikrar programı öncelikle beş başlık altında incelenecek, ardından geçmiş çalışmalara dayanılarak programın başarıları ve başarısız olarak nitelendirildiği alanlar değerlendirilecektir.

#### **2.1.2.2. Döviz Kuru Politikası**

Meksika pezosu 1988 yılının Mart ayından Aralık ayına kadar A.B.D. dolarına sabitlenmiş ve takip eden üç yıl boyunca önceden belirlenen bir oranda artması öngörülmüştü. 1991 Kasım'ında müdahale sınırlarını belirleyen bir bandın varlığının kamuoyuna duyurulması ile döviz kuruna bir miktar esneklik kazandırıldı. Taban sabit kalırken, tavan önceden belirlenmiş bir oranda devalüe olduğu için bant kademeli bir şekilde genişlemiştir. 1991 yılı sonunda yüzde 1.5'un altında olan bandın genişliği, 1993 yılı sonunda yüzde 9'a ulaşmıştır (Savastano ve diğerleri, 1995).

Meksika, 1988 ile 1994 yılları arasında kur rejiminde bir çok kez değişikliğe gitmiştir. Tamamıyla sabit bir kur politikasıyla başlangıç yapılmış, bundan sonra para biriminin önceden belirlenen ve kamuoyuna duyurulan bir oranda devalüe olduğu bir sistemin uygulamasına geçilmiştir. Bunu tavanı kaydırılabilen bir döviz kuru bandı takip etmiştir. Meksika Merkez Bankası, döviz kuru rejimlerinin bu şekilde değişmesine gerekçe olarak, kısa vadeli sermaye hareketlerinin önüne geçilmesi ve reel kurda gerekli düzeltmelerin yapılmasını göstermiştir (Edwards,1997, s.8).

**TABLO 2.2. MEKSİKA'NIN 1987-1994 DÖNEMİNDE UYGULADIĞI DÖVİZ KURU POLİTİKALARI**

Dönem	Döviz Kuru Rejimi	Politika Değişiklikleri
14 Aralık 1987	Serbest dalgalanan kur	Pezo devalüe oldu.
15 Aralık 1987	Önceden ilan edilen sabit kur	Pezo A.B.D. dolarına sabitlendi.
31 Ocak 1988	Önceden ilan edilen sabit kur	Sabit kurda artış yapıldı.
Şubat 1988	Önceden ilan edilen sürünen pariteler	Sürünen pariteler rejimine geçildi. Pezo devalüe oldu.
Mart 1988	Sabit döviz kuru sistemi	Pezo A.B.D. dolarına sabitlendi.
Ocak 1989	Önceden ilan edilen sürünen pariteler	Sürünen pariteler rejimine geçildi.
27 Mayıs 1990	Önceden ilan edilen sürünen pariteler	Artış oranı azaltıldı.
12 Kasım 1990	Önceden ilan edilen sürünen pariteler	Artış oranı azaltıldı.
11 Kasım 1991	Döviz kuru müdahale bandı	İkili döviz kuru sistemi ve kambiyo kontrolleri kaldırılarak döviz kuru bantları sistemine geçildi.
21 Ekim 1992	Döviz kuru müdahale bandı	Üst bandın artış oranı yükseltildi.
1 Ocak 1993	Döviz kuru müdahale bandı	Yeni pezo yürürlüğe girdi: 1 yeni pezo =1000 pezo
20 Aralık 1994	Döviz kuru müdahale bandı	Yeni pezo bandının tavanı devalüe edildi.
22 Aralık 1994	Serbest dalgalanan döviz kuru politikası	Müdahale bantları kaldırılarak kur dalgalanmaya bırakıldı.

Kaynak: Ötker ve Pazarbaşıoğlu, 1996, s.108-109

### 2.1.2.3. Para Politikası

Söz konusu dönem boyunca para politikasının ana hedefi enflasyonu düşürmek ve pezonun değerinde istikrarı sağlamaktı. Para otoriteleri öncelikli hedefe ulaşmak için sermaye girişlerinin devlet tarafından ihraç edilen enstrümanlarla sterilize edildiği bir politika uyguladılar. Sterilizasyonda amaç,

para tabanındaki büyümeyi nominal gelirdeki büyümeyle aynı doğrultuda olacak ve enflasyon hedefiyle çelişmeyecek bir seviyede tutmaktır.

#### **2.1.2.4. Maliye Politikası**

Gelirleri arttırıcı ve giderleri kısıcı düzenlemeleri içeren sıkı bir maliye politikası benimsenmiştir. 1987 yılında gerçekleştirilen temel vergi reformu vergi tabanında genişletme, marjinal vergi oranlarında artırım gibi ek düzenlemelerle desteklenmiş; büyük kamu kuruluşlarının özelleştirilmesi hızlandırılmış; faiz dışı harcamalara sıkı kontroller getirilmiştir. Dış borçta başarılı bir yeniden yapılandırma ile faiz yükünün azaltılması ve yabancı bankalarla yapılan borç indirimi anlaşmasının tamamlanması mali konsolidasyon sürecinin temelini oluşturmuştur. Sözü edilen anlaşma ilk olarak "Brady" inisiyatifi çerçevesinde uygulanmış ve kısmen IMF, Dünya Bankası ve Japonya tarafından finanse edilmiştir. 1990 yılında A.B.D. Hazine Bakanı Nicholas Brady'nin aracılığını üstlendiği Brady Planı ve bu plan eşliğinde uygulanan makroekonomik reformlar ile Meksika yeniden dış kaynak sağlama yeteneği kazanmıştır. Brady Planı Meksika'nın yapmakla yükümlü olduğu faiz ve anapara ödemelerini azaltarak ülkenin borç servisi yeteneğini artırmıştır (Dornbusch ve Werner, 1994).

#### **2.1.2.5. Finansal Sistemin ve Ticaretin Liberalizasyonu**

Para politikasının ikincil hedefleri ise finansal derinleşmeyi arttırmak ve özel sektörün banka kredilerine ulaşımını kolaylaştırmaktır. Bu hedefler doğrultusunda Meksika 1988 ve 1989 yıllarında finansal sistemde hızlı bir liberalizasyona gitmiştir. Faiz oranları serbestleştirilmiş, kredi kontrolleri ve borç verme kısıtları kaldırılmış, rezerv yükümlülükleri ve zorunlu karşılıklar sınırlanmıştır. Ayrıca, 1990-1992 döneminde daha önce devletleştirilmiş olan Meksika'nın 18 bankası yeniden özelleştirilmiştir.

Ticaretin liberalizasyonu ile ilgili olarak Meksika ithalat tarifelerini tek taraflı olarak azaltmış; (A.B.D. ve Kanada dahil olmak üzere) çeşitli ülkelerle serbest ticaret sözleşmelerinin müzakeresinde bulunmuştur. Yurtiçinde yabancı yatırımları ve yabancı mülkiyeti kolaylaştırılmış; tarım, madencilik,

telekomünikasyon, ulaşım gibi sektörlerde kısıtlayıcı düzenlemeler kaldırılmıştır. Meksika'nın ticaret alanında gerçekleştirdiği bu reformlar uluslararası çevrelerce piyasa ekonomisi olma yolundaki kararlılığının göstergesi olarak nitelendirilmiştir.

### 2.1.3. Programın Başarıya Ulaştığı / Başarısız Olduğu Alanlar

Program fiyat istikrarını ve mali disiplini sağlama anlamında başarılı olmuştur. Bütçe dengesi tam olarak sağlanmış ve enflasyon hedeflendiği şekilde tek haneli rakamlara düşürülmüştür. 1987 yılında yüzde 100'ün üzerinde olan fiyat artış hızı, 1991'de yüzde 19'a ve 1993'te yüzde 8'e gerilemiştir (Tablo 2.3.).

**TABLO 2.3. MEKSİKA'NIN TEMEL EKONOMİK GÖSTERGELERİ (1987-1994)**

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Reel Büyüme-GSYİH (%)	1.7	1.2	3.5	4.5	3.6	2.8	0.6	3.5
TÜFE (Yıllık % Değişim)	159.2	51.7	19.7	29.9	18.8	11.9	8.3	7.1
Nominal Döviz Kuru (Yıl sonu peso/dolar)	2.2	2.3	2.6	2.9	3.1	3.1	3.1	5.0
Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi (1980=100)	56.3	73.1	73.3	77.4	85.9	93.3	99.3	90.6
Faiz Oranları (28-gün Cetes)	122.0	52.3	40.6	26.0	16.7	16.9	11.8	30.0
Cari İşlemler Dengesi (milyar A.B.D. doları)	2.9	-3.8	-6.1	-7.5	-14.9	-24.8	-23.4	-29.5
Brüt Ulus. Rezervler (milyar A.B.D. doları)	8.0	6.0	6.5	10.1	17.9	19.4	25.4	6.3
İhracat Artışı (%)	38.8	2.8	12.9	17.6	1.7	4.4	9.9	13.6
İthalat Artışı (%)	16.4	52.4	25.5	22.9	22.1	26.2	1.5	20.3
Faiz Dışı Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	5.0	6.0	7.9	7.8	5.5	5.4	3.9	2.6
Dış Borç/GSYİH (IMF hariç) (%)	61.5	49.7	40.5	31.7	26.1	22.2	23.0	24.2
İç Borç/GSYİH (%)	16.5	18.7	23.9	23.5	19.7	12.9	12.0	13.2

Kaynak: IMF, 1995.

Kamu sektörü dengesinde önemli bir iyileşme sağlanmış; 1987 yılında GSYİH'nın yüzde 15'i oranında açık veren kamu genel dengesi, 1992 yılını yüzde 1.5 oranında bir fazla ile kapatmıştır.

1986 yılında ihracatın yüzde 423'üne ulaşan borç servisi, 1993 yılında yüzde 205'e; 1982'de yüzde 40.4 olan dış borç faiz ödemelerinin ihracat gelirlerine oranı, 1993'de yüzde 10.9'a gerilemiştir (Krueger ve Tornell, 1999). Dış borçtaki olumlu gelişmeler Meksika'ya uluslararası finansal piyasaların kapısını açmıştır. Nitekim, 1990-1993 döneminde ortalamada GSYİH'nın yüzde 6'sı tutarında sermaye girişi yaşanmıştır. Beşte birini doğrudan yatırımların oluşturduğu bu girişler Meksika'nın uluslararası rezerv pozisyonuna da katkıda bulunmuştur. 1989 yılı sonunda 6.5 milyar



A.B.D. doları olan brüt uluslararası rezervler, 1993 yılı sonunda 25.5 milyar A.B.D. doları olarak kaydedilmiştir.

Ekonominin her alanında kapsamlı bir reform süreci başlatılmıştır. Kamu sektörünün rolünü azaltarak, özel sektörün daha aktif bir rol üstlenebilmesi için ciddi çabalar gösterilmiştir. Özelleştirmeler, kontrollerin kaldırılması, vergi reformu, devletin ekonomideki rolünü önemli ölçüde sınırlandırmıştır. NAFTA (North American Free Trade Agreement)'ya katılma kararı da piyasaları dışa açma ve gelecekte ekonominin özel sektöre dayandırılması konusundaki niyetin ciddiyetinin ve yapılan reformların geri dönülemez olduğunun bir göstergesi olarak yorumlanmıştır (Krueger ve Tornell, 1999).

Bu dönemde büyüme oranlarında fazla bir artış yaşanmazken, önemli ekonomik başarılarla imza atılmış, enflasyon düşürülmüş, mali istikrar sağlanmış, ithalat serbestleştirilmiş, temel özelleştirmeler gerçekleştirilmiştir. 1990'lara gelindiğinde Meksika gerçekleştirdiği ekonomik reformların başarısı ile örnek gösterilmektedir.

Edwards (1997), 1988-1994 yılları arasında yapılan reformlara rağmen Meksika'nın ekonomik performansını vasat olarak değerlendirmiştir. Diğer reformist Latin Amerika ülkeleri olan Şili ve Kolombiya'nın büyüme rakamları ile karşılaştırıldığında (sırasıyla yüzde 7.1 ve yüzde 4.1) Meksika'nın yüzde 2.8 oranındaki reel büyümesi oldukça düşük kalmaktadır. 1993'e kadar neredeyse hiç verimlilik artışı sağlanamamış, ihracattaki büyüme sınırlı kalmış, reel kur değerlenmiş, özel tasarruflar ciddi biçimde azalmıştır. Bunlara ek olarak yoksulluk ve gelir dağılımındaki adaletsizliğin bir sorun olmaya devam ettiği belirtilmektedir (Krueger ve Tornell, 1999).

1987-1993 yılları arasında reel GSYİH'da ancak ortalama yıllık yüzde 3 oranında bir büyüme gerçekleşmiştir. Bu büyüme 1980'lerin durgunluk dönemiyle karşılaştırıldığında dahi düşük kalmaktadır. Bu yavaş büyüme kısmen ihracatlardaki yavaş gelişmeye karşılık hızla büyüyen ithalatın ve bozulan cari işlemler dengesinin bir sonucudur.

Cari işlemler hesabı 1986-88 yıllarında dengedeysen, 1994 yılında 30 milyar A.B.D. dolarlık bir açık vermiştir. GSYİH'nın yüzde 8'ini bulan bu açık, yurtiçi tasarruflardaki düşüşle açıklanmaktadır. GSYİH'nın yüzde 22'sinden yüzde 16'sına gerileyen yurtiçi tasarruflara karşılık, yatırımların GSYİH'ya oranı neredeyse sabit kalmıştır.

Bazı uluslararası çevreler üretimdeki büyümenin az olmasını, özel tüketim ile yatırımlardaki düşmeyi ve cari açığı bozulmayı, üretim sektöründeki yeniden yapılandırmaya, kredi hacminin para otoriteleri tarafından daraltılmasına, banka portföylerindeki bozulma nedeniyle yaşanan kredi sıkışıklığına ve NAFTA'nın onaylanması ile ilgili belirsizliğe bağlamaktadırlar (Savastano ve diğerleri, 1995).

Ancak, Krueger ve Tornell (1999)'in de çalışmalarında belirttikleri gibi, bu derecede düşük bir reel büyüme sadece yapısal değişikliklerle açıklanamaz. Asıl neden, ihracatlarda büyümeyi olumsuz etkileyen aşırı değerli reel kurdur. Reel kurda değerlendirme ihracat yapmanın karlılığını azaltırken, taşınmazlar gibi ticarete konu olmayan mallara yatırımı karlı hale getirmektedir. Reel olarak değerli kur, enflasyonu baskı altına alarak yüksek nominal faizlerden faydalanmak isteyen sermayeyi Meksika'ya çekmektedir. Bu zincir bir taraftan ticarete konu olmayan sektörlerde genişleme yaratırken, diğer taraftan ticarete konu sektörlerin artan ithalat ve büyüyen cari açıktan zarar görmesine neden olmuştur.

## **2.2. Meksika Mucizesi**

Uygulanan politikalarla bu politikaların ekonomik sonuçları arasında görülen uyumsuzluklara rağmen, Meksika'nın uyguladığı reformlar zaman zaman medya, finans sektörü uzmanları, akademisyenler ile IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar tarafından büyük bir başarı olarak nitelendirilmiştir. Edwards (1997) çalışmasında, "Meksika Mucizesi"nin bu kuruluşların yarattığı bir olgu olduğunu öne sürmektedir.

Loser ve Kalter (1992)'in çalışmalarında da, Meksika'nın 1989'dan beri uyguladığı başarılı stratejinin ülkeye uluslararası sermaye piyasalarından

finansman akmasını sağladığı ve özel sektörün uluslararası sermayeye ulaşımının, uygulanan kapsamlı ekonomik reformla birlikte orta vadede sürdürülebilir bir ekonomik büyümenin yakalanacağını göstergesi olduğu belirtilmektedir.

Edwards (1997), Meksika'ya ilişkin bu fazla iyimser görüşleri tarihte de örneği mevcut olan bir mekanizmayla açıklamıştır. Kendi-kendini besleyen piyasa davranışlarında olduğu gibi, iyimser beklentiler varlık fiyatlarında patlamaya yol açmış, bu da beklentileri doğrulayarak yatırımcıların "Meksika Mucize"sine olan inançlarını pekiştirmiştir.

### **2.3. 1994 Meksika Krizinin Analizi**

1994 yılında Meksika'da yaşanan krizi yaratan faktörleri ve olayları anlamak günümüzde de döviz kuru krizlerinin işleyiş biçimini değerlendirmek açısından büyük önem taşımaktadır.

#### **2.3.1. Krizin Gelişimi**

1994 yılına gelindiğinde Meksika ile ilgili beklentiler uygulanan makroekonomik politikaların değişmeden devam edeceği yönündeydi. Örneğin, enflasyonun tek haneli rakamlarda kalması bekleniyordu. Ancak, önceden ilan edilen döviz kuru bandının tavanında, bandın yıl sonu itibariyle genişliği yüzde 14 olacak şekilde, yıllık yüzde 4 oranında bir artışa (devalüasyon) izin verildi. Ayrıca, 1993'te üretimde yaşanan yavaşlama ve yaklaşan seçimleri dikkate alarak maliye politikasında (vergilerde indirim ve sosyal harcamalarda artış sağlayacak şekilde) bir miktar gevşeme öngörülmüştür. Kasım 1993'te NAFTA'ya katılımın kesinleşmesi ile birlikte, yabancı yatırımların miktarı ile ihracat ve üretim büyümesinde artış beklentisi ortaya çıkmıştır. 1994 yılında Meksika ekonomisi başlangıç itibariyle iyileşme izlenimi vermektedir. Reel GSYİH büyümesi artmakta, enflasyon düşmekte ve toplam ihracatın içinde en büyük paya sahip olan imalat sanayi ihracatı büyümeye devam etmektedir. Bu olumlu gelişmeler yaşanırken, yıl boyunca genişleyen kredi hacmi özel harcama ve ithalatta büyümeyi yeniden canlandırmış; bunun sonucunda 1993 yılında zaten dünya standartlarına

göre büyük olan (GSYİH'nın yüzde 6.5'i) ve kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilen cari açık daha da büyüyerek, 1994 yılında GSYİH'nın yüzde 8'ine ulaşmıştır (Savastano ve diğerleri, 1995).

1994 yılında Meksika ekonomisinin yaşadığı finansal çalkantılarda yurtiçi politik şoklar kadar yurtdışı ekonomik şokların da rolü büyüktür. Söz konusu dönemde gelişmiş ülkelerin çoğuna hakim olan güçlü büyüme dinamikleri bu ülkelerde yatırım fonlarına olan talebi arttırmış, gelişmiş ülkelerde sıkı para politikası uygulanmaya başlanması faiz oranlarında artışa ve dolayısıyla yatırımcıların portföylerinde Meksika'nın da aralarında bulunduğu yükselen piyasalara ayırdıkları payı yeniden gözden geçirmelerine sebep olmuştur. Ayrıca, 1994 yılında A.B.D. faiz oranlarındaki yükseliş, Meksika için hem borç servisinin hem de yeni ihraçların maliyetini artırmıştır (Mishkin, 1996).

Yurtdışında ekonomik şartlar Meksika ekonomisinin aleyhine işlerken yurtiçinde de olumsuz gelişmeler birbirini izlemiştir. Ocak ayındaki NAFTA aleyhtarı Chiapas ayaklanmasını, Mart ayında başkan adayı Colosio ve Eylül ayında iktidar partisi genel sekreterinin suikastları ve ardından da Aralık ayında ikinci bir Chiapas ayaklanması takip etmiştir. NAFTA'ya katılımın onaylanmasıyla başlayan büyük sermaye girişleri 23 Mart'taki Colosio suikastıyla birlikte keskin bir düşüşe geçmiştir. İki suikast sonrasında da büyük ölçülerde sermaye çıkışları olmuş, Şubat ayında 30 milyar A.B.D. doları olan döviz rezervleri Nisan ayında 17 milyar A.B.D. dolarına düşmüştür. Döviz kuru bandın tavanına ulaşmış ve peso cinsinden kısa vadeli devlet kağıtlarının faiz oranları iki katına çıkmıştır (Mishkin, 1996).

Büyük sermaye çıkışlarını yaşanan olumsuz şokların kaçınılmaz bir sonucu olarak nitelendiren yaygın görüşün aksine, Krueger ve Tornell (1999, s.10-11), sermayedeki kaçıışı politik şoklar kadar, bu şoklar sonrasında uygulanan politikalara bağlamaktadır. Döviz kuru Colosio suikastı sonrasında bandın tavanına ulaştığında, yetkililer döviz kuru politikasına bağlı kalmayı ve yurtiçine verilen kredileri artırarak sermaye çıkışlarının etkisini sterilize etmeyi tercih etmişlerdir. Yazarlara göre bu politika, bankacılık sistemindeki

hassasiyeti göz önüne alıyor ve faiz oranlarında derin bir resesyona öncülük edebilecek hızlı bir yükselişi önleme amacı güdüyordu.

Yurtiçi kredi hacminde genişlemeye ek olarak, yetkililer sermaye çıkışlarına bir tepki olarak A.B.D. doları cinsinden bono ihracı gerçekleştirmişlerdir. Büyük miktarda<sup>10</sup> peso cinsinden kağıtlar (Cetes), A.B.D. doları cinsinden kısa vadeli kağıtlara (Tesobonos) dönüştürülmüş, 1993 yılında 1.2 milyar A.B.D. doları olan Tesobonos stoğu 1994 Aralığında 29 milyar A.B.D. dolarına ulaşmıştır. Aralık ayı için döviz rezervlerinin miktarıyla karşılaştırıldığında (12.5 milyar A.B.D. doları) hükümetin fiilen ödeme güçlüğü içinde olduğunu söylemek mümkündür (Krueger ve Tornell, 1999). Bu borç takasının uluslararası rezervlerde bir azalış ve kısa vadeli döviz borcunda bir artış yarattığını belirten Sachs ve diğerleri (1995), bu uygulamanın sonucunda hükümetin “illikit” ve finansal açıdan kırılgan bir duruma düştüğüne dikkat çekmiştir. “İllikidite” ise Meksika’yı kendi-kendini besleyen bir paniğe sürüklemiştir. Yazarlara göre, her yatırımcı hükümetin vadesinde borçlarını ödeyemeyeceği beklentisiyle ülkedeki fonlarını çekmeye başlamış, bunu gören diğer yatırımcılar da aynı davranışı göstererek krizi yaratmışlardır.

Savastano ve diğerleri (1995) ise IMF World Economic Outlook'ta yer alan çalışmalarında, NAFTA üyelerinden sağlanan 6.75 milyar A.B.D. doları tutarındaki kısa vadeli kredinin ve para otoritelerinin yerinde kararlarının finansal piyasalardaki baskıyı azalttığını belirterek, Nisan ayından Kasım ayının başına kadar rezervlerin neredeyse sabit kaldığının altını çizmişlerdir. Aynı dönemde, döviz kuru bandın üst sınırında işlem görmeye devam etmiş, faiz oranlarında gevşeme başlamıştır. Maliye politikası uygulamasına kamu kesimi (finansal sektör dışı) genel denge hedefiyle tutarlı bir şekilde devam edilmesine karşın, Bank of Mexico tarafından finansal sisteme ve bankalar tarafından özel sektöre verilen kredi hacminde hızlı bir artış kaydedildiği, bu çalışmada da vurgulanmıştır.

---

<sup>10</sup> Mart – Ekim 1994 döneminde özel sektörün elinde bulunan yaklaşık 13 milyar dolar tutarında Cetes, Tesobonos ile takas edilmiştir.

Ağustos'taki başkanlık seçimlerinde belirlenen yeni yönetimin görev alması öncesinde politik huzursuzluklar yeniden alevlenmiş ve döviz kuru politikasının değişebileceği yönündeki endişeler, pesodan, rezervlerde 3.5 milyar A.B.D. dolarlık bir azalmayı doğuracak ölçüde, bir kaçıışı tetiklemiştir. Başkan Zedillo'nun işbaşına gelmesinden kısa bir süre sonra ise yeni bir Chiapas tedirginliği başlamıştır. 20 Aralık'ta döviz kuru bandının tavanında yüzde 15 oranında bir devalüasyon yapılması da rezerv kaybını durduramamış ve 22 Aralık 1994 tarihinde peso dalgalanmaya bırakılmıştır.

Karara rağmen Meksika pesosu değer kaybetmeye ve rezervler azalmaya devam etmiştir. Bunun bazı önemli sonuçları olmuştur:

1. Döviz cinsinden borcun ülke ekonomisine maliyeti gerek pesonun A.B.D. doları karşısındaki değer kaybı, gerekse faiz oranlarındaki hızlı yükseliş nedeniyle artmıştır.

2. Bankacılık sisteminin döviz cinsinden kullandığı kredilerin fazlalığı ve banka borçlularının devalüasyon sonrası içine düştükleri mali güçlükler nedeniyle karşılıksız krediler hızlı bir şekilde artmıştır.

Döviz kuru politikasına bağlı kalınacağı yönünde yapılan bir çok açıklamanın tersine alınan döviz kurunu dalgalandırma kararı Meksika'nın finansal piyasalardaki konumunu son derece olumsuz etkilemiş ve ülkenin borçlarını ödeme yeteneği ciddi biçimde tartışılmaya başlanmıştır. 31 Ocak 1995'te uluslararası kuruluşlar, A.B.D. ve Kanada hükümetleri Meksika'ya sağlanacak yardım paketini kamuoyuna açıklamışlardır (Krueger ve Tornell, 1999).

### **2.3.2. Krizde Etkili Olan Faktörler**

Bu bölümde krize neden olarak gösterilen faktörler ile kriz sırasında uygulanan politikaların ekonomiye etkisi birlikte ele alınacak; öncelikle Meksika krizini açıklamayı amaçlayan üç ayrı görüşe yer verilecek; daha sonra da Meksika krizini konu alan çalışmalarda tartışmaların merkezinde yer alan temel faktörler olan, sermaye akımları, reel döviz kuru, cari açık ve bankacılık sisteminin rolü birbirleriyle ilişkileri çerçevesinde incelenecektir.

### **2.3.2.1. Ters Şoklar Görüşü**

Ters Şoklar görüşüne göre Meksika'nın 1994 yılında yaşadığı yurtiçi politik ve yurtdışı ekonomik şokların büyüklüğünün ya da tekrar etme özelliğinin yetkililer tarafından önceden tahmin edilmesine olanak yoktu. Bu nedenle yetkililer enflasyonist baskıların da azaldığı bir ortamda Mart ayında yaşanan olaylar karşısında aldıkları tedbirlerin döviz kuru rejimine olan güveni sağlamak için yeterli olduğunu düşünmüşlerdir.

Bu görüşte eleştiriye açık olan nokta ekonomide yaşanan şokların aslında geçici olmadığına dair ciddi gelişmelerin varlığıydı. Örnek vermek gerekirse yurtdışı faiz oranlarındaki ısrarlı yükselişin peso ve A.B.D. doları cinsinden devlet kağıtlarının faizlerini olumsuz etkileyeceği önceden tahmin edilebilirdi. Bu gelişmeye süregelen Cetes-Tesobonos değişimi ve Eylül'de hisse senetleri piyasasında yaşanan düşüş de eklendiğinde, yerel paraya olan talebin istikrarlılığı ve finansal derinleşmenin devam edeceği yönündeki varsayımların sorgulanmasına ve sıkı para politikalarının uygulanmaya başlanmasına sebep olmalıydı (Savastano ve diğerleri, 1995).

### **2.3.2.2. Sürdürülemez Dış Pozisyon Görüşü**

Adından da anlaşılacağı üzere, bu görüş sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ülkede, döviz kuruna dayalı bir istikrar programı uygulanmasının reel faiz oranlarını düşürüp, toplam talebi artırarak kalıcı bir cari açık ve aşırı değerli bir reel kurla sonuçlanacağını söylemektedir. Finansal liberalizasyonun sağlanması amacıyla kredi kısıtlamalarının kaldırılması da bu sürece katkıda bulunmaktadır.

Cari açık ve reel olarak değerli kur belli bir noktada sürdürülemez hale gelmektedir. Bu noktaya gelindiğinde ekonominin eski rekabet gücünü yeniden yakalayabilmesi ve cari hesaplar dengesini sağlayabilmesi için döviz kurlarında bir ayarlama (devalüasyon) yapılması gerekmektedir. Görüşün savunucuları GSYİH'nın yaklaşık yüzde 7'si düzeyinde bir cari açık ve reel olarak aşırı değerli pesoyla, Meksika ekonomisini dış pozisyonun sürdürülemezliğine ve nominal kurlarda ayarlamamanın gerekliliğine örnek olarak göstermektedirler.

Buna karşılık olarak büyük cari açıkların ve reel kurda değerlenmenin istikrar sürecinin ve yapısal reformların bir parçası olduğu, bu sürecin gelir ve servetlerde artış beklentisi yaratarak tüketimi canlandıracağı, verimlilikte artış sağlayarak rekabet gücünü ve dolayısıyla ihracatı olumlu etkileyeceği söylenmektedir. Bu karşıt görüşe göre, bozulan dış pozisyon, sayılan olumlu gelişmeler sonucu zaman içinde düzelecektir.

Savastano ve diğerleri (1995)'e göre, Meksika örneğinde bu görüş kısmen destek bulmaktadır. Yatırımlarda 1993 yılına kadar devam eden bir artış göze çarpmaktadır. NAFTA ile ilgili belirsizlikler ve sıkı kredi politikaları nedeniyle 1993 yılında yavaşlayan yatırımlar 1994 yılında doğrudan yabancı yatırımlarla yeniden canlanmıştır.

### **2.3.2.3. Yetersiz Politikalar Görüşü**

Uygulanan politikaların yetersiz kaldığını öne süren görüşe göre, Meksika'nın 1994 yılında yaşadığı çok sayıda ters şok ve ekonominin dış pozisyonundaki zayıflıktan kaynaklı kırılganlığı daha sıkı bir para politikası uygulamasını ve döviz kuru bandında daha erken bir genişlemeye gidilmesini gerektirmekteydi. Yetkililer, ancak bu şekilde, piyasalara döviz kuruna bağlılıkları konusunda güven verebilirlerdi.

Faiz oranlarının davranışı, devletin kısa vadeli borç yönetim politikaları ve finansal sisteme açılan krediler bu görüşü destekler yöndedir. İzlenen sterilizasyon politikasının kısmen faizlerin davranışını açıkladığı söylenebilir. Yetkililerin krizin şiddetlendiği Kasım ve Aralık aylarında dahi, uluslararası rezervlerdeki 1 milyar A.B.D. dolarlık azalışa rağmen, faizleri artırma konusunda isteksiz davrandıkları gözlenmiştir. Kriz döneminde yetkililerin uyguladığı şu iki politika özellikle bu görüşün eleştirisine konu olmuştur:

1. Kısa vadeli borçların A.B.D. dolarına endekslenmesi: Bu karar kısa vadede faiz ödemelerini azaltmış, ancak borcun ülke parası cinsinden değerini artırarak krizin ekonomiye maliyetini derinleştirmiştir.



2. Ticari ve kalkınma bankalarınca açılan kredilerin kontrol edilmemesi: Başkanlık seçimleri öncesinde hız kazanan denetimsiz kredi kullandırımı finansal kırılganlıkları ciddi biçimde artırmıştır (Savastano ve diğerleri, 1995).

Yetersiz politikalar olarak isimlendirilen bu görüşle paralel olarak Krueger ve Tornell (1999, s.10) ve Sachs ve diğerleri (1995, s.2) çalışmalarında krizin, Meksika'nın yaşadığı olumsuz şoklar kadar uygulanan politikaların da bir sonucu olduğunu açıkça ortaya koymuşlardır.

Meksika krizi ile ilgili olarak Dornbush ve diğerleri (1997) reel kurda aşırı değerlenmenin altını çizerken, Calvo (1996) finansal faktörlerin üzerinde durmuştur. Milesi-Ferretti ve Razin (1996) ise cari hesap ve sermaye hesabı gelişmelerinin etkisini birlikte incelemiştir. Bu çerçevede ikinci olarak krizde etkili olduğu düşünülen faktörler birbirleriyle olan etkileşimleri de gözönünde bulundurularak incelenecektir.

#### **2.3.2.4. Sermaye Akımları, Reel Döviz Kuru ve Cari Açık**

Meksika 1994 krizi büyük cari açıkların sürdürülebilirliği konusundaki endişeleri pekiştirmiş ve sermaye akımlarındaki ani yön değiştirmelerin risklerine dikkatleri çekmiştir. Pozitif net dış yükümlülükleri olan ve kalıcı bir cari açık ya da dış ticaret açığı taşıyan bir ülke için bu durumun sürdürülebilirliği açıkların fazlaya dönüştüğü bir dönüm noktasının varlığını gerektirmektedir. Bu dönüm noktası ekonomiye zarar vermeyecek yumuşak bir geçişle veya yatırımcı beklentileri ile uluslararası sermaye hareketlerinin yönünün değişmesi gibi faktörlerin zorlamasıyla ani ve sert bir şekilde aşılabilir. İkinci şekilde ülke tüketimin ve ekonomik faaliyetlerin daraldığı, ticaret dengesinin tersine döndüğü ve/veya dış borçlarını ödeme yeteneğini kaybettiği bir kriz süreci ile karşı karşıya kalmaktadır. Yabancı yatırımcıların beklentilerinde sözü edilen ani değişim ülkenin borçlarını ödeyemeyebileceği ya da ödemeyeceğine dair algılamalarına dayanmaktadır (Milesi-Ferretti ve Razin, 1996, s.3).

Meksika'nın uygulamaya koyduğu, döviz kurunu nominal çapa olarak kullanan ve bu yolla enflasyonu düşürmeyi amaçlayan istikrar programının

kurda ciddi bir reel değerlenmeye yol aması bekleniyordu. Endişe yaratan soru ise hızla büyüyen dış ticaret açığını finanse etmek için yeterli döviz rezervine sahip olmayan Meksika ekonomisinin kurdaki bu reel değerlenmeyi nereye kadar taşıyabileceği idi. Ancak, 1990 yılında dış borçlara ilişkin Brady sözleşmesinin imzalanması, finans sektörünün dışa açılması ve bankaların özelleştirilmesi gibi olumlu gelişmeler ile uluslararası çevreler ve piyasa oyuncularının gözünde Meksika imajının iyileŐmesiyle birlikte uluslararası piyasalardan ülkeye çok büyük cari açıkları bile finanse etmeye yetecek miktarda sermaye akmaya başlamıştır. Ülkeye giren fonların özel nitelik taşıması yetkililer tarafından tamamiyle pozitif bir gelişme olarak nitelendirilmiş ve sermaye girişinin ölçüsü hiç bir şekilde endişe konusu olmamıştır. Ancak bir çok gözlemcinin pesonun süregelen reel değerlenmesinin ekonominin temellerine zarar verdiği ve bu durumun er ya da geç bir krizle son bulacağına dair inançları devam etmiştir (Edwards,1997, s.9).

Sermaye hareketlerinin serbestleŐtirilmesinin zamanlamasının önem taşıyıp taşımadığı zaman içinde ekonomistler arasında tartışma konusu olmuştur. Sermaye hesabı liberalizasyonunun, doğru bir zamanlama ile yapılmadığı taktirde, aşırı seviyelerde sermaye girişlerine ve döviz kurunun aşırı değerlenmesine yol açabileceği öne sürülmüştür. Buna göre, kurda gereksiz bir reel değerlenmeye sebep olmamak için sermaye hesabında kademeli bir serbestleŐtirmeye gidilmelidir. Meksika, bu görüşün ve Kolombiya ile Şili'nin uygulamalarının tam tersine, 1989 yılı itibariyle sermaye kontrollerinin neredeyse tümünü kaldırmıştır (Edwards ve diğerleri, 1996).

Bu döneme ait bir çok alıŐma Meksika ekonomisi için reel kurda değerlenmenin yarattığı tehlikeye işaret etmişlerdir. Bu çalışmalardan özet olarak Şu sonucu çıkarmak mümkündür. Kurun aşırı değerlenmesi Meksika'nın temel problemidir ve pesonun hızla değer kazanması dış ticaret dengesini bozmakla kalmayıp, ülkenin kredibilitesine de zarar vermektedir.

Dornbusch ve Werner (1994) alıŐmalarında kurdaki reel değerlenmenin yapılan en büyük politika hatası olduğuna dair inançlarını dile getirmişlerdir. Buna göre, kurda aşırı değerlenme, büyümeyi engelleyerek, er

ya da geç döviz kurunu spekülatif bir saldırının hedefi haline getirmektedir. Aynı sonuç Meksika krizinden sadece iki sene önce Avrupa'da ve geçmişte birçok kez Latin Amerika lkelerinde yaşanmıştır.

Meksika'nın 1994 yılında krize dair aldığı sinyalleri olağan seçim yılı belirsizliğine bağlayan ve temel ekonomik göstergelerin sağlam olduğunu belirten çevreler döviz kuru rejimine bağlı kalarak, yüksek faiz politikası izleyerek ve cari açığı borçlanma yoluyla finanse ederek krizin ve seçimlerin atlatılması gerektiğini savunmaktadırlar. Bu görüş aslında şu anlama gelmektedir: İçinde bulunulan seçim ortamı döviz kuru politikasında değişiklik için doğru zaman değildir; devalüasyon için uygun zaman beklenmelidir. Dornbusch ve Werner (1994) ise döviz kurunda ciddi bir ayarlama yapılması gerektiğinin altını çizmişlerdir.

Bu görüşlere karşılık, sermaye girişlerinin özel nitelik taşıması ve bütçenin fazla veriyor olması Meksikalı yetkililerin dayanak noktası olmuş, sermaye girişleri, reel kurda değerlenme ve cari açığın oluşturduğu l tablonun ekonomi için aslında ne sürüldüğü gibi kötü olmadığını savunmuşlardır. Bu argümana göre,

- a) Faiz oranlarının esnekliği ve döviz kurunun bant içinde sahip olduğu hareket serbestisi nedeniyle sistem olabilecek dengesizlikleri absorbe edebilecek niteliğe sahiptir.
- b) Verimlilikte yaşanacak hızlı artış ihracatta genişlemeyi ve cari hesabın dengelenmesini beraberinde getirecektir.
- c) NAFTA'ya katılımın kesinleşmesi uzun dönemde ekonomik göstergeleri olumlu etkileyecektir.

Reel kurda aşırı bir değerlenmenin söz konusu olmadığı, sorunun denge reel kurundan kaynaklandığı ileri sürülmüş ve değerlenme uygulanan reform sürecinin doğal bir sonucu olarak nitelendirilmiştir. Tartışmaların nc unsuru olan cari açığın, genişlemeci bir para ya da maliye politikasından kaynaklanmıyor olması cari açığı bu görüşe sahip olanların kafasında bir problem olmaktan çıkarmıştır.

Meksikalı otoritelerin görüşlerine karşılık, Ötker ve Pazarbaşıoğlu (1996)'nın da çalışmalarında belirtildiği üzere kamu sektörü dengesizliklerinden çok, özel sektörün borçluluğu 1994 Meksika krizinin sorumlusu olarak kabul edilmektedir.

Teorik açıdan bakıldığında, sermaye girişlerinin reel kurda bir değerlendirme yaratması doğal bir sürecin sonucu olarak gözükmekte, ancak Meksika'ya sermaye girişinin ölçüsü gözönüne alındığında, uzun vadede bu durumun sürdürülebilirliği ciddi bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır. Bu teoriye dayanarak, belli bir noktada sermaye girişinin azalmaya başlayacağını ve bunun da reel kurda bir düzeltmeyi kaçınılmaz kılacağını söylemek mümkündür. Bu noktanın kesin olarak belirlenmesini sağlayacak kurallar bulunmasa da, gerek sermaye girişlerinin gerekse cari açığın sürdürülebilirliğini yapılan çalışmalara<sup>11</sup> dayanarak basit bir çerçeve içinde açıklamanın Meksika 1994-95 krizini ve benzer özellikler taşıyan krizlerin dinamiklerini anlamak açısından önem taşıdığı düşünülmektedir.

Yabancı yatırımcıların portföylerinde tutmak istedikleri bir ülkeye ait yükümlülüklerin payına ilişkin belli bir denge seviyesi mevcuttur. Bu denge seviyesi ülkelerarası faiz farklılıkları, ülke ve kur riski algılamaları ve ekonomilerin dışa açıklığı gibi değişkenlere bağlı olarak zaman içinde değişim gösterir. Örneğin, bir ülke başarılı bir reform sürecine girmişse uluslararası yatırımcıların portföylerinde bu ülke yükümlülüklerine ayıracakları pay artacaktır. Aslında yaşanan örnekler ve yapılan çalışmalar çok büyük miktarlarda sermayenin sadece algılamalardaki değişimlere bağlı olarak ülkeler arasında hareket edebildiğini göstermektedir. Bu da yatırımcıların küçük ters şoklara karşı bile son derece hassas olmalarından ve global finans dünyasında yatırımcıların tepkilerinin algılamalarına oranla çok daha büyük olmasından kaynaklanmaktadır (Calvo,1996).

Edwards (1997), çalışmasında uzun vadede cari açığın sürdürülebilirliğini iki faktörle açıklamıştır:

1. Ülke kağıtlarına olan uluslararası talep,

---

<sup>11</sup> Cari açığın ve sermaye girişlerinin sürdürülebilirliği bu konuda yapılan iki temel çalışma Edwards (1997), Milesi-Ferretti ve Razin (1996)'ya dayanılarak anlatılacaktır.

## 2. Ülke ekonomisinin reel büyüme oranı.

Bu yaklaşıma göre, yatırımcıların portföylerinde tutmak istedikleri ülke yükümlülükleri toplamının o ülke GSYİH'sının yarısına eşit olduğu düşünülürse ve yıllık reel büyüme de yüzde 4 olarak alınırsa, uzun vadede sürdürülebilir cari açığın GSYİH'nın yüzde 2'sine eşit olacağı sonucuna varılmaktadır. Uzun vadede cari açığın denge seviyesi aşağıdaki denklemle<sup>12</sup> ortaya konulmuştur:

$$C/y = gk^* \quad (2.1)$$

C cari açığı, y GSYİH'yi, g reel büyüme oranını ve k\* da uluslararası yatırımcıların portföylerinde tuttukları ülke yükümlülüklerinin GSYİH'ya oranını göstermektedir. Denklemi farklı bir açıdan bakıldığında cari açık ülkeye yabancı sermaye girişi konusunda da fikir vermektedir. r'nin uluslararası faiz oranlarını temsil ettiği düşünülürse,

$$(g-r)k^* \quad (2.2)$$

denge durumunda ülkeye dış kaynak girişini göstermektedir.

Bu çerçeveye Meksika örneği yerleştirilirse, cari açığın sürdürülebilirliği ile ilgili şu sonuca ulaşılabacaktır: Yabancı portföylerinde yer alan Meksika kıymetleri (varılan en uç noktada) ülke GSYİH'sının yüzde 50'sine denk gelmektedir. Büyümenin 1990'lar için ortalama yüzde 4'ün altında kaldığı gerçeğine dayanarak, Meksika için uzun vadede sürdürülebilir cari açığın GSYİH'nın yüzde 2-3'ü düzeyinde olduğu söylenebilir. Yüzde 7 ile 8 oranında gerçekleşen "Cari Açık/GSYİH" oranları bu modele göre sürdürülebilir seviyenin oldukça üstünde görünmektedir (Edwards, 1997).

Tartışmanın buraya kadar olan kısmından farklı olarak, ülke kıymetlerini ilgilendiren uluslararası portföy hareketlerinde ciddi değişimler olduğu düşünülürse, denge şartları ortadan kalkacak, yeniden dengeye ulaşma sürecini içeren bir geçiş dönemi yaşanacaktır. Ülke riskinin azalmasından dolayı ülke kıymetlerine olan talepte ve dolayısıyla uluslararası yatırımcıların portföylerinde taşıdıkları kıymetlerin miktarında yükseliş

<sup>12</sup> Bu model Edwards ve diğerleri (1996) tarafından ortaya konulmuştur.

olacaktır. Bunun sonucunda cari açık hızla büyüyecek, sermaye girişleri nedeniyle harcamalarda artış, reel döviz kurunda değerlenme yaşanacaktır. Sermaye girişlerinin yavaşlaması dengenin yeniden sağlanmasını ve kurda bir ayarlamayı gerekli kılacaktır.

Sabit döviz kuru rejimi uygulanan bir ülkede, sermaye girişleri paranın hiç bir engelle karşılaşmaksızın reel olarak değerlendirilmesine sebep olurken, yabancı kaynağa ulaşım imkanının artması nominal fiyat ve ücretlerdeki katılığı azaltarak, sabit kur rejimi altında kurda gerekli olan reel devalüasyonun gerçekleştirilmesini zorlaştırmaktadır.

Bu nedenle, Meksika'nın 1994 yılında yaşadığı ters şoklar ve yılın sonuna dek uyguladığı döviz kuru politikasına sadık kalması ülkenin yaşadığı sermaye çıkışlarının etkisini yumuşak bir şekilde atlatmasını neredeyse imkansız hale getirmiştir. Yaşanan iç ve dış gelişmelerin ülke kağıtlarına olan talebi azaltması bu durumu daha da kötüleştirmiştir. Yeni denge seviyesine geçiş sürecinde sermaye hesabı ciddi bir biçimde daralmış, cari işlemler dengesi ise fazla vermiştir.

#### **2.3.2.5. Finansal Sistemin Kırılganlığı ve Krizde Uygulanan Makroekonomik Politikaların Etkisi**

1993 yılı sonunda Meksika'da iki temel dengesizlik dikkat çekmekteydi. Bunlardan biri pesonun aşırı değerlendirilmesi, ikincisi de kısmen tasarruflarda düşüşle açıklanabilen büyük bir cari açığı. Fakat ne paranın aşırı değerlendirilmesi, ne de cari açık 1994 yılının Aralık ayında Meksika'da yaşanan krizi tek başına açıklamaya yetmemektedir (Sachs ve diğerleri, 1995, s.4).

Meksika'da yaşanan kriz, ödemeler dengesi krizlerinin sadece bütçe açıkları ya da cari açık gibi sermaye akımlarından kaynaklı dengesizlikler sonucu değil, finansal kırılganlık gibi nedenlerden de kaynaklanabileceğini ortaya koymuştur.

Meksika krizinin nedenleri ile ilgili olarak ekonomistler arasında yoğun tartışmalar yaşanmış olmasına rağmen, Calvo (1996)'ya göre krizle

bağlantısı şüphe götürmeyecek bazı faktörler mevcuttur. Bunlardan biri de, Merkez Bankası rezervlerini aşan boyuttaki Tesobono stoğudur. Aktif-pasifler arasındaki büyük vade uyumsuzluğu ülkeyi spekülâtif ataklara karşı kırılğan hale getirmiş, Tesobonoların, nakit getirisi için yatırım yapan mudiler yerine, ağırlıklı olarak, beklenen getirilerdeki değişimlere hassas olan kurumsal yatırımcıların elinde olması durumu daha da kötüleştirmiştir. 20 Aralık 1994 tarihinde yapılan peso devalüasyonu sonucunda bu borçların yeniden finansmanı neredeyse imkansızlaşmıştır.

Meksika'nın kriz öncesi finansal kırılğanlığına dikkat çeken bir diğer gösterge ise "M2\$ (peso/A.B.D. doları kuru ile deflate edilen M2 büyüklüğü)/Uluslararası Rezervler" rasyosudur. 1989 yılını takip eden dönemde M2\$, banka faiz oranlarının serbestleştirildiği ve zorunlu karşılık oranlarının azaltılarak sıfıra indirildiği bankacılık reformunun etkisiyle hızlı bir biçimde yükselmiştir. Bu yükselişte etkili olan diğer bir faktör de 1989 sonrasında yaşanan büyük miktarda sermaye girişleridir. Sermaye girişleri parasal büyüklüklerde iki şekilde artışa sebep olmuştur:

a) Sermaye girişleri harcamalarda artış yaratmıştır.

b) Girişlerin bir bölümü uluslararası bankalara göre daha yüksek faizler sunan Meksika bankalarına sermaye akışı biçiminde yaşanmıştır. 20 Aralık devalüasyonu öncesinde M2\$, uluslararası rezervlerin 5 katını işaret etmektedir. Bu da Meksika'nın o dönemde içinde bulunduğu mali güçlükleri bir oranda açıklamaktadır.

Meksika'nın "M2\$/Rezerv" rasyosu ne derece yüksek görünse de krizi açıklamak için tek başına yeterli görünmemektedir. Bu rasyonun yüksekliğini Meksika için daha riskli hale getiren iç ve dış faktörlerin de vurgulanması tablonun eksik kalan taraflarını tamamlayacaktır. Meksika'ya sermaye girişleri ile ters yönlü ilişkisi olduğu kabul edilen A.B.D. hazine bonusu faiz oranları, cari açık ve yurtiçi harcamalarla da bağlantısı bulunan önemli bir dış faktördür. A.B.D. hazine bonolarının faizleri düştükçe sermaye Meksika'ya kaymakta, faiz oranları yükseldikçe sermaye Meksika'yı terk etmektedir. Söz konusu faizlerdeki artış Meksika'nın parasal büyüklükleri üzerinde ekstra bir baskı yaratmıştır. Bu noktada, Meksika Merkez

Bankası'nın yurtiçi kredileri artırmak ve döviz kuruna sadık kalmak yönünde verdiği tepkiler zaten zemini hazır görünen bir ödemeler dengesi krizinin zamanlamasını daha da öne almıştır. Banka bu politika ile M2'deki düşüşü engellemeyi ve mevduat çekilişlerini yerine koymayı amaçlamaktaydı. Aslında bu politika M2'deki düşüşü durdurma konusunda başarılı olmuş, ancak yatırımcıların ellerindeki tesobono stoklarını boşaltması ve uluslararası rezervlerin erimesiyle sonuçlanmıştır. Banco de Mexico eğer yurtiçi kredileri artırarak duruma müdahale etmemiş olsaydı, mevduat faizleri yükselecek, M2r (M2/TÜFE)'deki düşüş sınırlı kalacak ve bu sayede kriz engellenebilecek veya en azından ertelenebilecekti. Özet olarak, parasal büyüklüklerin uluslararası rezervlere oranındaki artış ekonomiyi kırılgan hale getirmiş, A.B.D. faiz oranlarının Meksika'ya büyük miktarda sermaye girmesinde etkili olan düşük seyrinin tersine dönmesi bir dış şok etkisi yaratmış ve uygulanan politikalar krizi hazırlayan tabloda eksik olan parçayı yerine koymuştur (Calvo, 1996, s.208-212).

Sachs ve diğerleri (1995), Meksika paniğini yaratan rezervlerdeki hızlı düşüşün, yaşanan negatif şokların kaçınılmaz sonucu olduğunu savunan yaygın görüşün aksine, bu düşüşü sermaye girişlerindeki azalışa ve yurtiçi faizlerdeki yükselişi sınırlamayı amaçlayan politik tedbirlere bağlamaktadır.

Camdessus (1995) da, Meksika krizinden çıkarılması gereken dersleri aktardığı konuşmasında, yurtiçi ve yurtdışındaki ters gelişmeler ile uygulanan politikaların yetersizliğinden olumsuz etkilenen Meksika ekonomisinin, pezo cinsinden borçların A.B.D. dolarına endeksli kağıtlarla değişimiyle daha da kırılgan hale getirildiğini vurgulamıştır.

Meksika tecrübesi döviz kuruna dayalı programların sürdürülebilirliğinin ekonomik ve finansal sistemin kırılganlık düzeyi kadar ekonominin maruz kaldığı şoklar karşısında uygulanan politikaların yeterliliğine de bağlı olduğunu göstermiştir. Zayıf nitelikli banka portföyleri ve yüksek reel faizlerin varlığı Meksikalı otoriteleri bankacılık sistemine açılan krediler ve Cetes-Tesobonos değişimi nedeniyle oluşan rezerv kayıplarını



sterilize etmek zorunda bırakmıştır. Bu da piyasalardaki gerginliği daha da artırmıştır (Ötger ve Pazarbaşıoğlu, 1996, s.116-7).

Aralık 1994'teki finansal panik, devlete ve bankacılık sistemine ait kısa vadeli yükümlülüklerin likit rezervlere oranla çok yüksek seviyelere ulaşmasından kaynaklanmıştır. Kısa vadeli yükümlülüklerin artışında iki faktörün etkili olduğu düşünölmektedir:

1. Finansal derinleşme,
2. Sermaye hesabının liberalizasyonu.

Meksika için geniş anlamda finansal derinleşme iki gelişmenin sonucudur: istikrar programıyla ulaşılan düşük enflasyon seviyeleri ve bankalar için zorunlu karşılık oranını sifıra indiren ve para çarpanında artış yaratan finansal liberalizasyon uygulaması. 1987 yılı sonrasında Meksika ciddi bir parasallaşma ve finansal derinleşme sürecine girmiştir. Para tabanı ve diğer parasal büyüklükler GSYİH'ya oranla hızla yükselmeye başlamıştır. Bu gelişmelere bağlı olarak Meksika'da 1989 yılında yüzde 25 olarak kaydedilen finansal derinleşme, 1993 yıl sonunda yüzde 33'e yükselmiştir.

"M2/GSYİH" ile ifade edilen ve genellikle finansal açıdan olgunluğun göstergesi olarak değerlendirilen finansal derinleşme, bazı durumlarda ölk ekonomisi için bir risk faktörü olabilir. Örneğin, döviz rezervleri erirken ve buna bağlı olarak yurtiçi likit varlıkların, yabancı para varlıklara oranı artarken finansal derinleşme finansal kırılganlığı da beraberinde getirmektedir. Daha açık olmak gerekirse, bankaların Merkez Bankası nezdinde rezerv tutma zorunluluğu olmadığı ve mevduatın sigortaya tabi olduğu ekonomilerde, banka mevduatları potansiyel olarak Merkez Bankası'nın yükümlölüğu sayılmaktadır. Aynı durum kamu iç borcu için de geçerlidir. Aslında kamu borcunun GSYİH'ya oranı çok yüksek olarak nitelendirilmemektedir. Ancak, rezervlerde yaşanan azalma "Kısa Vadeli Yükümlölükler/Likit Varlıklar" rasyosunun endişe verici boyutlara ulaşmasına sebep olmuştur. Beklentiler terse döndüğünde söz konusu göstergeler önemli bir zayıflık olarak görölmüştür.

Bir ekonomide merkez bankasının likit varlıklarına oranla oldukça yüksek seviyede olan kısa vadeli yükümlülüklerin varlığı, olası bir banka krizini, bir döviz kuru krizine dönüştürebilmektedir. Kısa vadeli yükümlülüklerin ülke para birimi yerine döviz cinsinden olması yatırımcı paniği yaşanması riskini artıran bir unsurdur. Yabancı para borçlar için merkez bankasının son borç verme mercii fonksiyonunun önemi kalmamaktadır.

Meksika'da yürütülen sermaye hesabının liberalizasyonu çerçevesinde yabancı yatırımcıların portföylerinde Meksika devlet iç borçlanma senetlerine yer vermeleri serbest hale gelmiştir. Bu gelişme sonucunda ve Meksika'nın gerçekleştirdiği reformlarla edindiği kredibilite sayesinde ülkeye çok büyük miktarda kısa vadeli sermaye girişi yaşanmıştır. Merkez Bankası sermaye girişlerini kısa vadeli pezo cinsinden kağıtlarla (Cetes) sterilize etmiş ve bu da 1989'da yüzde 36 olan "M3(M2+banka-dışı kısa vadeli menkul değerler)/ GSYİH" oranını, 1993 yılı itibariyle yüzde 89 seviyesine taşımıştır. 1993 yılı sonunda sadece Cetes miktarı uluslararası rezervlerin tamamına denk gelmektedir. Toplam M3 ise rezervlerin 6 katına ulaşmıştır. Sachs ve diğerleri (1995)'e göre bu şartlar dahilinde en ufak bir kıvılcımın bile büyük sermaye çıkışlarına sebep olması kaçınılmazdır.

1994 yılının Mart ayında yaşanan yurtiçi olumsuz gelişmelere bağlı olarak devalüasyon riski algılamalarında ve dolayısıyla faizlerde meydana gelen artış, hükümeti vadesi gelen pezo cinsinden borçlarını Tesobono'larla değiştirmeye sevk etmiştir. Bu değişim, zaten yüksek olan M3'e ek olarak yabancı para olarak ifade edilen M3 büyüklüğünün Nisan 1994 itibariyle Merkez Bankası rezervlerini aşmasına yol açmıştır. Eylül ayı sonu itibarıyla Tesobono stoğu rezervlere eşitlenmiştir.

Bu göstergeler Meksika ekonomisinin kriz öncesinde ve kriz sırasındaki finansal kırılganlığını açıkça ortaya koymaktadır. Hükümetin likidite pozisyonu zayıfladıkça kendi-kendini besleyen bir krizin yaşanması ihtimali artmaktadır. Daha önceki bölümlerde de değinildiği üzere kendi kendini besleyen yatırımcı paniği hükümetin temerrüde düşeceğine dair beklentilerin yaygınlaşması ve buna bağlı olarak yatırımcıların kredi

vermekten vazgeçmelerinin sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Teori çerçevesinde vadesi gelen borçlarını çeviremeyen hükümet, yatırımcıların beklentilerini doğru çıkaracak bir şekilde temerrüde düşer. Normal şartlar dahilinde böyle bir durumda, merkez bankasının hükümete kredi vererek bu sorunu çözmesi mümkün olabilir ancak Meksika gibi döviz kuru çapasına dayalı bir ekonomide bu yönde atılacak bir adımın döviz kuru rejiminin çökmesiyle sonuçlanması kaçınılmaz görülmektedir (Sachs ve diğerleri, 1995, s.14-16).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 2001-2002 ARJANTİN KRİZİ

Bu bölümde ilk olarak Arjantin ekonomisinin tarihsel gelişimi incelenecektir. İkinci olarak, Arjantin'in 1991 yılında uygulamaya koyduğu istikrar planının temel unsurlarına ve bu plan çerçevesinde pek çok alanda gerçekleştirilen yapısal reformlara değinilecektir. 1991-1998 dönemi gibi uzun sayılabilecek bir süre boyunca başarılı bir ekonomik reform uygulayıcısı olarak görülen Arjantin'in sürüklendiği kriz deneyimi, ekonomiyi krize taşıyan süreç ve krizin gelişimi ortaya konduktan sonra, krizin nedenlerinin sorgulandığı çalışmalar biraraya getirilerek değerlendirilmeye çalışılacaktır.

#### 3.1. Arjantin Ekonomisinin Tarihsel Gelişimi

Arjantin ekonomisi 1920'lerde kişi başına milli gelir sıralamasında dünya ekonomileri içinde ilk 10 ülke arasında yer alırken, takip eden 60 yıl içinde sürekli gerileyen bir performans göstermiştir. 1940'larda uygulanan politikalar büyük kamu açıklarını, enflasyonda artışı ve ekonomik durgunluğu beraberinde getirmiştir. İkinci Dünya Savaşı'nı takip eden dönemde, Arjantin kronik enflasyonun etkisi altında kalmıştır. Enflasyonu dünya ülkeleri seviyesine çekmek amacıyla bir çok kez döviz kurunun nominal çapa olarak kabul edildiği istikrar programları uygulamaya geçirilmiş, ancak bu programların hepsi para krizleri ile sonuçlanmıştır. 1970'lerin ortalarına gelindiğinde ülkenin uzun dönem büyümesinin farkedilir derecede düştüğünü ve 1980'lerin ikinci yarısında ülkenin süregelen bir durgunluğun içinde olduğunu söylemek mümkündür. Tasarruf ve yatırım oranlarında 1970-1989 döneminde ciddi bir azalma gözlemlenmektedir. Arjantinliler makroekonomik istikrarın uzun yıllar boyunca sağlanamaması nedeniyle tasarruf ve yatırımlarını yurtdışına kaydırmışlardır. Üretimde verimlilik düşmüş ve yoksulluk günden güne artmıştır (Choueiri ve Kaminsky, 1999, s. 5, World Bank, 1996).

Bu arada dışsal faktörler de ÷lke parasının istikrarının sağlanamamasında etkili olmuştur. 1970'lerin sonundan 1990'lara kadar uzanan dönemde endüstrileşmiş ÷lke faiz oranlarındaki düşüşler Arjantin'in de içinde olduğu gelişmekte olan ÷lkelere sermaye akımını başlatmış, bu olumlu gelişme reel kurda aşırı değerlenme ve büyüyen cari açıklar gibi zamanında doğru tedbirlerin alınmadığı hallerde genellikle krizle sonuçlanan olumsuz gelişmeleri de beraberinde getirmiştir. ÷lke finansal sisteminin kırılganlığı Arjantin pezosunu potansiyel saldırılara daha da açık hale getirmiştir.

“Arjantin Ekonomisinin Tarihsel Gelişimi” başlığı altında ilk olarak ÷lkenin kronik enflasyonun etkisi altında geçirdiği dönemde istikrarı elde etmek amacıyla uyguladığı ancak krizlerle sonuçlanan 7 programdan bahsedilecek, ikinci olarak, içerdiği unsurlar ve Arjantin'in içine düştüğü durumun sorumlusu olarak eleştiri konusu olan “Konvertibilite Planı”nın uygulamaya geçirildiği tarihteki şartlar özetlenecek ve son olarak da Konvertibilite dönemine giriş yapılacaktır.

### 3.1.1. 1960-1991 Dönemi

1960-1991 yılları arasında uygulanan 7 istikrar programı ve yaşanan krizler aşağıdaki tabloda özetlenmektedir.

**TABLO 3.1. ARJANTİN'İN 1960-1991 DÖNEMİNDE UYGULADIğI EKONOMİK PROGRAMLAR**

Programın Adı	Başlangıç Tarihi	Kriz Tarihi	Kriz Tarihindeki Devalüasyon (%)
Vasena	Mart 1967	Haziran 1970	14
Gelbard	Mayıs 1973	Mart 1975	100
Tablita	Aralık 1978	Nisan 1981	34
Alemann	Aralık 1981	Temmuz 1982	148
Austral	Haziran 1985	Eylül 1987	16
Primavera	Ağustos 1988	Nisan 1989	387
BB	Temmuz 1989	şubat 1990	220

Kaynak: Choueiri ve Kaminsky, 1999

1967 yılının Mart ayında uygulamaya konan program, 1970 yılının Haziran'ında yüzde 14'lük bir devalüasyonla çökmüştür. Maliye Bakanı Jose Gelbard tarafından Mart 1973'te hayata geçirilen bir sonraki program (konvertibilitenin kısıtlı olduğu bir ortamda) döviz rezervlerinin yüzde 56'sının kaybıyla sonuçlanan bir çok spekülasyon saldırısına hedef olmuş ve 1975 yılında son bulmuştur. 1975 yılında da devalüasyonlar birbirini izlemiştir. 1976 yılında enflasyon yüzde 300'ü, bütçe açığı da GSYİH'nın yüzde 10'unu aşmıştır.

1976 yılındaki askeri darbenin ardından gelen yeni hükümet, ticaret bariyerlerini azaltmış ve sermaye kontrollerini kademeli bir şekilde ortadan kaldırarak finansal serbestleşme yönünde adımlar atmıştır. Tam konvertibilite ise 1978 yılının Aralık ayında uygulamaya geçirilen "Tablita Planı" ile sağlanmıştır. Programın başlangıcını takip eden dönem içinde devletin mali yapısında bir iyileşme gözlenmiştir. Merkez Bankası tarafından hükümete açılan kredilerde hızlı bir azalış olmuş ancak aynı zamanda toplam krediler artış göstermiştir.

Arjantin'in dünya sermaye piyasalarına girişi eurodolar piyasasının büyüme gösterdiği ve OPEC (Organization of the Petroleum Exporting Countries) petrol şoklarının yaşandığı 1970'lerin ortasına rastlamaktadır. Bu dönemde çok büyük miktarda sermaye bankacılık sistemi kanalıyla gelişmekte olan ülkelere akmakta ve bu da ülke ekonomilerinde hızlı bir parasal genişlemeyi beraberinde getirmekteydi. Ancak, 1980'lerin başında kamu hesaplarında başlayan bozulma ve aynı yılın Mart ayında patlak veren bankacılık krizi kur rejiminin sürdürülebilirliğine dair endişe yaratmıştır. Gelişmiş ülkelerde anti-enflasyonist para politikalarına doğru yaşanan kayış dışsal faktörlerin de Arjantin aleyhine dönmesine sebep olmuş, ülke faiz oranları farklarının kapanması döviz rezervlerinde erimeyle sonuçlanmıştır. 1981 yılının Şubat ayında gerçekleştirilen yüzde 10 oranında devalüasyonu Nisan ayında yüzde 34'lük ve Haziran ayında da yüzde 38'lik bir devalüasyon izlemiştir. Bunun üzerine, ikili döviz kuru uygulamasına geçilmiş ve ardından finansal piyasalar için geçerli olan döviz kuru dalgalanmaya bırakılmıştır. Devlet döviz cinsinden borçlanmaları nedeniyle mali açıdan zor durumda

kalan firmalar için bir “döviz kuru garantisi programı” uygulamak durumunda kalmıştır.

Tablita programının çökmesinin ardından enflasyon sürekli olarak artmaya devam etmiş ve 1981 yılında başlatılan bankacılık sektörünü kurtarma operasyonu bu artışı daha da tetiklemiştir. 1981 yılında tekli döviz kuru sistemine geçişin sağlandığı, garanti programına son verildiği ve yurtiçi kredi hacminin kısıldığı yeni bir istikrar programı olan “Alemann”, uygulamaya başlanmış ancak Nisan 1982’de Malvinas Savaşı’nın çıkması, yüklü askeri harcamaların Merkez Bankası kaynakları ile finanse edilmesi gibi yurtiçi faktörlerin yanında uluslararası mal fiyatlarında yaşanan düşüş, yurtdışı faiz oranlarında artış, dünya genelinde yaşanan durgunluk ve borç krizi gibi dışsal faktörlerin de etkisiyle döviz rezervlerinin yüzde 20 oranında kayba uğradığı yeni bir kriz başgöstermiştir. Böylece, Alemann Planı da, 1982 yılının Temmuz ayında yüzde 148 oranında gerçekleşen devalüasyon, ikili döviz kuru sisteminin yeniden uygulamaya konması ve katı sermaye kontrolleri getirilmesiyle son bulmuştur.

Alemann Planı son bulduktan sonra da enflasyon artışı sürmüştü ve 1985 yılında yüzde 6000'lere ulaşmıştır. Haziran ayında hükümet Austral Planı'nı kamuoyuna duyurmuştur. Plan ekonomik çöküşü önlemiş ancak enflasyonu yüzde 100'ün altına çekmeyi başaramamıştır. 1987 yılında yaşanan rezerv kayıpları ile Eylül ve Ekim aylarında ticari işlemler için geçerli olan kurun sırasıyla yüzde 16 ve yüzde 33 oranında devalüe olması Austral Planı'nın sonunu hazırlamıştır.

Ağustos 1988’de aylık enflasyonu yüzde 4 ile sınırlamayı amaçlayan Primavera Planı uygulamaya konmuştur. Program aylık devalüasyon oranını yüzde 4.5’te tutmayı ve ortalama enflasyonu yüzde 8.4 seviyesine çekmeyi başarmış ancak, 1989 yılı Mayıs’ında yapılacak seçimler yatırımcıların ülke parasına olan güvenini azaltarak, tam anlamıyla dolarizasyona<sup>13</sup> neden olmuştur. 1989 yılında enflasyonda yaşanan patlama ve aynı yılın Nisan

---

<sup>13</sup> Tam anlamıyla dolarizasyon ile anlatılmak istenen günlük işlemlerin ülke parası yerine ABD doları kullanılarak gerçekleştirilmesidir. Başka bir ifadeyle hesap birimi (unit of account) ABD doları olmaktadır. Dolarizasyon, 1980’lerden önce yatırımcıların portföylerindeki pezo cinsinden varlıkları, dolar cinsinden varlıklarla değiştirmesi şeklinde görülen bir olguydu.

ayında yaşanan yüzde 387 devalüasyon ile Merkez Bankası'nın rezerv kayıpları nedeniyle döviz kuru müdahalelerini bırakması Primavera Programı'nın sonu olmuştur.

Son olarak, iktidara gelen Menem yönetiminin 1989 yılında uygulamaya koyduğu BB Planı da bir yıldan kısa bir süre içinde başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Aralık 1989'da ve Şubat 1990'da olmak üzere iki büyük devalüasyon yaşanmış ve Şubat ayındaki yüzde 220'lik değer kaybının ardından döviz kuru dalgalanmaya bırakılmıştır (Choueiri ve Kaminsky, 1999).

Uygulanan programların hepsinin enflasyonu düşürüp istikarı sağlama konusunda başarısız olması ve bir sonrakinin öncekinden daha da yüksek bir enflasyonla sonuçlanmasının temel nedeni bu istikrar programlarının yapısal bir sorun haline gelmiş olan kamu sektörü açığını zamanında ve kalıcı bir şekilde ortadan kaldıramamış olmasıdır (World Bank, 1996).

### **3.2. Yeni bir İstikrar Programını Vazgeçilmez Kılan Şartlar**

Arjantin ekonomisinde süregelen bozulma 1980'lerde en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 1982'de Meksika'da yaşanan devalüasyon ve ödemeler dengesi krizinin de etkisiyle Arjantin'in tüm makroekonomik göstergelerinde ciddi bir kötüleşme olmuş; ülke, borçlarını ödeyemez duruma gelmiş ve GSYİH, 1989-90 yıllarında hiperenflasyonla sonlanacak hızlı bir düşüşe girmiştir. 1980'lerde yaşanan krizin boyutu 1990'lardaki büyük değişimi zorunlu kılmıştır. Yıllık yüzde 12,000'e varan enflasyon, GSYİH'nin yüzde 10'unu aşan bütçe açıkları ve sürekli küçülen bir GSYİH mevcut ekonomik tablonun devam ettirilmesini imkansız hale getirmiş ve ekonominin her alanında görülen olumsuz sinyaller radikal değişikliklere olan acil ihtiyacı ortaya koymuştur (Kiguel, 2001, s.4).

Arjantin'in 1980'li yıllarda çok da parlak olmayan ekonomik durumu büyük ölçüde Arjantinli yetkililerin geçmişten gelen sorumsuz bütçe yönetimi alışkanlıklarının bir sonucudur. Hükümetin, politik ihtiyaçlar ve baskıların da



etkisiyle, topladığı vergilerin oluşturduğu gelirlerinden fazla harcama yapma eğilimi mevcuttur. Bu açık, iç ve dış borçlanma imkanları kullanılarak kapatılmakta, yurtiçi ve yurtdışı kredi olanaklarına erişim sağlanamadığında ise enflasyonist para yaratma ya da borçları ödememe yolları tercih edilmektedir (Mussa, 2002, s.6). Çoğu kamu kuruluşunun bütçesi açık verirken, dış borç da artmaya devam etmiştir. Vergi tahsilatının düşüklüğü ve gelirlerin yetersizliği Merkezi Hükümetin finansman için Merkez Bankası kaynaklarına başvurmasına neden olmuştur.

Özet olarak, 1980’lerde Arjantin ekonomisi istikrarlı reel büyümenin sağlanamadığı, finansal piyasaların çöktüğü, para biriminin değer kaybı sürerken fiyatların yükseliş içinde olduğu ve sermayenin daha güvenli piyasa arayışlarıyla ülkeyi terk ettiği bir tablo çizmekteydi. 1989 ve 1990 yıllarında yaşanan hiperenflasyon ise 1991 yılında Konvertibilite Planı’nın kabulüyle başlayan yeni döneme geçiş için konan son nokta olmuştur (Pou, 2000).

Arjantin’de “Konvertibilite”ye geçiş, 1980’lerde yaşanan hiperenflasyon ile birlikte daha uzun bir geçmiş etkisi altına alan hatalı maliye politikaları ve ülke parasının süregelen değer kaybına tepki olarak alınmış bir karardır (De La Torre ve diğerleri, 2003).

### 3.3. 1991 Sonrası Dönem: Konvertibilite Planı ve Anlamı

Konvertibilite Planı’nın temel hedefi Arjantin’in güçlü bir paraya sahip olması ve bu yolla yıllardır hüküm süren ekonomik ve finansal istikrarsızlığa son verilmesiydi. Bu da paranın değerinin A.B.D. dolarına birebir eşitlenmesi ile sağlanacaktı (Mussa, 2002, s.11).

Uygulamaya konduğu Nisan 1991 tarihinden itibaren Konvertibilite, Arjantin için basit anlamda bir sabit kur uygulamasından çok daha fazla şey ifade etmekteydi. Konvertibilite Kanunu’nda da yer aldığı şekilde, sabit kur politikası, temelinde, ülke parasının basımını ülke rezervlerinde bulunan A.B.D. doları miktarı ile sınırlayan<sup>14</sup> bir parasal düzenleme ile içiçe olarak kabul edilmiştir. Plan Arjantin için parasal ve finansal istikrarsızlıktan geri dönülemez bir kurtuluş yolu olarak benimsenmiştir. Konvertibilite,

<sup>14</sup> Pezo basımını ABD doları miktarı ile sınırlayan Kanun, kullanılabilir uluslararası rezervlerin üçte birinin uluslararası piyasalarda işlem gören dolar cinsinden Arjantin tahvillerinden oluşması ve bu tahviller karşılığında Merkez Bankası’nın piyasaya pezo likiditesi sağlayabilmesi konusunda bir açık pencere bırakmaktadır. Bu hüküm uyarınca Merkez Bankası’na son borç verme mercii fonksiyonunu yerine getirme konusunda sınırlı bir imkan tanınmıştır.

başlangıçtan itibaren, salt parasal bir uygulama olmanın ötesinde, tüm kurumlar ile özellikle ekonomik olmak üzere, sosyal ve politik alanlardaki tüm birimleri kapsayacak yapısal bir eksene sahiptir ve ekonomik-politik hayatın temelindeki sosyal bir sözleşme niteliğini taşımaktadır. Finansal veya finansal olmayan tüm sözleşmeler bu sosyal sözleşmeye dayanmaktadır (De La Torre ve diğerleri, 2003).

Genel amacı makroekonomik istikrarı sağlamak ve Arjantin için uzun dönemli büyüme yolunu açacak yapısal reformları gerçekleştirmek olan Plan'da parasal reform, her ne kadar De La Torre ve diğerleri (2003) tarafından da altı çizildiği şekilde programın sadece bir parçasını oluştursa da, sabit döviz kurunun istikrarı sağlamada en belirgin unsurlardan biri olması, programın "Konvertibilite Planı" olarak adlandırılmasında etkili olmuştur (Kiguel, 2001, s.4).

### **3.3.1. Planın Ana Unsurları**

1989-90 yıllarında yaşanan hiperenflasyon ve parasal sistemin çöküşünün ardından 1991 yılının Mart ayında Arjantinli yetkililer tam anlamıyla konvertibiliteyi getiren bir parasal sistemi kamuoyuna duyurmuşlardır. 21 Mart 1991 tarihindeki bu açıklama sonrasında uygulamaya geçirilen Konvertibilite Planı, Konvertibilite Kanunu'ndan ismini almış olsa da, ekonominin tümünü içine alan kalıcı yapısal tedbirleri ve kamu sektörü reformunu içinde barındırmaktaydı.

Konvertibilite Planı 5 temel unsurdan oluşmaktaydı:

1. Parasal Reform
2. Mali Reform
3. Kamu Sektörü Reformu
4. Sosyal Güvenlik Reformu
5. Ticaret Reformu

Unsurlardan ilki ve belki de en çok tartışma konusu olanı, dayanağı Konvertibilite Kanunu olan ve enflasyonu ortadan kaldırarak pezyoya güveni yaratmayı amaçlayan parasal reformdu. 1992 yılında yürürlüğe giren Merkez Bankası Tüzüğü de parasal reformun önemli bir parçasını oluşturmaktaydı.

İkinci unsur olan mali reform, başlangıçta vergi sistemi yönetiminin iyileştirilmesini, bir sonraki aşama olarak da vergi çeşitlerinin yeniden tanımlanarak oranların yeniden belirlenmesini öngörmektedir. Mali reformun asıl amacı olan bütçe açığının azaltılması, bu açığın para basılarak finanse edilmesi ihtiyacını da ortadan kaldıracığı için fiyat istikrarının sağlanması açısından büyük önem taşımaktaydı.

Üçüncü unsuru oluşturan kamu sektörü reformu, borçların ve mali sistemin yeniden yapılandırılması, sıkı bir özelleştirme ve tasfiye programı ile mal ve işgücü piyasalarının yeniden düzenlenmesini içermektedir.

Sosyal güvenlik reformunun amacı özel sektör tarafından yönetilen sağlıklı ve kendi gelirini kendi içinde yaratabilen bir sosyal güvenlik sisteminin oluşturulmasıydı.

Ticaret reformuyla, ihracata uygulanan vergilerin ve ithalattaki miktar kısıtlamalarının kaldırılmasının yanında ithal tarifelerinin azaltılması öngörülmektedir (World Bank, 1996).

Yapısal nitelik taşıyan reformların tümü ekonomik büyümenin temelini atılması açısından önem taşımakta ve gerekli görülmektedir.

### **3.3.2. Parasal Reform: Konvertibilite Kanunu ve Merkez Bankası Tüzüğü**

Parasal reformun temelini 1991 yılındaki Konvertibilite Kanunu ve 1992 yılındaki Merkez Bankası Tüzüğü (Central Bank Charter) oluşturmaktadır. İlk olarak, Nisan 1991'deki Konvertibilite Kanunu ile 10,000 Austral 1 A.B.D. dolarına sabitlenmiş, ardından Austral'in yerini pezo almış ve Ocak 1992'de 1 Arjantin pezosu 1 A.B.D. dolarına eşitlenmiştir. Mal ve işgücü piyasalarında endeksleme yapılması yasaklanmış, para tabanı büyüklüğünün uluslararası rezervlerin miktarı ile sınırlı olması kabul

edilmiştir. Bu kurallar Merkez Bankası'nın bir para kurulu<sup>15</sup> gibi çalışması sonucunu getirmiştir.

Para otoritelerinin davranışları, Konvertibilite'nin yüzde 100 karşılık bulundurma şartıyla uyumlu olacak şekilde, Merkez Bankası Tüzüğü ile düzenlenmiştir. 1992 yılının Eylül ayında Kongre'de kabul edilen Tüzük ile Merkez Bankası'nın bağımsızlığı kabul edilmiş ve Bankanın temel görevi ülke parasının değerinin korunması olarak belirlenmiştir. Merkez Bankası Başkanı'nın Devlet Başkanı tarafından ve Banka Yönetim Kurulu üyelerinin Kongre tarafından, sabit görev süreleri için atanması karara bağlanmış ve bu sayede kurumun bağımsızlığı pekiştirilmiştir.

Tüzük uyarınca Banka'nın bölge hükümetlerini, kamu ya da özel kuruluşları finanse etmesi yasaklanmıştır. Merkez Bankası parasal tabanın üçte biri<sup>16</sup> için piyasa fiyatları üzerinden değerlendirilmiş A.B.D. doları cinsinden merkezi hükümet borçlanma senetleri tutabilir ancak bu kağıtların miktarı yıllık yüzde 10'dan fazla artış gösterememektedir. BONEX olarak adlandırılan bu senetler Merkez Bankası'na piyasa likiditesindeki kısa dönemli dalgalanmaları pezo ile BONEX arasında değişim yaparak düzenleme imkanı sağlamaktadır. Tüzük Merkez Bankası'nın sözü geçen senetler dışında yeni yükümlülükler edinmesine izin vermemektedir. Bu çerçevede, Banka'nın karşılıklara faiz ödemesi, ticari bankalardaki mevduatı garanti altına alması mümkün olmamaktadır. Bu düzenlemeler ile Merkez Bankası'nın, gerek pezo, gerekse yurtiçi bankalar nezdindeki A.B.D. doları mevduat için, son borç verme mercii rolü büyük ölçüde sınırlanmıştır. Ancak, acil durumlarda Merkez Bankası zor durumda olan bankanın sermayesinin yüzde 100'ü oranında likidite sağlayabilmektedir (World Bank, 1996).

Konvertibilite Planı'nın ikili bir parasal sistemi<sup>17</sup> öngören özelliği nedeniyle piyasa işlemlerinde döviz kullanılması ve yurtiçi finansal sistem

---

<sup>15</sup> Para kurulu ülke parasının ancak belli bir döviz cinsinin sabit bir kur üzerinden alımı karşılığında basıldığı ve dolayısıyla merkez bankasının hükümete ve bankacılık sistemine kredi verme yoluyla para yaratma yetkisinin elinden alındığı bir parasal sözleşmedir. Bu yetkinin kaldırılması bütçe açığının enflasyonist bir şekilde finanse edilmesi ihtimalini ortadan kaldırmaktadır.

<sup>16</sup> Bu oran başlangıçta uluslararası rezervlerin azami yüzde 20'si olarak belirlenmiş, fakat daha sonra yüzde 33.3'e yükseltilmiştir (World Bank 1996, s. 3).

<sup>17</sup> "İkili parasal sistem" ifadesi burada "bi-monetary nature" ifadesinin karşılığı olarak kullanılmıştır.

nezdinde döviz cinsinden likit varlıklar bulundurulması serbesttir. Aslında 1989 yılından itibaren ticari bankalar A.B.D. doları cinsinden mevduat hesabı açabilmekte ve mevduat cüzdanı çıkarabilmektedirler. A.B.D. doları cinsinden mevduatlar için ayrılan karşılıklar yurtdışında tutulmakta ve uluslararası rezervlerin bir parçası olarak kabul edilmemektedir. 1993 yılından itibaren bankalar pezo ya da A.B.D. doları mevduatlar için her iki para birimi cinsinden eşit oranda karşılık ayırabilmektedirler. Bu uygulama ile iki para birimi arasındaki değişim imkanı daha da artırılmıştır.

Meksika krizi sonrasında (10 Ocak 1995) ekonomideki dolarizasyonu artırmak ve Konvertibilite sistemini güçlendirmek amacıyla ek tedbirler alınmıştır. Merkez Bankası bankalara pezo mevduatlar karşılığında sadece A.B.D. doları cinsinden karşılık ayırma zorunluluğu getirmiş ve pezo cinsinden karşılıklardaki azalmanın A.B.D. doları karşılıklar olarak yerine konmasını şart koşmuştur. Dolarizasyonu artırmadaki mantık, döviz kuru rejimine olan güvenin korunması ve sabit kur rejiminden kaynaklı kırılganlıkların azaltılmasıydı. Bu sayede, yatırımcı portföylerinde ülke para birimi cinsinden mevduatlardan döviz mevduatlarına bir kayış yaşanması, bankacılık sistemi toplam mevduatında mutlaka bir düşüş yaşanması anlamına gelmeyecektir.

Arjantin gibi, mevduatlara kısmi karşılık ayrılan, dolarize olmuş bir ekonomide “son borç verme mercii” fonksiyonu farklı bir boyut kazanmaktadır. Bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin bir kısmı A.B.D. doları cinsinden olmasına karşın, Merkez Bankası’nın A.B.D. doları basma yetisi bulunmaması nedeniyle, Banka sistemin son borç verme mercii olamamaktadır. Olası bir kriz halinde bu görevin yerine getirilebilmesi yüksek karşılıkları, ek uluslararası rezervleri veya yabancı bir son borç verme merciiini zorunlu kılmaktadır (Pou, 2000, s.2; World Bank, 1996, s.3-4).

### **3.3.3. Finansal Sistem Reformları**

Finansal sistem reformlarının ardındaki düşünce ekonomiye ve finansal sisteme güven oluşturmaktır. Mali açıdan sağlam bir bankacılık sektörü yaratmak yurtiçi finansal kuruluşlara duyulan güveni artırırken,

devletin olası banka iflasları sebebiyle maruz kalacağı riski azaltacaktır. Bu çerçevede, Finansal Kuruluşlar Yasası Merkez Bankası'na, kanuni yükümlülüklerini yerine getirmeyen ticari bankaların bankacılık lisanslarını iptal etme hakkı tanıyacak şekilde değiştirilmiş, bankacılık sektörünün düzenleme ve denetlemesi gerek yapısal, gerek teknolojik gerekse gözetim-denetim kadrosu açısından reforma tabi tutulmuştur. Kamu bankalarının özelleştirilmesi ve özel bankaların yeniden yapılandırılması da finansal sistem reformunun önemli bir parçasını oluşturmuştur. Sermaye piyasası kuruluşları da, bankalar gibi, iyileştirilen düzenleme ve denetleme mekanizmaları ile daha güçlü hale getirilmişlerdir.

1990'ların ikinci yarısında bankacılık sisteminin konsolidasyonunu ve uluslararası bir yapıya kavuşturulmasını içeren bir dizi finansal sektör reformu gerçekleştirilmiştir. Bu düzenlemeler bankalararası rekabeti artırmanın yanında, gerek tek tek bankaların gerekse tüm bankacılık sisteminin güvenilirliğini artırmıştır. Gerçekleştirilen reformlar içinde en dikkate değer olanları sermaye yeterliliği ve likidite ile ilgili olanlardır. 1991 yılının Eylül ayında yüzde 3 olarak uygulamaya geçirilen sermaye yeterliliği şartı, kademeli olarak yükseltilerek 1995 yılının Ocak ayı itibarıyla yüzde 11.5'a ulaşmıştır (Pou, 2000, s.1). Yüzde 8 olan Basel standartının üzerinde olan bu oran kredi ve piyasa risklerini de karşılayacak şekilde düzenlenmiştir (De La Torre ve diğerleri, 2002, s.23). Zorunlu karşılıklar vadesiz mevduatlar için yüzde 40 ve vadeli mevduatlar için yüzde "0" olarak belirlenmiş; daha sonra bu oranlar sırasıyla yüzde 43 ve yüzde 3'e yükseltilmiştir.

1995 yılında Tekila krizinin etkisiyle yaşanan mevduat çekilişleri 5 ay içinde bankacılık sistemi mevduatında yüzde 18 oranında bir azalışla sonuçlanmıştır. Bu gelişme sistem için bir test olarak nitelendirilmiş ve bankacılık düzenlemelerinin revize edilmesi gerektiği düşüncesi ağır basmıştır. Biri bölge bankalarının özelleştirmesi, diğeri de problemlili bankaların birleşmeleri veya yeniden yapılandırılmaları konusunda destek sağlamak amacıyla iki fon kurulmuştur. Finansal Kuruluşlar Kanunu'nda yapılan değişiklikler ile Merkez Bankası'nın olağanüstü durumlarda finansal kuruluşlara reeskont penceresi açma olanağı artırılmış ve Banka'ya

problemleri bankaları yeniden yapılandırma konusunda geniş yetkiler verilmiştir. Tasarruf sahiplerinin bankacılık sistemine olan güvenini artırmak amacıyla özel zorunlu mevduat sigortası uygulamasına başlanmıştır. 1995 yılının Nisan ayında başlangıç için mudi başına 20,000 A.B.D. doları olan sigorta limiti, zaman içinde 30,000 A.B.D. dolarına yükseltilmiştir (Pou, 2000, s.3).

Gerçekleştirilen bankacılık reformlarının bir parçası da sektördeki banka sayısının azaltılmasıdır.

**TABLO 3.2. ARJANTİN BANKACILIK SİSTEMİ KONSOLİDASYONU**

	1994	1998	2000
Toplam Banka Sayısı	166	104	89
Yabancı Banka Sayısı	31	39	39
Yabancı Banka Aktiflerinin Bankacılık Sistemi Toplam Aktiflerine Oranı (%)	15	55	73
Kamu Bankası Sayısı	32	16	15

Kaynak: De La Torre ve diğerleri, 2002

Yukarıda yer alan tabloda da görüleceği üzere 1994 yılında 166 olan banka sayısı 2000 yılında 89'a inmiştir. Banka sayısındaki azalmanın nedeni banka birleşmeleri yanında kapanan bankalardır. Kamu bankalarının sayısında görülen azalma banka özelleştirmelerini işaret etmektedir. Hükümet Dünya Bankası desteğiyle bölge bankalarının özelleştirilmesi amacıyla bir özelleştirme fonu ve zor durumdaki bankaların sermaye yeterliliğinin sağlanarak yeniden yapılandırılması amacıyla bir sermaye artırımı fonu kurmuştur. Diğer taraftan, yabancı bankaların şube sayıları kadar toplam varlıklarının sektör içindeki payında da gözle görülür bir artış meydana gelmiştir.

Bu sürece bir takım hukuki ve denetleyici düzenlemelerin uygulamaya geçirilmesi eşlik etmiştir.

**Sağlıklı bir gözetim mekanizmasının oluşturulması süreci:** Bu sürecin oluşturulmasında BASIC adı verilen ve uluslararası kabul görmüş CAMELS<sup>18</sup> denetim metodolojisinin Arjantin yaklaşımı ile düzenlenmiş versiyonu baz alınmıştır. BASIC'in içindeki "B" harfi bankaların kendi ihraçlarını

<sup>18</sup> CAMELS sermaye yeterliliği, varlık kalitesi, yönetim, karlılık, likidite ve piyasa riskine duyarlılık başlıklarının kısaltılmışını ifade etmektedir.

gerçekleştirme zorunluluğunu sembolize etmektedir. Söz konusu ihraçlar için yapılan fiyatlamanın banka risklerini daha iyi yansıtacağı düşünülmektedir. “A” harfi, iç ve dış denetimin daha sağlıklı hale getirilmesi için uygulanan programı, “S”, holdinglerin konsolide denetimini, “I” finansal raporlama için daha yüksek standartların getirilmesi, borçlularla ilgili bilgilere kolay erişim imkanının sağlanması, finansal grupların ortaklık yapıları ile ilgili raporlamaların sıkılaştırılması gibi yollarla bilgilerin kalitesi, derinliği, kapsamı ve dağıtımının iyileştirilmesini içeren bir programı ifade etmektedir. Son olarak, “C” harfi ise büyük bankalara getirilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarından yılda bir kez derece alma zorunluluğunu göstermektedir. BASIC uygulanması sonucunda Arjantin’in 1990’ların sonu itibariyle “Etkili Banka Denetimi için Basel Prensipleri”ni sağlar durumda olduğuna inanılmaktaydı.

**Zor durumdaki bankalar için çözümler:** Bankaların kapanması ve ayrıştırılmasını düzenleyen etkin bir sistem ile özel yönetimli kısmi mevduat sigortasını (SEDESA) içeren düzenlemeler sorunlu bankaların sistemden çıkarılmasını sağlamak üzere planlanmıştır. Bu çözümler bankacılık sisteminin konsolidasyonuna büyük ölçüde katkıda bulunmuştur.

1. Bölge/Eyalet Bankalarının Özelleştirilmesi: 1994-1998 yılları arasında 16 bölge bankası başarılı bir şekilde özelleştirilmiştir.

2. Repo Penceresi: Bu teminatlı repo imkanı, sistemde bir son borç verme merciinin eksikliğini telafi etme ve bankacılık sisteminin olası bir likidite krizini sağlıklı bir şekilde atlmasına yardımcı olma amacını taşımaktadır. Bu imkan çerçevesinde Arjantin Merkez Bankası A.B.D. doları cinsinden devlet kağıtlarını bir uluslararası konsorsiyuma geri alım vaadiyle satabilmektedir. Bu uygulama 1999 yılında Dünya Bankası tarafından olası teminat tamamlama çağrılarını (margin calls) karşılayabilecek fonları ayırabilme amacıyla başlatılmıştır. 1990’ların sonu itibariyle bu imkan dahilindeki repo limitleri zaten bankacılık sistemi mevduatlarının yüzde 10’unu karşılamaya yetecek düzeye ulaşmıştır (mevduatların yaklaşık yüzde 20’si için Merkez Bankası veya ticari bankalar nezdinde A.B.D. doları cinsinden ya da dengi likit karşılıklar ayrılmıştır).

**Borç verenlerin haklarına ve şirketlerin temerrüt durumuna dair düzenlemeler içeren hukuki çerçevenin iyileştirilmesi:** 1995 yılında, şirket



fesih ve rehabilitasyonunu düzenleyen hukuki çerçevede önemli gelişmeler sağlayan yeni bir iflas kanunu yürürlüğe girmiştir. 2002 yılının Mart ayında getirilen değişiklikler gözardı edildiğinde, Arjantin'in iflas ve borçlu haklarına ilişkin hukuki yapısı Dünya Bankası tarafından "prensiplerle büyük ölçüde uyumlu" olarak değerlendirilmiştir (Calomiris ve Powell, 2000; De La Torre ve diğerleri, 2002, s. 23-24).

### 3.3.4. Maliye ve Kamu Sektörü Reformları

Arjantin'in 1991 öncesinde ekonomik istikrarı sağlama çabalarının uzun dönemler boyunca başarısız olmasına neden olarak sorumsuz bütçe yönetimi gösterilmektedir. Vergiler yoluyla sağlanan gelirlere fazla harcama yapılmakta, bu yolla süregelen kronikleşmiş açık ise çoğu kez enflasyonist yöntemlerle finanse edilmektedir. Maliye politikası ile ilgili problemlerin çözümünün kamu sektörü ile bağlantısı nedeniyle programın bu iki unsurunu oluşturan reformlar beraber ele alınmıştır.

1989 yılının Temmuz ayında Menem yönetimi iktidara geldiğinde, hiperenflasyon travmatik<sup>19</sup> bir boyuta ulaşmıştır. Yeni yönetim Arjantin ekonomisini sürekli mali açık veren kamu kuruluşları ve yapısal bir enflasyon vergisi bağımlılığı ile birlikte devir almıştır. Ayrıca, kamu sektörü borçları devletin gelir yaratma kapasitesinin çok üstünde görünmektedir. Konvertibilite Planı öncelikle, para basmayı uluslararası rezervlerin miktarı ile sınırlayarak, hükümetin mali açığı, enflasyon yaratarak finanse etme imkanını ortadan kaldırmıştır. Gerçekleştirilen reformlar ise kamu finansmanını iyileştirecek yapısal düzenlemeler getirmiştir.

**Vergiler Yoluyla Gelir Yaratma:** Vergi reformları tüketim ve gelir vergilerinde artırımın yanında ihracatı olumsuz etkilediği düşünülen vergilerin kaldırılmasını içermekteydi. Yeni kanunlar hükümetin vergi kaçakçılığını kontrol etme yeteneğini artırırken, vergi reformlarının da etkisiyle ekonomik büyüme hız kazanmıştır.

---

<sup>19</sup> Söz konusu yılda sadece Temmuz ayı enflasyonu yüzde 200 seviyesinde gerçekleşmiştir. "Travmatik" ifadesi enflasyonun o dönemki boyutunu tam anlamıyla ortaya koymak amacıyla Dünya Bankası Arjantin raporundan alıntı yapılarak kullanılmıştır.

**Kamu Sektörü Reformu:** Kamu maaş ve ücretlerinin devlet bütçesi üzerindeki yükünü azaltmak amacıyla hükümet hantal bürokratik yapıyı küçültecek yasal ve idari düzenlemeler getirmiştir. Ekonomide kamunun payını azaltmayı amaçlayan ve belli başlı kamu teşebbüslerinin özelleştirilmesini öngören kamu sektörü reformunun üç önemli sonucu olmuştur: Kamu teşebbüslerine yönelik sübvansiyonlar azaltılmış ya da kaldırılmış, kuruluşların verimliliğinde ve hizmet şartlarında iyileşme sağlanmış, vergi reformu öncesinde bütçe açığının önemli bir kısmı için kaynak ayrılmıştır.

**Özelleştirme:** Hedef, hızlı bir özelleştirme takvimi çerçevesinde kamu kuruluşlarının bütçe üzerindeki yükünü hafifletmek, söz konusu firmaları daha rekabetçi kılmak, yatırım hacmini ve verimliliğini artırmaktır.

**Bölge Yönetimi Reformları:** Arjantin'de Federal Hükümetin bölge mali yönetimlerinde reform gerçekleştirme yetkisi yasal açıdan sınırlanmış durumdadır. Buna rağmen, Konvertibilite'ye geçiş tarihinden başlayarak, ortak paylaşıma tabi olan federal yönetim gelirlerinin transferinin düzenlenmesi, mali açıdan kötü yönetilen bölgelerin ödüllendirilmesine sebep olan transferlerin en aza indirilmesi, bölgesel kaynak yaratma imkanlarının geliştirilmesi, Merkez Bankası reeskont imkanının kaldırılması, bölge bankalarının özelleştirilmesi gibi bölge mali yönetimlerini iyileştirmeye yönelik bir çok adım atılmıştır. Merkezi hükümet bölgelerin özel sektör borçlanmasından faydalanma imkanını kaldırmış ve bölge bankalarının yurtdışından borçlanmasını da izne tabi kılmıştır.

**Borçların Yeniden Yapılandırılması:** 1 Ocak 1990 tarihinde kısa vadeli (7 günlük) iç borçlanma yükümlülükleri 3.5 milyar A.B.D. doları tutarında 10 yıllık A.B.D. doları cinsinden Hazine tahvilleri (BONEX) ile değiştirilmiştir. Bu değişim, yakın vadede açığın para basılarak finanse edilmesi ihtiyacını ortadan kaldırırken, tasarruf sahiplerini cezalandırıcı ve finansal sisteme olan güveni azaltıcı bir adım olmuştur. 1988 yılının Nisan ayında dış borç ödemelerini durdurduğunu açıklayan Arjantin'in 1992 yılı itibariyle 9.2 milyar A.B.D. doları tutarında ödenmemiş dış borç stoğu bulunmaktadır. Aynı yıl itibariyle kamuya ait toplam dış borç ise 58 milyar

A.B.D. doları olarak gerçekleşmiştir. 1990-91 yıllarında mali göstergelerde yaşanan iyileşmeye dayanarak hükümet ticari bankalarla borç yükünün azaltılması yolunda görüşmelere başlamıştır. 7 Nisan 1993 tarihinde ticari kreditor kuruluşlarla dış borçlar konusunda sözleşme imzalanmıştır. Bu sözleşmeye göre, ödenmemiş dış borçların miktarı sabit kalacak, varolan dış borçlar ilk yıllara denk gelen faiz ödemelerinin azaltılması ve uluslararası faiz oranlarının yükseldiği dönemlerde yapılacak faiz ödemeleri miktarının sınırlı tutulmasını sağlayacak şekilde yeniden yapılandırılacaktır.

**Ticaretin Liberalizasyonu:** Ticaret-sermaye hareketlerindeki kısıtların kaldırılması ve yabancı yatırımcılara yurtiçi yatırımcılarla eşit hakların sağlanması Arjantin ekonomisini ticaret kadar sermaye ve teknoloji akımlarına da açık hale getirmiştir. 1920'lerde ortalama yüzde 35 olan ancak, 40 yılı aşan bir süre boyunca benimsenen ithal ikameci stratejilerin ve korumacı politikaların etkisiyle yüzde 6'lara gerileyen Arjantin ekonomisinin dışa açıklığı<sup>20</sup>, Konvertibilite Planı çerçevesindeki reformlarla yüzde 11 seviyesine yükseltilmiştir. İhracata uygulanan vergiler ve teşviklerin çoğu kaldırılmış, ithal kısıtlamalarının çoğu elimine edilerek gümrük vergileri azaltılmış ve hem portföy yatırımlarına hem de doğrudan yatırımlara giriş-çıkış serbestisi getirilmiştir (World Bank, 1996).

Bundan sonraki bölümde 2001-2002 yıllarında Arjantin'in yaşadığı krizin analizine geçmeden önce krizi hazırlayan sürecin anlaşılabilmesi amacıyla Konvertibilite Programının uygulamaya geçirildiği 1991 yılını takip eden dönem içindeki ekonomik gelişmeler sırasıyla ele alınacaktır.

### **3.4. 1991 Sonrası Ekonominin Gelişimi ve Krize Giden Süreç**

Arjantin ekonomisinin Konvertibilite dönemindeki ekonomik performansını üç ayrı dönemde incelemek faydalı olacaktır: 1991-94 dönemi, Tekila krizi ve sonrası. Hiperenflasyon ve finansal düzensizlik ortamının hakim olduğu dönemi takiben kabul edilen ve temelinde 1 Arjantin pezosunu

---

<sup>20</sup> İhracat ve ithalatın toplamının ülke GSYİH'sine oranı olarak tanımlanmaktadır (World Bank, 1996, s.9).

1 ABD dolarına eşitleyen konvertibilite ile ülke parasının ortadan kalkmış olan tasarruf fonksiyonu yeniden tesis edilmiş ve finansal derinleşme sağlanmıştır. Bunun sonucu olarak banka mevduatları ve kredilerinde hızlı bir artış gözlenmiştir. Calomiris ve Powell (2001) da 1990'lardaki hızlı büyümeyi ve finansal sistemdeki güçlenmeyi Konvertibilite'ye bağlamaktadır. Konvertibilitenin ilk yıllarında Arjantin ekonomisi dış borcun Brady Planı çerçevesinde yeniden yapılandırılması, vergi reformu, özelleştirmeler, sosyal güvenlik reformu ve finansal piyasaların serbestleştirilmesi gibi reformların bir sonucu olarak ve toplam talep ve büyümeyi harekete geçiren yurtdışı sermaye akımlarının etkisiyle gelişim göstermiştir.

1991-94 yıllarında Konvertibilite Programının oldukça önemli başarıları olmuştur. Kamu sektörü reformlarıyla kamu maliyesinde bir ölçüde rahatlama sağlanmış; konvertibilite kanunu ile desteklenen para politikası sayesinde programa olan güven tesis edilmiştir. Bu olumlu gelişmeler sonucunda, 1990 yılında yüzde 1343 olan tüketici fiyatları enflasyonu, 1994 yılında yüzde 3.9 olarak gerçekleşmiştir. Ülke riski algılamalarındaki azalma ve uluslararası finansal ortamdaki iyileşmeye bağlı olarak ekonomik büyümeyi harekete geçiren sermaye girişleri yaşanmaya başlanmıştır. 1991-1994 yılları arasında GSYİH reel olarak yılda ortalama yüzde 7.7 oranında büyümüştür. Planın ilk iki yılında dikkati çeken tüketime bağlı büyüme 1993 ve 1994 yıllarında yerini ihracat ve yatırıma bağlı bir büyümeye bırakmıştır. 1993-94 döneminde ihracat yüzde 14.8, yatırımlar yüzde 19 oranında artış göstermiştir. İhracatın pezdaki yüzde 20 oranında reel değerlenmeye<sup>21</sup> rağmen artması verimlilikteki iyileşmeye bağlanmaktadır (World Bank, 1996, s.11).

1994 yılı itibariyle sabit yatırımların GSYİH'ya oranı 1980'lerin ortasından itibaren en yüksek seviyeye (yüzde 20) ulaşmıştır. Yurtiçi tasarruflar artış göstermekle birlikte 1994 yılı itibariyle 1980'lerdeki seviyesinin altında kalmıştır. Yatırım-Tasarruf açığı ise yabancı sermaye girişleriyle finanse edilmiştir. Ekonomik gelişme refahda da artış yaratmış ancak refahın eşit paylaşımı sağlanamamıştır. Yeniden yapılandırma

çalışmaları sonucunda 300,000 yeni iş yaratıldığı yönünde tahminler yapılmasına karşın, Mayıs 1991-Ekim 1994 döneminde işsizlik yüzde 12.2 oranında artış göstermiştir. Bu artış kamu sektöründeki tasfiyeler ve özel sektördeki yapısal değişiklikler kadar katı işgücü piyasasının varlığına da bağlanmaktadır (Bouzas, 1996, s. 74).

Bouzas (1996), Meksika krizi öncesinde dahi Arjantin ekonomisinde mevcut olan üç temel soruna işaret etmiştir. Bunlardan ilki fiyatlar ile ilgilidir. Yurtiçi talepteki hızlı artış, yurtiçi ve yurtdışı enflasyon arasındaki uyumu geciktirmiştir. Sabit döviz kurunun programın temelinde yatan unsur olması bu dengesizliği daha da artırmıştır. Hükümet üretim maliyetlerini azaltarak ticarete konu olan malların görelî fiyatlarını iyileştirmeye çalışmış ancak, vergilerin kaldırılması ve söz konusu sektörler doğrudan teşvikler sağlanması (ihracat teşvikleri) mali yükü artırıcı bir etki yapmıştır. 1991-94 yılları arasında toplam TÜFE artışı yüzde 58.8 olarak gerçekleşirken, TEFE aynı dönemde sadece yüzde 12.4 oranında artmıştır. 1994'den itibaren bu durumun değişmeye başlaması yeterli olmamış, fiyatların görelî yapısı kaynak dağılımının ticarete konu olmayan malların üretimini destekler şekilde gerçekleşmesine sebep olmuştur.

İkinci olarak, mali disiplin sorunu gelmektedir. 1991-93 dönemi sonunda kamu dengesi sağlanmıştır. Ancak bunun temelinde mali disiplinin sağlanmasından çok, artan vergi gelirleri ve büyük ölçekli özelleştirmeler yatmaktadır. Bölge yönetimlerinin harcamalarını kontrol etme ve sosyal güvenlik sisteminin oluşturduğu yükü ortadan kaldırma konusunda başarı sağlanamamıştır. Arjantin Hükümeti 1992 yılında IMF ile üç yıl için imzalamış olduğu anlaşmayı konulan mali hedeflerin gerçekleştirilememesi ve arz yönlü politikalarından vazgeçme konusundaki isteksiz yaklaşımı nedeniyle Eylül 1994'de sonlandırmış ve yine aynı yıl kamu dengesi açık vermiştir.

Üçüncü sorun ise dış ticaret dengesi ve cari dengede gözlenen kötüleşmedir. 1990 yılında 8.3 milyar A.B.D. doları fazla veren dış ticaret dengesi ithalatın ihracata oranla çok hızlı bir şekilde büyümesi sonucu 1994

---

<sup>21</sup> Arjantin pezosu Konvertibilite rejiminin başladığı tarihten 1994 yıl sonuna kadar reel anlamda yaklaşık yüzde 20 oranında değer kazanmıştır.

yılında 5.8 milyar A.B.D. doları açık vermiştir. Cari açık ise 1994 yılı itibariyle 10 milyar A.B.D. doları olarak gerçekleşmiştir. İthalatta aşırı büyüme ve dış ticaret açığı dış ticaretin serbestleşmesinin, ülke parasının reel olarak değerlendirilmesinin ve yurtiçi talepteki hızlı artışın doğal sonuçları olarak değerlendirilmekte ancak, bunlarla birlikte görülen yurtdışı finansmana aşırı bağımlılık Arjantin'deki dengesizliğin temelinde yatan unsur olarak görülmektedir. Yabancı sermaye girişleri cari açığı finanse etmenin yanında 1989 yılında 4.8 milyar A.B.D. doları olan uluslararası rezerv miktarını 1994 yılı itibariyle 16 milyar A.B.D. dolarına çıkaracak düzeye ulaştırmıştır.

Şubat 1994'ten sonra yükselen A.B.D. faiz oranlarının etkisiyle dış finansman olanakları azalmış ve borçlanma maliyetleri artmıştır. Buna bağlı olarak, 1994 yılı içinde net sermaye girişleri yüzde 36 oranında azalış göstermiştir. Konvertibilite Programı ile sağlanan ekonomik başarının sürdürülebilirliği 1994-95 Meksika krizi sırasında geçici olarak ancak ciddi bir biçimde sorgulanmıştır. Meksika'da yaşanan kriz Arjantin'den sermaye çıkışlarına neden olmuştur. Aralık 1994 - Mayıs 1995 döneminde banka mevduatlarında 8 milyar A.B.D. doları, uluslararası rezervlerde 4.8 milyar A.B.D. doları düşüş yaşanmış ve bu da gerek finansal sistemin, gerekse uygulanan programın varlığını tehlikeye sokmuştur.

Programın sürdürülebilirliğine ilişkin olumsuz beklentilerin kırılabilmesi amacıyla atılan ilk adım ekonomideki dolarizasyonu artırmak olmuştur. Arjantin pezosu cinsinden mevduatlar için ayrılan karşılıklar A.B.D. dolarına çevrilerek, para tabanının üçte biri dolarize edilmiş, bu düzenleme ile hükümet Konvertibilite Planı ve kur rejimine bağlı olduğunu göstermiş, aynı zamanda bankacılık sisteminin döviz kuru riski de önemli ölçüde azaltılmıştır (Bouzas, 1996).

Tekila krizi, Merkez Bankası'nın son borç verme fonksiyonu ile ilgili kısıtlar göz önüne alındığında konvertibilitenin sürdürülebilirliğinin güçlü bir finansal sektörü gerekli kıldığı düşüncesini ortaya koymuştur. Bu düşünceyle Arjantin'i 1998 yılı itibariyle Dünya Bankası tarafından oluşturulan

CAMELOT<sup>22</sup> derecelendirme sistemine göre Singapur-Hong Kong'dan sonra dünyanın en iyi düzenlemeye sahip ikinci bankacılık sistemi yapan bir dizi reform gerçekleştirilmiştir<sup>23</sup>.

1990-97 yılları arasında Arjantin iyi bir büyüme performansı göstermiştir (Tablo 3.3.).

**TABLO 3.3. ARJANTİN'İN TEMEL EKONOMİK GÖSTERGELERİ (1991-2002)**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Reel Büyüme-GSYİH (%)	10.5	10.3	6.3	5.8	-2.8	5.5	8.1	3.8	-3.4	-0.8	-4.4	-11.0
TÜFE (Yıllık % Değişim)	84.0	17.5	7.4	3.9	1.6	0.1	0.3	0.7	-1.8	-0.7	-1.5	41.0
Nominal Döviz Kuru (Yıl sonu peso/dolar)	0.9985	0.9905	0.9985	0.9995	1.0000	0.9995	0.9995	0.9995	0.9995	0.9995	0.9995	3.3200
Ort. Reel Ef. Döviz Kuru Endeksi (1990=100)	140.5	165.5	178.0	169.5	163.2	163.7	176.3	171.2	178.2	185.6	185.7	72.0
Cari İşlemler Dengesi (milyar A.B.D. doları)	-0.4	-6.5	-8.0	-11.0	-5.2	-6.8	-12.2	-14.5	-11.9	-8.8	-4.4	8.6
Uluslararası Rezervler (milyar A.B.D. doları)	6.0	10.0	13.8	14.3	14.3	18.1	22.3	24.8	26.3	25.1	14.6	10.5
İhracat Artışı (%)	-2.1	3.4	8.5	17.8	28.9	13.6	9.0	0.7	-10.5	11.8	-0.6	-8.2
İthalat Artışı (%)	68.3	58.8	30.3	11.3	-4.6	15.8	24.1	3.4	-15.3	0.4	-16.6	-51.8
Faiz Dışı Bütçe Dengesi (milyar peso)	-483	1,043	3,685	2,890	1,156	-1,420	-1,580	2,388	1,413	-2,672	1,709	-2,844
Genel Denge (milyar peso)	-1,190	-1,464	710	-151	-2,607	-6,224	-7,212	-4,396	-6,418	-12,304	-9,781	-15,445
Dış Borç/GSYİH (%)	32.9	27.4	30.5	33.3	38.2	40.3	42.7	47.3	51.0	51.5	52.2	132.6

Kaynak: IMF, 2003

Söz konusu dönem içinde bu olumlu trendi bozan tek gelişme 1995 yılında yaşanan ve yayılma etkisi kısa süreli ancak güçlü bir şekilde Arjantin'de de hissedilen Tekila krizidir. 1995 yılı haricinde gözlemlenen bu iyi performansta, sözü edilen dönem boyunca etkili olan olumlu yurtdışı şartların (dış ticaret hadleri, sermaye hareketlerinin yönü, global büyüme trendi) rolü olduğu düşünülmektedir.

Yüksek büyüme oranlarına ve büyük cari işlemler açıklarına sahip olan Latin Amerika ekonomilerinin temel finansman kaynağını 1990'lı yıllarda yoğun biçimde bölgeye giren sermaye akımları oluşturmaktaydı. Rusya'nın Ağustos 1998'de borçlarını kısmi olarak ödemeyeceğini açıklaması yükselen piyasa ekonomilerinin tümü için bir dönüm noktası oluşturmuştur. Bunun yanında, Rusya ile hiç bir ticari ve mali bağı bulunmayan Latin Amerika ülkelerinde yaşanan ani ve beklenmedik sermaye çıkışları<sup>24</sup> ile büyük cari

<sup>22</sup> CAMELOT derecelendirme sistemi ile ilgili ayrıntılı bilgi Dünya Bankası'nın Arjantin Finansal Sektör Değerlendirme Raporu (1998)'nden edinilebilir.

<sup>23</sup> Tekila krizi sonrasında gerçekleştirilen bu reformlar "Finansal Sistem Reformları" başlığı altında detaylı olarak anlatılmaktadır.

<sup>24</sup> "Sudden Stops" ifadesiyle literatürde yer alan ani ve beklenmedik sermaye çıkışları ülkelerin büyük miktarda uluslararası rezerv kaybı yaşamasına ve kurda reel değer kaybına (ticarete konu olmayan malların göreceli fiyatlarında düşmelere) yol açmaktadır. Bu konuda ayrıntılı bilgi için Calvo ve Reinhart, 1999, Calvo ve diğerleri, 2002.

hesap düzeltmeleri finansal krizleri açıklayan teorilerin sorgulanmasına ve krizlerin yayılma/bulaşıcı etkisinin tartışılmasına sebep olmuştur (Calvo, 1999).

Rusya krizinin yaşandığı 1998 yılında dahi Arjantin ekonomisi büyümeye devam etmiştir. Ancak, 1999 yılında büyük ölçüde Rusya krizine bağlı sermaye çıkışlarının sonucu olarak görülen bölgesel yavaşlama Arjantin'i de etkisi altına almıştır. 1999 yılını takip eden dönem içinde bu ekonomik yavaşlama süreci diğer Latin Amerika ülkelerinde yerini ılımlı bir toparlanma sürecine bırakırken, Arjantin uzun süreli bir resesyona sürüklenmiştir (Perry ve Serven, 2003).

1998 yılında başlayan ve Arjantin krizi için bir başlangıç olarak nitelendirilen sermaye çıkışları Arjantin'de özellikle 1999 Brezilya devalüasyonu sonrasında kalıcı ve şiddetli hale gelmiştir (De La Torre ve diğerleri, 2003).

Perry ve Serven (2003) de çalışmalarında Arjantin'in Rusya krizi sonrasında diğer Latin Amerika ülkelerinden daha az sermaye çıkışı yaşadığını, 1997'nin ve 1998'in Ekim aylarında kura iki spekülasyon saldırısı yaşanan Brezilya'nın spreadlerinin Arjantin'in üzerinde olduğunu ve Arjantin'in cari açığa ilk düzeltmeyi 2000 yılında yaşadığını ortaya koymuşlardır. 1999 yılından sonra diğer bölge ülkeler sermaye girişi alırken, Arjantin en büyük sermaye çıkışlarını ve spread artışlarını 2000 ve 2001 yılında görmüştür. Bu da Arjantin'in 2000 -2001 yıllarında yaşadığı sermaye çıkışlarının bölgesel faktörlerden çok ülkesel faktörlerle olan ilişkisinin daha kuvvetli olduğunu göstermektedir.

De La Rúa yönetiminin görev aldığı 1999 yılı Aralık ayından itibaren Arjantin ekonomisi De La Torre ve diğerleri (2003)'ün kur-büyüme-borç tuzağı (CGD trap) olarak adlandırdığı bir tablo çizmektedir. Tablonun üç ana ögesi aşırı değerli kur, hızını kaybetmiş bir büyüme ve sürdürülebilirliği tartışılan bir borç yüküdür. A.B.D. dolarının Avrupa para birimleri ve diğer yükselen piyasa ekonomilerinin para birimleri karşısında değer kazanması ile



birlikte Arjantin pezosu da Arjantin'in ticaret ortağı olan ülkelerin para birimleri karşısında değerli hale gelmiştir. 2000 yılı sonu itibariyle yüzde 50 seviyesine ulaşan "Borç/GSYİH" oranı diğer Latin Amerika ülkeleri ile karşılaştırıldığında yüksek bir borç yükünü göstermemektedir. Ancak söz konusu tablonun diğer elemanı olan kurla birlikte düşünüldüğünde reel döviz kurundaki aşırı değerlenmenin büyük bir borç yükünü maskeleyiği düşünülmektedir. Sermaye hareketlerinin tersine dönmesi ve ülkenin gelecekteki ödeme yetisinin sorgulanır hale gelmesi Arjantin'in marjinal kaynak maliyetinin<sup>25</sup> yükselmesine neden olmuş ve bu da Arjantin ekonomisinin gelecek yıllardaki büyüme ve gelir yaratma kapasitesine ilişkin olumsuz beklentileri güçlendirmiştir. Borcun sürdürülebilirliğinin şüphe konusu olması kur taahhüdünün<sup>26</sup> de sorgulanmasını beraberinde getirmiştir.

### **3.5. 2001-2002 Arjantin Krizinin Analizi**

#### **3.5.1. Krizin Gelişimi**

Arjantin ekonomisi açıklanmaya çalışılan kırılganlıklarının varlığında ilki 1998'de, ikincisi 1999'da olmak üzere iki büyük dışsal şoka maruz kalmıştır. Bu dışsal şokların 2001-02 krizi üzerindeki etkilerinin Arjantin krizini konu alan çalışmaların tümünde vurgulandığı görülmektedir. Diğer taraftan söz konusu çalışmalar, özellikle 1999 yılını takip eden dönem içinde uygulanan ekonomik politikaların ve yaşanan içsel politik şokların krizi zaten kırılgan olan Arjantin ekonomisi için kaçınılmaz bir son haline getirmede anahtar görevi gördüğünü belirtmişlerdir. Pou (2002), politik şokların kırılgan bir ekonomiyi yatırımcı beklentileri aracılığıyla etkilediğini öne sürmektedir. Bir ülkenin dış borcunu ödeme yetisi ve isteği konusunda piyasada oluşabilecek şüpheler kriz modellerinin temelinde yer alan kendi-kendini besleyen beklentiler prensibi çerçevesinde ekonomiyi iyi dengeden kötü bir dengeye taşıyabilmektedir. Aşağıda yer alan tablo Aralık 1999'dan Nisan

---

<sup>25</sup> Buradaki anlamıyla marjinal kaynak maliyeti "spread" sözcüğü ile ifade edilmekte ve basit anlamda söz konusu ülkenin dış borçlanma araçlarının faizi ile A.B.D. hazine bonosu faizleri arasındaki fark olarak hesaplanmaktadır (De La Torre ve diğerleri, 2003).

<sup>26</sup> Temelinde 1 Arjantin pezosunun 1 A.B.D. dolarına eşitliğini kabul eden Konvertibilite ilkesinin Arjantin için bir kur taahhüdünden daha fazlasını ifade ettiği daha önce vurgulanmıştır.

2002'ye kadar uygulanan politikalar ile politik Şok olarak nitelendirilebilecek olayları kronojik bir sıralamayla özetlemektedir.

**TABLO 3.4. ARJANTİN'DE ÖNEMLİ EKONOMİK GELİŞMELER KRONOLOJİSİ**  
**(ARALIK 1999-NİSAN 2002)**

10 Aralık 1999	De la Rúa Başkan olarak görev alır. Ekonomi durgunlukta, kamu borcu yüksek seviyelerde ve ülke risk primi yüzde 6.10'dur.
1 Ocak 2000	"Impuestazo" adlı vergi paketi yürürlüğe girer. Paket sağlık sigortası ile ulaşım KDV uygulaması yanında tüketim malları vergisinde ve gelir vergisi matrahında artış öngörmektedir. Mali tedbirler büyümede hedeflenen canlanmayı getirmez. Tam tersi durgunluk derinleşir ve borcun sürdürülebilirliği şüphe konusu olur.
Mart 2000	IMF ile 3 yıllık 7.2 milyar A.B.D. dolarlık bir stand-by anlaşması konusunda anlaşmaya varılır. Anlaşma sıkı bir mali disiplin sağlanmasını şart koşmakta ve 2000 yılı için yüzde 3.5'lük bir büyüme kriteri koymaktadır. (2000 yılı büyümesi yüzde 0.5 olarak gerçekleşir.)
Ekim 2000	Başkan yardımcısı Carlos Alvarez istifa eder.
18 Aralık 2000	Arjantin IMF öncülüğünde 40 milyar A.B.D. dolarlık yardım paketi alır. (Katılımcılar Inter-American Development Bank, Dünya Bankası, İspanya ve özel yatırımcılardan oluşmaktadır.)
12 Ocak 2001	Mart 2000'de üzerinde anlaşılan 7 milyar A.B.D. dolarlık kredi 40 milyar A.B.D. dolarlık yardım paketi ile birleştirilir. (Bu anlaşma 2001 yılı için yüzde 2.5'lük büyüme öngörmektedir ancak gerçekleşme yüzde 5 olur.
2-19 Mart 2001	2 Mart'ta ekonomi bakanı Machinea istifa eder. 4 Mart'ta yerine atanan Murphy de Kongre'ye gönderdiği tasarruf paketinin karşılaştığı güçlü muhalefet nedeniyle 19 Mart'ta görevinden ayrılır.
20-21 Mart 2001	20 Mart'ta ekonomi bakanı olarak özel yetkilerle göreve gelen Cavallo, 21 Mart'ta finansal işlemler vergisi uygulamasını ve gümrük tarifelerinde artışı içeren paketi açıklar.
16 Nisan 2001	Cavallo, Konvertibilite Kanunu'nda, A.B.D. doları-euro paritesinin 1:1'e ulaşması halinde pezonun eşit ağırlıkta A.B.D. doları ve eurodan oluşan kur sepetine bağlanmasını öngören değişikliği Kongre'ye sunar. Haziran'da yürürlüğe giren bu değişiklik pezo ile ticaret ortaklarının para birimleri arasında uyum sağlanması amaçlanmaktadır.
25 Nisan 2001	BCRA Başkanı Pedro Pou, Cavallo ve diğer Hükümet üyeleri ile anlaşmazlıklar nedeniyle görevinden istifa eder. Merkez Bankası Başkanı Maccarone olur.
3 Haziran 2001	29.5 milyar A.B.D. dolarlık borç takası (Takas uluslararası piyasalarda ihraç edilen ancak çoğunluğu yurtiçi yerleşiklerin portföyünde bulunan kıymetleri konu almaktaydı. Vadenin uzaması ve 36 ay içinde yapılması gereken borç servisi miktarının azalması ile hükümetin likidite pozisyonu iyileşmiş ancak takası yapılan borcun faizi yükselmiş ve geri ödememe riski artmıştır.)
15 Haziran 2001	Cavallo ikili döviz kuru uygulamasını duyurur. 19 Haziran'dan itibaren geçerli olan uygulama dış ticaret işlemlerinde 50/50 A.B.D. doları-euro döviz kuru sepetinin kullanımını getirirken, finansal işlemler için geçerli olan döviz kurunda değişiklik yapmamıştır. (Temelde Arjantin'in uluslararası rekabet gücünü artırmayı amaçlayan bu uygulama dış ticarete uygulanan kurda yüzde 7'lik bir devalüasyon anlamına gelmektedir ve konvertibilite rejiminin kredibilitesini olumsuz etkiler.
10 Temmuz 2001	Hükümet borçlanma maliyetlerinin aşırı yükselmesi sonucu "sıfır bütçe açığı" planının uygulanacağını açıklar. Sıfır Açık Kanunu 30 Temmuz'da kabul edilir. Arjantin programı uygulamaya geçirmek için IMF destekli program talebinde bulunur ancak A.B.D. Hazine Bakanı Taylor'dan 2001 4.çeyrek itibarıyla sıfır-açık hedefi tutturuluncaya kadar dış yardım sağlanmayacağı açıklaması gelir.
19 Temmuz 2001	Sendikalar yeni bütçe planını protesto etmek amacıyla ulusal greve giderler.
21 Ağustos-7 Eylül 2001	IMF 14 milyar A.B.D. dolarlık stand-by kredisinin 22 milyar A.B.D. dolarına çıkartıldığını açıklar.

26 Ekim 2001	Vergi gelirlerinin bölge bazında dağıtımını sağlamaya yönelik anlaşma bir kez daha sağlanamaz.
28 Ekim 2001	Bakan Cavallo 100 milyar A.B.D. doları tutarındaki iç ve dış borç karşılığında ihraç edilecek yeni tahvillerin teminatının satın alınabilmesi için IMF ve A.B.D. Hazinesi ile kaynak sağlama konusunda müzakerelere başlamıştır.
29 Ekim-1 Kasım 2001	132 milyar A.B.D. dolarlık kamu borcu için borç takası (Yıllık yüzde 7 faizli tahvillerle vergi gelirleri garanti gösterilerek değişim). IMF ve A.B.D. Hazinesi finansal destek için sıfır-açık hedefine bağlı kalınmasını ve vergi paylaşımı konusunda bölgelerle anlaşmaya varılmasını şart koşar. Uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından bu takas fiili olarak borcunu ödeyememe "effective default" olarak değerlendirilir.
19 Kasım 2001	IMF daha önce tanımlanan hedeflerin tutturulması kesinleşmedikçe, Arjantin'e yeni bir ödemede bulunmayacağını açıklar.
30 Kasım 2001	Borç takasının yurtiçi kısmı için 50 milyar A.B.D. dolarını aşan teklif gelir. Gecelik pezo faizleri devalüasyon korkularıyla yüzde 689'lara ulaşır. Banka mevduatlarından çekilişler yaşanır.
1 –14 Aralık 2001	3 Aralık'ta geçerli olmak üzere mevduat çekilişine (the Corralito) ve yurtdışına kaynak transferine kısıtlama getirilir. Bir hafta içinde bir hesaptan çekilecek miktar 250 Arjantin pezosu/A.B.D. dolarıyla sınırlı olacaktır. 5 Aralık'ta IMF Arjantin'e yapacağı 1.3 milyar A.B.D. dolarlık yardımı (mali hedeflerin tutturulmaması nedeniyle) Aralık ayı içinde gerçekleştirmeyeceğini duyurur. Ülke risk primi 40 puanı aşar. 7 Aralık'ta Merkez Bankası, mevduatların sistem içinde kayışını önlemek için yeni mevduata uygulanan zorunlu karşılık oranlarını yükseltir. İşsizlik yüzde 18'e ulaşır. 13 Aralık'ta genel grev, 14 Aralık'ta yağmalamalar başlar.
19 Aralık 2001	Olağanüstü durum ilan edilir. Cavallo da dahil olmak üzere bütün Bakanlar istifa eder.
20 Aralık 2001	Başkan De la Rúa istifa eder. 20 Aralık-1 Ocak tarihleri arasında sırasıyla Puerta, Saa ve Camano geçici Başkan olarak görev alırlar.
23 Aralık 2001	Saa göreve geldiği gün, dış borç ödemelerinin en azından 60 gün için (seçim tarihi olan 3 Mart 2002'ye kadar) durdurulduğunu açıklar.
24 Aralık 2001	Hükümet "argentino" adlı (basımı döviz karşılığı olmayıp sadece hükümet kararına bağlı olan) yeni para biriminin Ocak 2002 itibariyle dolaşıma çıkacağını duyurur.
30 Aralık 2001	Saa istifa eder. Başkanlık görevini devralmak isteyen aday bulunamaz.
2 Ocak 2002	Duhalde Kongre tarafından seçilerek göreve gelir ve para kurulunu resmi olarak fesh ederek, pezonun dalgalanmaya bırakıldığını duyurur.
6 – 9 Ocak 2002	Kamu Olağanüstü Durum Kanunu ve Döviz Kuru Rejimi Reformu kabul edilir. Pezonun belli işlemler için A.B.D. doları karşısında 1.40'a devalüe edilmesi, diğer işlemler için dalgalanmasına karar verilir. A.B.D. doları cinsinden banka mevduatları 1 A.B.D. doları=1.40 pezodan, krediler ise 1 A.B.D. doları=1 pezodan pezoza çevrilir
11 Şubat 2002	Döviz piyasaları yeniden işleme başlar. Pezo A.B.D. doları karşısında değer kaybeder (1 A.B.D. doları = 2 pezo)
25 Mart 2002	1 A.B.D. doları = 4 pezo (Perakende satış fiyatı)
22-25 Nisan 2002	Banka tatili. Ekonomi Bakanı Lenicov 23 Nisan'da istifa eder. 25 Nisan itibariyle mevduatların dondurulmasını mümkün kılacak kanun Kongre'den geçer.

Kaynak: De La Torre ve diğerleri, 2002; Hornbeck, 2002; Powell, 2002; Schuler, 2002.

Arjantin 2000 yılında uluslararası sermaye piyasalarına erişimini büyük ölçüde kaybetmiş, 2001 yılının ikinci çeyreğinde yoğun bir sermaye

çıkışı yaşamış ve mevduat çekilişleri bankacılık sisteminin varlığını tehdit etmeye başlamıştır. Bunun üzerine Aralık 2001'de mevduatlar kısmi olarak dondurulmuştur. Arjantin'in program kriterlerini yerine getirmediğini gören IMF ödemelerini durdurma kararı almıştır. Aralık ayının sonunda uluslararası yükümlülüklerinin bir kısmını ödeyemeyeceğini duyuran Arjantin, bundan bir ay sonra Ocak 2002'de konvertibilite rejiminin resmi olarak son bulunduğunu açıklamıştır. Pezo keskin bir değer kaybı yaşamış ve bankacılık sistemi krize girmiştir. Ekonomi durgunluğa girdiği 1998 yılından 2002 yılına kadar olan dönem içinde yüzde 20 oranında küçülmüş ve söz konusu daralmanın ülke üzerinde büyük ekonomik ve sosyal zararları olmuştur (IMF, 2003).

### **3.5.2. Krizde Etkili Olan Faktörler**

Arjantin 1990'larda yaşanan krizlerden alınan derslerin bir çoğunu uygulamasına rağmen, bazı hataların tekrarı ile yeni hatalar birleşerek ekonomiyi yeni bir krize sürüklemiştir. 1999 yılındaki ekonomik yavaşlamadan Latin Amerika ülkelerinin çoğu hız kazanarak çıkarken Arjantin 4 yıl sürecek bir durgunluğa sürüklenmiştir. Ekonomik stratejinin temellerinde çöküş yaşanmış; döviz kuru çapası uygulaması terk edilmiş, banka mevduatları dondurulmuş ve dış borç ödemeleri geçici olarak askıya alınmıştır.

Arjantin krizinin çok yakın bir geçmişte yaşanmış olması ve Arjantin'le ilgili gelişmelerin hala ilgiyle izleniyor olması Arjantin krizini açıklayan alternatif görüşlerin sahipleri arasında gerek krizin nedenleri gerekse geleceğe dönük öneriler konusundaki tartışmaların oldukça yoğun bir şekilde yaşanmasına sebep olmaktadır (De La Torre ve diğerleri, 2002).

Feldstein (2002a), Arjantin krizinin iki temel nedenini aşırı değerli kur ve yüksek dış borç olarak nitelendirmektedir. Aşırı değerli kur ihracatı azaltıcı, ithalatı artırıcı etki yaparak dış ticaret dengesini bozmuş ve ülkeyi dış borcun faizini ödemek için bile borçlanır hale getirmiştir. 2002 yılı sonlarında Arjantin'in dış borcu, 30 milyar A.B.D. doları 2002'de geri ödenmek üzere, GSYİH'nın yüzde 50'sine ulaşmıştır. Arjantin borcunu döndürebilmek ve borcunun faizini ödeyebilmek için gerekli olan borcu temin edemediğinde

öncelikle temerrüde sürüklenmiş ardından da pezoyu devalüe etmek zorunda kalmıştır.

Konvertibilite programının veya diğer adıyla para kurulu rejiminin çöküşüne ilişkin yaygın bir görüş, sabit döviz kuru ve büyük bütçe açıkları bileşiminin kamu borcunda hızlı bir artışa yol açtığını söylemekte, bu borçların çevrilebilirliğinin endişe konusu olmaya başladığına ve sonunda da Arjantin'in uluslararası kredi piyasalarına erişimini kaybettiğine dikkat çekmektedir. Diğer bir yaygın görüş ise sabit döviz kuru uygulaması ile Arjantin'in önemli ticaret ortaklarının para birimlerinin devalüe olması sonucu kurda oluşan reel dengesizliğin ülkenin öncelikle dış ticaretini ardından da yatırımlarını olumsuz etkilediğinin ve ekonomiyi durgunluğa ve devalüasyona sürüklediğinin üzerinde durmuştur.

Calvo ve diğerleri (2002) ise çalışmalarında Konvertibilite programının çöküşünü farklı bir açıdan yorumlamakta, yukarıda sözü geçen görüşlerin altını çizdiği mali problemleri ve reel kur dengesizliğini kabul etmekle beraber, reel kurdaki dengesizliğin rekabet gücünü etkilemekten çok daha öte bir rol oynadığını savunmaktadırlar. Savlarına göre reel kurdaki dengesizliğin Arjantin'in karşı karşıya kaldığı tüm finansal ve mali problemler ile önemli bir ilişkisi bulunmaktadır. Yazarlar "Sudden Stops, Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability" adındaki çalışmalarında özellikle sermaye girişlerinin ani kesilişinin etkisi üzerinde durmuştur.

Perry ve Serven (2003), krizin ne ölçüde Arjantin ekonomisinin kırılma noktalarına ve hangi ölçüde uygulanan hatalı politikalara bağlanabileceğini araştırmışlardır. Araştırmada Arjantin'in dış şoklardan diğer Latin Amerika ülkelerinden çok daha kötü bir şekilde etkilenmesine sebep olduğu düşünülen kırılma noktaları 3 başlık altında incelenmiştir:

1. Şoklar karşısında sabit kur rejimi altında yapılan deflasyonist ayarlamaların<sup>27</sup> sebep olduğu kırılma noktaları,
2. Kamu borcunun yüksekliğinden kaynaklı mali kırılma noktaları ve

---

<sup>27</sup> Sabit döviz kuru rejimi ve katı nominal ücret/fiyatların varlığı, euro ve Brezilya realindeki değer kaybı ile dış ticaret ve sermaye piyasalarında yaşanan şoklara karşı gecikmiş bir deflasyonist ayarlamayı zorunlu kılmıştır. Bu ayarlama kurda aşırı değerlenmeye ve gittikçe bozulan bir dış varlık pozisyonuna yol açmıştır.

### 3. Bankacılık sisteminin güçlü görüntüsü altındaki kırılmalıklar.

Çalışmada, bu üç faktörden hiçbirinin tek başına etkili olmadığı, ancak birbirleri ile etkileşimlerinin Arjantin ekonomisini ters dış şokların etkisi karşısında çok daha zayıf bir konuma getirdiği vurgulanmaktadır. Perry ve Serven (2003), Calvo ve diğerlerinden (2002) farklı olarak sermaye girişlerindeki ani kesilişin krizin temel sebebi olmadığı, ancak krizde bir ateşleyici görevi gördüğü düşüncesinin altını çizmektedir.

Mussa (2002) "From Triumph to Tragedy" isimli çalışmasında 1997-98 yıllarında ekonomik istikrar ve reformun kusursuz örneği olarak gösterilen Arjantin'i trajediye sürükleyen faktörleri açıklamıştır. Mussa, çalışmasında "Neler olmasaydı ya da yapılmısaydı Arjantin'in başarısı devam edecekti?" sorusuna cevap aramaktadır.

1. Arjantin ekonomisi özellikle işgücü piyasaları açısından daha esnek bir ekonomi olsaydı, Konvertibilite Planının katı prensiplerine daha kolay uyum sağlanması mümkün olabilirdi. Aynı varsayıma dayanarak işsizlik daha düşük, büyüme daha güçlü, bütçe açıkları daha küçük ve yatırımcılarca talep edilen faizler daha düşük olacaktı.

2. A.B.D. doları bu kadar güçlü olmasaydı, Arjantin'in rekabet gücü bu denli olumsuz etkilenmeyecek ve bunun sonucunda güçlü bir büyüme ve güçlü ödemeler dengesi söz konusu olabilecekti.

3. Brezilya'daki döviz kuru rejiminin çöküşü bu kadar olumsuz bir dış şok etkisi yapmamış olsaydı, 1999-2001'de Arjantin durgunluğa girmeyecekti.

4. 1997-1998 yıllarında Programın görevini tamamladığına karar verilerek daha esnek bir kur ve para politikası uygulamasına geçilmiş olsaydı, 1999-2001 yıllarında yaşanan zorlukları başarıyla atlatmak mümkün olabilecekti.

Yukarıda sıralanan iç ve dış faktörlerin Arjantin krizini oluşturmadaki etkisi yadsınamaz. Ancak bunları gözönünde tutarken, asıl problemin kalıcı bir bütçe disiplininin sağlanamamasından kaynaklandığı gerçeği gözden kaçırılmamalıdır.

Bir çok endüstrileşmiş ülkenin yüzde 50 civarındaki “Borç/GSYİH” rasyosu düşünülduğünde, Arjantin’in 1998 yılı itibariyle yüzde 40’ın üzerinde olan “Borç/GSYİH” rasyosu endişe verici görünmemektedir. Ancak bu büyüklükte bir borcun neden büyük bir risk oluşturduğuna dair dayanaklar mevcuttur.

a) Öncelikle akılda tutulması gereken husus, Arjantin’in yüksek “Borç/GSYİH” rasyosuna sahip gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında vergi geliri yaratma konusunda başarısız görünmesidir.

b) Kamu borcunun çoğu yabancı para cinsinden olup, önemli bir kısmı yurtdışında yerleşiklerin elindedir. İhracat girdilerinin bu borcu karşılayamayacak düzeyde olması da bir krizin habercisi olarak nitelendirilmektedir.

c) Borcun fazlalılığı kadar, gelişimi de olumsuz bir tablo çizmektedir. Sürekli ve hızlı artış gösteren bir borç yükü bütçe disiplinsizliğinin işaretidir.

d) Yükselen piyasa ekonomileri ve özellikle Arjantin borcun sürdürülebilirliğini tehlikeye sokacak dış ekonomik şoklara karşı daha kırılgan bir yapıya sahiptir. Örnek vermek gerekirse, Brezilya krizinin Arjantin’in büyümesi üzerindeki olumsuz etkisi büyük olmuştur. Reel GSYİH 1998-2000 yılları arasında yüzde 4 oranında küçülmüş; “Borç/GSYİH” oranı da buna bağlı olarak yüzde 41’den yüzde 50’ye yükselmiştir.

e) Aynı şekilde Arjantin’in de içinde bulunduğu yükselen piyasa ekonomileri finansal piyasalardaki beklenti değişimlerine karşı daha kırılgandır.

Tekila krizinin etkisini gösterdiği 1995 yılı hariç, düşük enflasyon-güçlü büyüme şartlarıyla tanımlanan 1993 yılından durgunluk yıllarına kadar olan dönemde dahi yüzde 12’lik bir artış gösteren “Borç/GSYİH” oranı Arjantin’in kronik problemi olarak görülen bütçe disiplinsizliğinin ciddiyetini ortaya koymaktadır. IMF’in en çok önem verdiği rakam olan “Bütçe Dengesi/GSYİH” rasyosu çok olumsuz görünmemekle birlikte, Arjantin’in bütçe problemlerinin çoğu bölgelerin sorumsuz harcamalarından kaynaklanmaktadır. Harcama insiyatifine sahip olan bölgelerin ihtiyaç



duyduğu gelirlerin ve borç ödemelerinin sorumluluğu Merkezi Hükümete aittir. Bu sistem bozukluğunu konsolide rakamlar ortaya koymaktadır.

Schuler (2002), Arjantin krizini açıklamaya yönelik geleneksel görüşü tanımlamış ve bu görüşe karşı çıkmıştır. Söz konusu görüşe göre, Arjantin'in Konvertibilite olarak adlandırılan parasal sistemi bir para kuruludur ve bu sistem çerçevesinde Arjantin pezosu/A.B.D. doları kurunun "1"e eşitlenmesi pezoyu aşırı değerli hale getirmiştir. Bunun sonucunda Arjantin ihracatı zarar görmüş ve bu da durgunluğu beraberinde getirerek, borcun sürdürülebilirliğini tehlikeye sokmuştur. Bu görüşe göre durgunluğa son vermenin yolu döviz kurunun dalgalanmaya bırakılmasından geçmektedir. Kurun dalgalanmaya bırakılmasının pezonun ciddi değer kaybı ile sonuçlanacağını düşünen çoğunluğun tasarruflarını bankalar nezdindeki döviz tevdiat hesaplarında değerlendirdiği gerçeği konvansiyonel görüş sahiplerini yabancı para hesapların zorunlu olarak pezo'ya çevrilmesini (pesofication) savunur hale getirmiştir. Schuler'e göre krizin temel nedeni, konvansiyonel görüşün vurguladığı gibi para kurulu sistemi değil, başarısız kamu finansmanıdır. Schuler (2002) ve Mussa (2002), genel anlamda dış borcun değil, özellikle kamu borcunun büyüklüğüne dikkat çekmektedir. Schuler (2002) ve Hanke (2002), yaygın görüşün aksine Arjantin'in içine düştüğü durumun sorumluluğunu "para kurulu benzeri sistem"<sup>28</sup> yerine özellikle 1999 yılı sonrasında uygulanan yanlış politikalara yüklemektedirler.

De La Torre ve diğerleri (2002) para kurulu ile finansal sistem veya başka bir ifadeyle para ve bankacılık arasındaki ilişkinin anlaşılmasının, krizi anlamak açısından kritik olduğunu öne sürmektedirler.

1991 yılında pezonun ABD dolarına para kurulu uygulaması aracılığıyla bağlanması Arjantin'de hızlı bir finansal derinleşme sürecini başlatmıştır. 1995'te yaşanan Meksika krizi, Merkez Bankası'nın son borç verme mercii görevini para kurulu uygulaması nedeniyle tam olarak yerine getiremediği Arjantin'de, daha güçlü sermaye yapısı ve likidite pozisyonuna sahip bir bankacılık sisteminin gerekliliğini ortaya koymuştur. Bu çerçevede,

---

<sup>28</sup> Schuler ve Hanke Arjantin'in uyguladığı sistemi "para kurulu benzeri sistem" olarak nitelendirmekte ve ortodoks bir para kurulundan farklılaştığı noktaları çalışmalarında açıklamaktadırlar. Bkz. Schuler (2002), Hanke (2002)

Arjantin bankacılık sistemi reformlarını hızlı ve etkili bir şekilde uygulamaya koymuştur. Gerçekleştirilen reformlar sayesinde Arjantin bankacılık sistemi tüm dünya tarafından takdir gören uluslararası özelliğe sahip, dayanıklı bir sistem olarak değerlendirilmeye başlanmıştır.

Bununla beraber, araştırmacılara göre Arjantin bankacılığının şoklara karşı dayanma kapasitesini azaltan bazı gizli zayıflıkları mevcuttu. Arjantin Merkez Bankası Başkanı Pedro Pou (2000) da Arjantin'in gerçekleştirmiş olduğu yapısal reformları anlattığı yazısında, sağlam bir finansal sistemin temelini oluşturulması konusunda oldukça başarılı adımlar atılmış olmasına karşın, birtakım problemler noktalardan kaldığının altını çizmiştir. Arjantin'in ülke riskinin yüksek ve değişken olmaya devam etmesi endişe vericidir. Finansal sektör büyümesinin üretimdeki büyümeden daha yüksek olma beklentisi, sistemin istikrarının korunması için çaba ve dikkat gösterilmesi gerektiğine işaret etmektedir.

Powell (2002), Arjantin bankacılık sistemini büyük şoklara karşı dahi dayanıklı kıldığı söylenen bankacılık düzenlemeleri için emniyet kemeri benzetmesi yaparak, hızlı çarpışmalara karşı koruyucu olduğunu ancak uçurumdan yuvarlanan bir araç için fonksiyonsuz kaldığını belirterek, bankacılık sisteminin kırılabilirliği görüşünün aksine içinde bulunan makroekonomik durumun bankacılık sisteminde yaşananların sorumlusu olduğunu ve istikrarsızlığın temelinde bankacılık sisteminin yatmadığını savunmuştur. Krizin temelinde 4 faktör mevcuttur. İlk ikisi sürdürülemez hale gelen mali durum ve cari işlemler açığı, üçüncüsü politik riskler ve dördüncüsü de ilk üç faktör arasındaki ilişkinin niteliğini belirleyen çoklu dengeler prensibidir.

Krueger (2004), yükselen ülke ekonomilerinin tecrübelerini değerlendirdiği bir konuşmada, Konvertibilite Programının uygulaması sırasında Arjantin'in herkes tarafından etkileyici olarak görülen ekonomik performansının arkasında var olmaya devam eden önemli yapısal zayıflıklara işaret etmiştir:

1. Özel sermaye girişleri artan bir şekilde devlet harcamalarını finanse eder hale gelmiş ve maliye yönetimi kısa vadeli sermaye girişlerine

bağımlılığı önleme konusunda zayıf kalmıştır. Bütçe dışı harcamalar engellenememiş ve bu da devlet için yılda ortalama GSYİH'nın yüzde 3'ü oranında yeni borçlanma ihtiyacı yaratmıştır. Büyüme performansının iyi olduğu dönemlerde daha zor bir ekonomik döneme hazırlık olması açısından bir mali emniyet marjı bırakılması ihmal edilmiştir.

2. Ekonominin büyüme potansiyeli üzerinde aşırı iyimser tahminler yapılması mali disiplini daha da bozucu bir etki yapmıştır.

3. Devlet yönetiminin bölgeselleşmiş yapısı, bölgelerin gelirlerini artırma ya da harcamalarını kısma yolunda gösterdikleri çabanın azlığı nedeniyle Arjantin'de mali disiplinin sağlanmasını daha da güçleştirmiştir. Mali yapıdaki bu önemli zayıflık giderilememiştir.

4. İhracatta ithalattaki artış düzeyinde bir büyüme sağlanamamış, borçların ihracata oranı rahatsız edici bir seviyeye yükselmiştir (1998 ve 1999 yıllarında sırasıyla yüzde 455 ve yüzde 530).

5. Kriz öncesinde Latin Amerika'nın en sağlam bankacılık sistemi olarak nitelendirilen Arjantin 1990'larda gerçekleştirdiği reformlarla finansal derinleşme ve bankacılık sistemini güçlendirme konusunda başarılı adımlar atmış olsa da, bankalar düşük karlılık düzeyleri ve yoğun finansal varlık dolarizasyonuna bağlı olarak devalüasyon olması durumunda yüksek kredi riski taşımaktaydılar.

6. 1990'ların ortasında yapısal reformların hızı azalmış ve bazı kazanımlar da geri çevrilmiştir. Katı kurallara son derece bağlı ve işçilere aşırı koruma sağlayan işgücü piyasasını daha esnek hale getirme çabaları başarısız olmuş ve yükselen işsizlik seviyesi (1994'de yüzde 12) ve 1990'ların ikinci yarısında sıfırlanan verimlilik artışı ile bu konu Arjantin'in sahip olduğu en önemli zayıflıklardan biri olarak kalmıştır.

7. 1990'lar boyunca yarı-para kurulu şeklinde çalışan sabit döviz kuru sisteminin başarılı işleyebilmesi için uygulanan bütçe kontrolü yetersiz kalmıştır.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### MEKSİKA, ARJANTİN VE TÜRKİYE KRİZLERİNDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLERİN KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

Çalışmanın bu bölümünde Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 krizlerinde etkili olduğu düşünülen faktörler ülke bazında karşılaştırmalı bir biçimde incelenecektir. Benzerlikler ve farklı olan noktalar ortaya koyularak, Türkiye'nin 2000-2001 yıllarında yaşadığı krizin oluşmasında bu faktörlerin varlığı ve rolü araştırılacaktır.

#### 4.1. Sabit Döviz Kuru Politikası

Finansal liberalizasyonun sağlandığı ve sermayenin serbestçe hareket edebildiği ekonomiler için sabit döviz kuru politikaları krizlerin temelini oluşturan kırılmalardan biri olarak görülmektedir. Krizleri açıklamaya yönelik çalışmalar birinci-nesil modellerden<sup>29</sup> başlayarak döviz kurunu hedef alan spekülasyon saldırılarına ve döviz kuru rejimlerinin tutarsız politikalar ile bileşiminin tehlikesine işaret etmektedir. Sachs ve diğerleri (1995) ile Krugman (1997) sabit döviz kuru altında para arzını ödemeler dengesi dinamiklerinin belirlediği ve sabit döviz kuru rejiminin sürdürülebilirliğinin yurtiçi kredi hacminin sınırlı tutulmasına bağlı olduğunu vurgulamışlardır. Sabit döviz kuru rejimlerinin oluşturduğu kırılmalıklar ve sabit kurdan çıkışın zorluğu 1990'larda yaşanan kötü tecrübelerle<sup>30</sup> öğrenilmiştir. Döviz kuruna dayalı istikrar programı uygulamasında başarılı olarak, kriz yaşamadan daha esnek bir döviz kuru rejimine geçiş yapan ülke örneği azdır<sup>31</sup> ve global ekonomik koşulların söz konusu dönemlerde bu ülkelerin lehinde olduğu düşünülmektedir. Örneklerin bir çoğunda sabit

---

<sup>29</sup> Çalışmanın ilk bölümünde kriz modelleri literatürü üzerinde detaylı olarak durulmaktadır.

<sup>30</sup> Meksika 1994, Tayland, Endonezya, Güney Afrika 1997, Rusya ve Brezilya 1998, Arjantin ve Türkiye 2000-2001 sabit kur ve kriz ilişkisinin son dönemdeki örnekleri olarak verilmektedir (Fischer, 2001).

<sup>31</sup> İsrail ve Polonya sabit kurdan başarılı çıkışın iki örneği olarak gösterilmektedir. Eichengreen ve Masson (1998) sabit kurdan çıkış tecrübelerini anlatmaktadır.

kurdan daha esnek bir kura geçişin politik kredibilitiyi zedeleyebileceği, sermaye çıkışına sebep olabileceği ve durgunlukla sonuçlanacağı endişesiyle sabit kura bağlı kalınmakta sabit kurun uzun süreli uygulanması ise finansal sistem kırılmalıklarını beraberinde getirmektedir.

**Meksika:** Kronik enflasyonun etkisi altında uzun yıllar geçirdikten sonra enflasyonu düşürmek ve sürdürülebilir bir büyümeyi yakalamak amacıyla Meksika 1988 yılından başlayarak, Arjantin ise 1991 yılı itibariyle istikrar programları uygulamaya başlamıştır.

Meksika'nın uyguladığı anti-enflasyonist reform programı sıkı maliye ve para politikaları ile desteklenen önceden belirlenmiş bir nominal döviz kuru çapasına dayanmaktaydı. Mart-Aralık 1988 döneminde pezo A.B.D. dolarına sabitlenmiş; takip eden dönem içinde döviz kurunda önceden ilan edilen oranlarda artış öngörülüyüştü (Ek 1.1.). 1991 yılının Kasım ayından başlayarak tavanı zaman içinde yine önceden belirlenen oranlarda artış gösteren döviz kuru bandının uygulamasına geçilmiştir.<sup>32</sup> Meksika, Merkez Bankası'nın döviz piyasasına müdahale ettiğı ve sermaye girişlerinin devlet iç borçlanma araçlarıyla kısmen sterilize edildiğı bir para politikasını benimsemişti. Amaç para tabanı büyümesinin nominal gelir artışı ve enflasyon hedefiyle tutarlı bir çizgi izlemesiydi (Savastano ve diğerleri,1995). Meksika krizinin nedenlerini anlamaya yönelik bir çok çalışma sabit döviz kuru rejiminden kaynaklı kırılmalıklara işaret etmiştir. Birleşilen nokta, Meksika gibi sermaye hareketlerinin serbest olduğı bir ülkede, döviz kuruna dayalı bir istikrar programı uygulanmasının aşırı değerli reel kur ve cari açıktan oluşan sürdürülemez bir dış pozisyonu beraberinde getirdiğidir.

**Arjantin:** Arjantin, Mart 1991'de temelini tam anlamıyla konvertibl bir sabit kur rejiminin oluşturduğı yeni bir parasal sistemi benimsemiştir. Konvertibilite Kanunu ile çerçevesi çizilen bu sistem Merkez Bankası'nı bir "para kurulu"na dönüştürerek, para tabanı artışını uluslararası rezervlerin miktarı ile sınırlamaktadır. 10 yılı aşan bir süre boyunca ders kitaplarında yer alan katılıkta bir döviz kuru rejimi izleyen Arjantin'in yaşadığı kriz hakkındaki

---

<sup>32</sup> Meksika'nın Pacto dönemine ait sabit döviz kuru uygulamaları kronolojisi çalışmanın Meksika krizini konu alan ikinci bölümünde yer almaktadır.

tartışmalar fiyat ve ücret esnekliğinin bulunmadığı bir ülkede Konvertibilite Rejiminin bir parasal sistem tercihi olarak doğruluğu üzerinde yoğunlaşmaktadır. Çalışmaların üzerinde birleştiği görüşlerden biri ülke parasını 1-1 oranında A.B.D. dolarına sabitleyen para kurulu uygulamasının Arjantin'in dış ticaret kompozisyonu ile tutarsız olduğu ve ekonominin dış şoklar karşısında varolan kırılganlığını daha da artırdığı yönündedir.

Arjantin'deki Konvertibilite Rejimi uygulamasının Optimal Kur Alanları<sup>33</sup> (Optimal Currency Areas) teorisinin geri dönülemez döviz kuru rejimleri için koyduğu şartların hiçbirini yerine getirmediği görülmektedir. Teori geri dönülemez bir döviz kuru rejiminin, uygulayacak olan ülke için faydalı olmasını belli şartlara bağlamaktadır:

1. Politika uygulayıcısı olan ülkenin, parasını çapa olarak aldığı ülke ile güçlü ticaret bağının bulunması,
2. Söz konusu iki ülkenin ters yönlü para politikası uygulamalarını gerektirecek ciddi asimetrik şoklara maruz kalmamaları,
3. Asimetrik şokların söz konusu olması halinde, uygulayıcı ülkenin reel şoklara karşı uyum için gerekli olan nominal fiyat ve ücret esnekliğine sahip olması ya da parası çapa olarak kabul edilen ülke ile aralarında bir mali transfer sistemi/sınırsız emek hareketliliği bulunması.

A.B.D. ile olan ticaret Arjantin'in dış ticaretinin sadece yüzde 14'ünü (Ek 1.2.), GSYİH'sının ise yüzde 3'ünü oluşturmaktaydı. Arjantin ekonomisi reel şoklara karşı uyumu sağlamak için gerekli olan fiyat ve ücret esnekliğine sahip değildi. Bu noktada, Arjantin'de kur rejimi tercihi yapılırken Optimal Kur Alanları teorisinin ortaya koyduğu unsurların dikkate alınmadığı, uzun dönemler boyunca akut parasal istikrarsızlığın hüküm sürdüğü ülkede pezoyu güvenilir bir para birimi haline getirmenin amaçlandığı ve yerli yatırımcıların A.B.D. doları cinsinden yatırım araçları yönündeki tercihlerinin ön plana alındığı düşünülmektedir (Perry ve Serven, 2003).

Nitekim, 1990'ların ikinci yarısındaki A.B.D. dolarının yükselişi ve Brezilya realinin devalüasyonu rekabet gücü problemlerini beraberinde

---

<sup>33</sup> Optimal Kur Alanları için Bkz. Alesina ve diğerleri, (2002).

getirmiş, 2001 yılında rekabet gücünü artırmaya yönelik olarak kurda alınan esnekleştirme tedbirleri ise rekabet sorununu çözmekten çok güveni zedeleyici bir adım olmuştur (Eichengreen, 2001, s.11).

**Türkiye:** Meksika ve Arjantin örneklerinde olduğu gibi, Türkiye'nin 2000 yılında istikrarı sağlamak üzere uygulamaya koyduğu programın temelinde de döviz kurunu nominal çapa olarak kullanarak enflasyonist beklentileri kontrol etmek yatmaktaydı. Bu amaçla program ilk 18 aylık sürede yıl sonu enflasyon hedefiyle tutarlı bir biçimde tespit edilen döviz kuru sepetinin (1 A.B.D. doları + 0.77 euro) artış oranının önceden belirlenen bir takvim çerçevesinde günlük olarak açıklanmasını (crawling peg), programın diğer yarısını oluşturan ve 1 Temmuz 2001'de başlayacak ikinci 18 aylık sürede ise döviz kuru sepetinin, artış oranı önceden ilan edilen merkezi parite etrafında, 6 aylık dönemler için önceden ilan edilen oranlarda simetrik ve kademeli olarak genişleyen bir bant içinde dalgalanmasını (crawling band) öngörmekteydi. Bu çerçevede, 2002 yılı sonu itibariyle yüzde 5-7 enflasyon oranına ulaşılması ve bantın genişliğinin yüzde 22.5'a çıkarılması hedeflenmiştir (IMF Niyet Mektubu, 1999).

IMF destekli kura dayalı istikrar programları içinde 2000-2002 Türkiye programı, özellikle de Arjantin'in katı Konvertibilite Kanunu ve para kurulu uygulaması ile karşılaştırıldığında daha esnek ve yumuşak bir örnek ortaya koymaktadır (Alper ve Öniş, 2002). Para arzı artışını yabancı sermaye girişinin miktarı ile kesin bir biçimde sınırlayan ve merkez bankasına yurtiçi kredi yaratma yetkisi vermeyen para kurulu sisteminden farklı olarak Türkiye programında Merkez Bankası'nın gerçekleştireceği yurtiçi kredi yaratma kapasitesine üç aylık dönemler için belirlenen (net iç varlıklar tavanı performans kriteri) sınırlamalar getirilmiştir.

Türkiye'nin uyguladığı istikrar programının, döviz kurunu çapa olarak alan diğer örneklerden bir başka farklı yanı ise (Dornbusch,1997; Eichengreen ve diğerleri, 1998 gibi çalışmaların da önerdiği şekilde) sabit kurdan çıkışı kademeli olarak sağlayacak bir stratejiyi bünyesinde barındırmasıydı. 9 Aralık 1999 tarihli niyet mektubunda da açıkça altı çizildiği üzere, içerdikleri ileriye dönük taahhütlerle enflasyonu düşürmede başarı

sağladıkları düşünölen sabit kur politikaları uzun süreli olarak uygulandıklarında bir çok yükselen piyasa ekonomisinde yaşanan türden gereksiz yapısal katılıklara yol açabilmektedir. Buna dayanarak programın başlangıcından 18 ay sonra, Temmuz 2001'de başlayacak ve Aralık 2002 itibariyle esnek döviz kuru politikasına geçişi sağlayacak önceden ilan edilen oranlarda kademeli olarak genişlemesi planlanan bir bandın uygulamaya geçirileceği duyurulmuştur. Ancak, Türkiye daha esnek bir döviz kuru politikasına geçişin planlandığı tarihten beş ay önce, Şubat 2001'de döviz kurunu dalgalanmaya bırakmak durumunda kalmıştır.

2001 yılında Türkiye krizini konu alan bir NBER (National Bureau Of Economic Research) toplantısında krizde rol alan diğer faktörlerin yanında kura dayalı istikrar programının içerdiği riskler ve yarattığı kırılmalıklar üzerinde durulmuş; Türkiye krizinin yaratıcı bir şekilde düzenlenmiş ancak riskler içeren bir programın sonucu olduğu görüşü büyük ölçüde paylaşılmıştır. Örneğin Atkinson (NBER, 2001)'a göre, 2000 programı kurun belli bir oranda dönemsel artışını öngören bir para kurulu simülasyonu biçiminde işlemekteydi. Oysa, para kurulu prensipleri para politikasının tam anlamıyla Türk lirasına olan yabancı talebi tarafından belirlenmesini gerektirmekteydi. Sonuç olarak, para politikası uygulayıcılarının ellerini bağlamak hedeflenen kredibilite artışını getirmemiş, faiz oranları yükselmeye başlamış ve Türk lirası reel olarak aşırı değerli hale gelmiştir.

Türkiye'de yaşanan krizin "soft-peg" olarak ifade edilen ara döviz kuru rejimlerinin sürdürülebilir olmadığını savunan uçlar hipotezi (bipolar view)'ni doğrular nitelikte olup olmadığı da tartışma konusu olmuştur<sup>34</sup>. İstikrar programının düzenlenmesi aşamasında ilk olarak para kurulu seçeneği gündeme gelmiş, ancak bankacılık sistemi bünyesindeki kırılmalıklar gözönüne alınarak orta katılıklı bir döviz kuru rejimi Türkiye için daha uygun bulunmuştur (NBER, 2001).

---

<sup>34</sup> Para kurulu rejimi ve başka bir ülkenin para birimini benimsemek hard peg olarak, yönetimli ve serbest dalgalanan kur floating olarak adlandırılırken bu iki ucun arasında kalan döviz kuru sistemleri, sabit kur, sürünen pariteler, sabit ve değişken döviz kuru bantları, soft peg olarak adlandırılmaktadır. Uçlar hipotezi (Bipolar view) sermaye hareketlerine açık ülkelerde söz konusu ara rejimlerin sürdürülebilir olmadığını söylemektedir. Fischer (2001), çalışmasında uçlar görüşünün geçerliliğini detaylı biçimde irdelemektedir.



Bir başka tartışılmalı konu ise önceden ilan edilmiş bir çıkış tarihinin varlığının zaten zayıflıklar içeren bu yarı-katı rejimin sürdürülebilirliğini olumsuz etkileyip etkilemediği yönündedir. Başlangıçta programın olumlu bir özelliği ve programın kredibilitesini artırıcı bir unsur olarak kabul edilmekle birlikte çıkış stratejisinin varlığının kriz sırasında programın sürdürülebileceğine dair beklentileri olumlu etkilediğine dair bir gösterge bulunmamaktadır. Akyüz ve Boratav (2002) da programın güçlü yanı olarak görünen bu çıkış stratejisinin ters etki yaparak devalüasyon beklentilerini desteklediği ve istikrar programı uygulayan diğer örneklerin aksine enflasyon kontrol altına alınamadan krizin patlak verdiği görüşündedir. Başka bir görüşe göre ise kurun dalgalanmaya bırakıldığı ve Türk lirasının fiilen devalüe olduğu tarihin planlanan çıkış tarihine olan uzaklığı olumsuz bir etkinin varolması olasılığını azaltmaktadır (NBER, 2001).

#### **4.2. Reel Döviz Kuru Değerlenmesi**

**Meksika:** Dornbusch ve Werner (1994), Sachs ve diğerleri (1996) ve Ades ve Kaune (1997) gibi çalışmalar Meksika pezosundaki reel değerlenmeyi dış pozisyonun sürdürülebilirliği ile çelişen bir unsur olarak nitelendirmektedirler. 1988 ve 1994 yılları arasında reel döviz kuru değerlenmesi sonucu ihracat ithalata oranla daha yavaş büyümüş ve etkin olmayan kaynak dağılımı 1994 yılında yaşanan olumsuz şokların da etkisiyle Meksika ekonomisini krize sürüklemiştir (Krueger ve Tornell, 1999).

Kriz öncesi dönemde, Meksika'da kurun aşırı değerli olup olmadığı tartışma konusu olmuştur. Meksika 1980'li yılların sonlarından itibaren uyguladığı istikrar programının ve 1993 yılında gerçekleşen NAFTA üyeliğinin etkisiyle yoğun sermaye akımına maruz kalmış ve ülkeye giren büyük miktarda sermaye ülke para biriminin reel olarak değerlenmesini beraberinde getirmiştir. Meksikalı yetkililere göre bu değerlenme gerçekleşmesi beklenen bir olgudur. Eğer bir ülke yatırım amacıyla yurtdışından sermaye transfer ediyorsa ve gerçekleştirdiği reformlarla yeni yatırım olanakları sunuyorsa, reel değerlenme kaçınılmazdır. Ülkenin kredi notunda süregelen yükseliş kadar, uluslararası sermaye piyasalarından borçlanma maliyetlerindeki

düşüş<sup>35</sup> de bu görüşü destekler niteliktedir. Ortiz (1994), kurdaki değerlenmenin herhangi bir düzeltmeyi gerektirmediğinin, denge reel kur hesaplamalarındaki farklılıktan kaynaklandığının altını çizmiş, pezonun değerlenme sürecinin Meksika'nın yürütmekte olduğu reform sürecinin doğal bir sonucu olduğunu savunmuştur. Oysa kurdaki reel değerlenmeyi açıklamakta kullanılan ve aslında kırılğan bir niteliğe sahip olan sermaye girişleri sadece yatırımları değil, yüksek miktarda tüketimi ve ara mal ithalatını da finanse etmektedir (Dornbusch ve Werner, 1994).

Ek 1.3., 1980 yılını baz yılı<sup>36</sup> olarak ve A.B.D. - Meksika<sup>37</sup> görelî toptan eşya fiyat seviyelerini kullanarak hesaplanan reel döviz kuru endeksini göstermektedir. Buna göre, 1987 yılından başlayarak kesintisiz bir şekilde Meksika pezosunun reel olarak değerlendirildiğini söylemek mümkündür. Değerlenmenin büyük bir kısmı programa başlanmasının hemen ardından gerçekleşmiştir. 1992 senesinde reel kur, 1982 yılı krizi öncesindeki aşırı değerli seviyesinin dahi üzerine çıkmış görünmektedir. Değerlenmenin bir kısmı gerçekleştirilen reformlar ve sermaye piyasalarına erişim imkanının sağlanmasıyla açıklanmaya çalışılsa da, bu faktörler en eski seviyesinin üzerinde gerçekleşen bir reel kuru açıklamaya yetmemektedir.

3 aylık enflasyonun yüzde 50 düzeyinde gerçekleştiği Aralık 1987 tarihinde yapılan nominal döviz kuru sabitlemesinin enflasyon oranları ve reel döviz kuru üzerinde etkisini inceleyerek de aynı sonuca ulaşmak mümkündür (Ek 2.1. ve Ek 2.2.). Nominal döviz kuru sabitlemesi 1988 yılı içinde hızlı ve büyük miktarda bir dezenflasyona yol açmış ve bir yıl içinde enflasyon düşürülmüştür. Ancak yine programın ilk yılı içinde kurda gerçekleşen büyük reel değerlendirme, kuru sabitlemenin bedeli olarak ekonomide var olmaya devam etmiştir.

**Arjantin:** Arjantin örneğinde reel efektif döviz kuru 1990'larda gözle görülür bir değerlendirme kaydetmiştir (Ek 1.4.). Reel değerlendirmenin önemli bir

---

<sup>35</sup> NAFTA anlaşmasının etkisiyle 1993 yılının Eylül – Aralık ayları arasında borçlanma maliyetlerinde 150 baz puanlık düşüş yaşanmıştır.

<sup>36</sup> Reel kur hesaplamalarında gerek genel anlamda gerekse Meksika örneğinde hangi yılın baz yıl olarak alınması gerektiği konusunda uzlaşma bulunmamaktadır. 1982 (borç krizi) ve 1986 (devalüasyon) yılları kurda büyük değişimleri gösterdiğinden Dornbusch ve Werner (1994) tarafından baz yıl olarak alınmamıştır.

<sup>37</sup> Meksika'nın dış ticaretinin yüzde 70'ini A.B.D. ile yaptığı ticaret oluşturmaktadır (Sachs ve diğerleri, 1995, s.5).

bölümü 1994'e kadar olan dönemde yaşanmış, 1994-1996 yıllarında kur reel olarak değer kaybetmiş ve 1997 yılında 2001 yılında zirveye ulaşan yeni bir değerlendirme süreci başlamıştır<sup>38</sup>. Reel kurda değerlendirme her durumda düzeltme gerektiren bir ekonomik dengesizlik belirtisi olarak nitelendirilmemektedir. 1990'ların ilk yarısında Arjantin pezosunun reel değerlendirilmesi de denge reel kur seviyesi ile ilgili bir gelişme olarak görülmüş ve kalıcı bir reel değerlendirilmenin ticarete konu sektörlerde verimliliği artıran reformların doğal bir sonucu olduğuna dair açıklamalar getirilmiştir. Ancak Konvertibilite'nin son yıllarında gerek piyasa oyuncuları gerekse diğer bağımsız gözlemciler arasında pezonun aşırı değerli olduğuna dair bir görüş birliği oluşmaya başlamıştır. Reel kurun ne ölçüde aşırı değerli olduğunu saptamaya yönelik çalışmaların bir kısmı cari reel kur ile geçmiş reel kur arasında (satılma gücü paritesi altında) denge reel kur seviyesinin sabit olduğunu varsayarak yapılan basit bir karşılaştırmaya dayanmaktadır. Ek 2.3., reel denge kur seviyesinin sabit olduğu varsayımı altında 1960-2001 dönemine ait ortalama reel kur denge reel kur olarak almakta ve 1990-2001 döneminde gerçek reel kurun denge seviyesinden ne ölçüde uzaklaştığını göstermektedir. Buna göre Konvertibilite Planı'nın başlangıcı sayılan 1991 yılından başlayarak pezo artan bir reel değerlendirme sürecine girmiştir. Reel değerlendirme ilk olarak 1993'te tepe noktasına ulaşmakta ve 1996'ya kadar düşüş göstermekte, bu tarihten itibaren yükselerek 2001'deki kriz öncesi seviyesine ulaşmaktadır. Ancak bu yaklaşım, denge reel kur seviyesinin zaman içinde değişim göstermesine sebep olabilecek iki etkeni gözardı etmektedir. İlk olarak, diğer koşullar aynı kalmak kaydıyla bir ülkede ticarete konu olan sektörlerde ticarete konu olmayan sektörlerle göre bir verimlilik artışı yaşanması ve bu artışın ülkenin ticaret ortağı olan ülkelerde yaşanan artışın üzerinde olması halinde reel efektif kur değer kazanabilmektedir. İkinci unsur, reel kur ile ödemeler dengesi arasında olması gereken tutarlılığa dayanmaktadır. Buna göre denge reel efektif kur ekonominin sürdürülebilir bir dış pozisyona ulaştığı noktadaki reel kurdur (Perry ve Serven, 2003, 17-26).

---

<sup>38</sup> Arjantin'de reel kur değerlendirilmesi ile ilgili olarak Bkz. Sachs (2002), Rodrik (2002), Haussmann ve Velasco (2002), Alberola ve diğerleri (2004).

Ek 2.4.'de ekonominin verimlilikten etkilenen içsel dengesi ve dış varlık pozisyonundan etkilenen dışsal dengesi birlikte dikkate alınmakta ve 1990-2001 döneminde Arjantin pezosu için reel döviz kuru dengesizliği incelenmektedir. Denge reel kur 1990'ların ilk yarısında verimlilik artışına bağlı olarak değerlendirilmiş, 1990'ların sonuna doğru net dış varlıklardaki bozulmanın etkisiyle değer kaybetmiştir. Gerçekleşen reel efektif döviz kurunun denge reel kurdan uzaklaşması, ilki 1990-96 döneminde ikincisi 1997-2001 döneminde olmak üzere, iki aşamada izlenmekte; eksi değerler reel olarak aşırı değersiz, artı değerler ise reel olarak aşırı değerli kuru yansıtmaktadır. Buna dayanarak reel kurun, ilk dönemde değersiz olduğu (1991'den sonra azalan ölçüde), ikinci dönemde ise aşırı değerlendirildiği söylenebilir. 2001 yılında reel efektif kur denge reel kurdan yüzde 53 oranında uzaklaşmıştır.

**Türkiye:** Türkiye krizini konu alan çalışma ve tartışmalar bir kriz nedeni olarak reel kurda aşırı değerlendirme olup olmadığının üzerinde durmuştur. Program boyunca yaşanan reel değerlendirme sürecinin yanında programa başlandığı tarihte Türk parasının reel olarak değerli olup olmadığı da araştırma konusu olmuştur. 1989 tarihinde döviz kuru hareketlerini tamamen serbest bırakan Türkiye'de 1990'lı yıllarda döviz kurları sermaye akımlarının da etkisiyle dalgalanmalar yaşamıştır. 1990'ların ilk yarısında sermaye girişlerinin de etkisiyle reel olarak değerlendirilen ülke parası 1994'de patlak veren Meksika krizi ve net sermaye çıkışlarıyla birlikte A.B.D. doları karşısında değer kaybetmiştir. 1990'ların ilk yıllarında kurda yaşanan reel değerlendirme 1994'deki hızlı değer kaybı ve 1995-1997 yıllarında Merkez Bankası'nın izlediği kur politikası sonucu büyük ölçüde düzeltilmiştir. Çalışmalarında istikrar programı öncesinde yazılan ve Türk lirasının 1998 yılı ortalaması itibarıyla reel anlamda yüzde 10 değersiz olduğunu ileri süren bir IMF ülke raporunu<sup>39</sup> da kaynak göstererek bu görüşü destekleyen Akyüz ve Boratav (2002)'nin yanısıra, Dornbusch da, program öncesinde varolan problemlerle noktaları sayarken reel kurda açık bir değerlendirme problemi olmadığını işaret etmiştir (NBER, 2001).

---

<sup>39</sup> Bkz. IMF Staff Country Report (2000).

İstikrar programı çerçevesinde 2000 yılı içinde kur sepetinin yüzde 20 olarak belirlenen yılsonu toptan eşya fiyatları enflasyonu hedefiyle aynı oranda artması öngörülmüştür. Ancak fiyatlar beklendiğinden daha katı bir gelişme göstermiş, yaz ayları hariç bütün bir yıl boyunca enflasyon döviz kuru sepeti artış oranının üzerinde kalmış (Ek 1.5.) ve Türk lirası 1 A.B.D. doları ve 0.77 euro'dan oluşan sepet karşısında reel olarak değerlendirilmiştir. Yaklaşık yüzde 33'lük TEFE ve yüzde 39'luk TÜFE gerçekleştirmeleri gözönüne alındığında ülke parasının temel ticaret ortaklarının para birimleri karşısında TEFE'ye ve TÜFE'ye göre sırasıyla yüzde 10.8 ve 15.8 oranlarında reel değer kazandığı anlaşılmaktadır (Yeldan, 2001, s. 8).

Ek 1.6., Aralık 1999-Mart 2001 dönemi için TÜFE ve TEFE'ye göre hesaplanmış 1995 yılını baz alan TCMB reel efektif döviz kuru endekslerini göstermektedir. Endeks değerlerinde artış dönem sonları itibariyle reel değerlendirilmeyi ifade etmektedir. Buna göre, Türk lirasının programın uygulamaya konduğu 2000 yılı boyunca Türkiye'nin dış ticaretinde payı olan ülke para birimlerinden oluşan döviz kuru sepeti karşısında TÜFE'ye göre yüzde 15.9, TEFE'ye göre yüzde 8.7 oranında reel değer kazandığı görülmektedir. Bu değerlendirilmenin önemli bir kısmı ilk beş ay içinde gerçekleşmekle birlikte, reel döviz kuru dengesizliğinin yılın sonuna doğru yeniden hız kazandığı dikkati çekmektedir.

Kura dayalı istikrar programı uygulayan bir çok ülke enflasyon oranlarını program öncesi seviyenin dörtte birine çekmeyi başarabilirken, Türkiye'nin programın ilk yılında aynı ölçüde iddialı görünmeyen enflasyon hedefinin çok üzerinde kalması dikkat çekicidir. Enflasyondaki sözü edilen katılığı Akyüz ve Boratav (2002) enflasyonun üzerinde belirlenen kamu ücret artışlarına, mali uyum politikası çerçevesinde zararları azaltılmaya çalışılan KİT hizmetlerinin fiyatlarına yapılan zamlara ve özel sektörün fiyat belirlemede geçmiş enflasyona endeksleme alışkanlığına bağlarken, Yeldan (2001) ve Alper (2001) talepsel faktörlerin fiyat seviyesi üzerinde yaptığı baskının da önemli rolü olduğuna dikkat çekmektedir. Reel faiz oranlarında yaşanan hızlı düşüşün gelecekteki tüketim ve yatırım talebini öne alarak fiyatlar üzerinde büyük talep baskısı yarattığı düşünülmektedir.

### 4.3. Cari İşlemler Açığı

**Meksika:** Meksika'nın yaşadığı krizin tohumlarını atan ekonomik zayıflıklardan biri de 1993 yılında GSYİH'sının yüzde 6.8'i düzeyinde gerçekleşen cari işlemler açığıdır. 1994 yılında GSYİH'nın yaklaşık yüzde 8'ine ulaşan bu rakam dünya standartlarının bir çoğuna göre yüksektir ve daha da kötüsü yurtiçi tüketime kaynak olarak kullanılmakta ve büyük ölçüde kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilmektedir. Cari işlemler dengesindeki bozulma, kurdaki hızlı reel değerlenme ile özel sektörün kötüleşen tasarruf performansının bir sonucudur. Meksika Merkez Başkanı Mancera'nın da içinde bulunduğu Meksikalı yetkililer cari açıkla ilgili oluşan endişeleri, açığın genişletici para veya maliye politikalarının değil, özel sektörü finanse eden yabancı sermaye girişinin bir sonucu olduğunu ve bu nedenle ekonomi için bir sorun teşkil etmediğini söyleyerek reddetmişlerdir (Edwards, 1997). Ancak, sürdürülebilirliği kriz öncesinde de tartışma konusu<sup>40</sup> olmaya başlayan bu açık, Meksika ekonomisini sermaye hareketlerinde ani bir yön değiştirmeye karşı oldukça kırılgan hale getirmiştir.

Meksika'da 1990 yılından başlayarak kamu dengesinin fazla verdiği görülmektedir (Ek 1.7.). Buradan, cari işlemler dengesi açığının özel sektörün söz konusu dönem boyunca tasarrufları aşan miktarda yatırım yapmasından kaynaklandığı sonucu çıkmaktadır. Dış borçlanmanın büyük bir kısmı özel sektör tarafından gerçekleştirilmiş, kamunun net dış borcu<sup>41</sup> az bir yükseliş göstermiştir. Cari açığın büyüklüğü yabancı yatırımcıların bu açığı finanse etmekten vazgeçmeleri halinde keskin bir politika değişikliğini gerektirmekteydi. Ancak bu noktada izlenen politikaların yetersiz kaldığı düşünülmektedir (Sachs ve diğerleri, 1995).

**Arjantin:** Cari dengenin sürekli açık vermesi Arjantin ekonomisi için iki riski beraberinde getirmiştir: sermaye çıkışlarına karşı kırılganlık ve pezonun reel olarak aşırı değerlenmesi. Ek 2.5., 1990-2001 döneminde net dış varlıkların (NDV) gelişimini göstermektedir. 1991 yılında artış gösteren

<sup>40</sup> Cari açığın sürdürülebilirliği konusundaki çalışmalar Meksika krizini anlatan ikinci bölümde kısaca özetlenmeye çalışılmıştır.

<sup>41</sup> 1993'ün sonuna kadar sermaye girişlerini sterilize etmek amacıyla ihraç edilen yükümlülüklerin karşısında döviz rezervi biriktirilmiş ve bu nedenle devlet büyük miktarda yeni dış yükümlülük yaratmamıştır.

“NDV/GSYİH” oranı 1993 yılından itibaren düzenli bir biçimde düşmeye başlamış; 1997 yılında hız kazanan bu sürecin sonucunda 2001 yılı itibariyle net dış varlıkların GSYİH'ya oranı yaklaşık yüzde 20 oranında azalış göstermiştir. 1990'ların ikinci yarısında ciddi bir biçimde hissedilen ve söz konusu dönemde pezonun reel olarak aşırı değerlenmesine sebep olan bu bozulma, (özellikle 1997-1999 yıllarında büyük cari açıklar biçiminde görülen) kalıcı bir cari işlemler dengesizliği ile kötüleşen büyüme performansının sonucudur. Arjantin'in cari işlemler açığının GSYİH'sına oranı büyük olmakla birlikte, 1999-2000 yılları için bölge ülkeleri ortalaması ile karşılaştırıldığında ciddi bir farklılık arz etmemektedir (Ek 2.6.). Ancak ciddi bir ekonomik durgunluk ve artan işsizlik görülenden daha büyük bir dengesizliğe işaret etmektedir.

Bu dengesizliğin ekonominin hangi kesiminden kaynaklandığını araştırmak amacıyla kamu-özel kesim cari işlemler açıklarının zaman içindeki gelişimi incelendiğinde, 1993 yılını takip eden tüm yıllarda kamu dengesinin açık verdiği ve bu açığın 1998 sonrası dönemde daha büyük değerlere ulaştığı görülmektedir (Ek 2.7.). Buna karşılık özel sektör dengesi, 1994 sonrası dönem içinde sadece hızlı büyüme yılları olan 1997 ve 1998 yıllarında açık vermiş, kamu sektörü açığının büyüdüğü 1999-2001 yıllarında ise yeniden artıya geçmiştir.

**Türkiye:** Kırılgan bir dış pozisyon Meksika'da ve Arjantin'de olduğu gibi Türkiye'de de krizin tetikleyicilerinden biri olarak görülmektedir. Özkan, (2003) da dış ticaret ve cari dengede 2000 yılında yaşanan gözle görülür bozulmaya dikkat çekmiştir (Ek 1.8.). Dış dengede bozulma, iyi bir kriz göstergesi olup olmadığı yönündeki tartışmaların varlığına rağmen, yaşanan krizlerin birçoğunda (Asya 1997, ERM 1992-93) ortak kırılganlıklardan birini oluşturmaktadır. Dış dengenin ne derece önemli olduğunu ülke ekonomisinin dışa açıklığı belirlemektedir. Yaygın olarak ihracat ve ithalatın toplamının GSYİH'ya oranıyla ölçülen dışa açıklık oranı, Türkiye için 1980'den başlayarak hızla artmış ve 2000 yılında yüzde 40 seviyesini aşmıştır.

IMF'e göre de, 2000 yılının sonuna yaklaşırken yaşanan ilk kriz bankacılık sistemindeki problemlerin yanında büyüyen cari işlemler açığının

bir sonucudur (IMF WEO, 2001). 1999 yılında GSYİH'nın yüzde 0.75'i düzeyinde olan cari işlemler açığı<sup>42</sup> içsel ve dışsal faktörlerin etkisiyle 2000 yılında yüzde 5 seviyesine ulaşmıştır. Cari denge ile ilgili bir başka kırılganlık göstergesi de cari açığın döviz rezervlerine oranıdır. 1999 yılsonunda yüzde 5.9 olan bu oran, Haziran ayında yüzde 27.7'ye, Aralık ayında ise yüzde 50'ye ulaşmıştır. Döviz kuru artışının önceden ilan edilen bir takvime bağlanması nominal faiz oranlarında beklenen düşüşe yol açarken, enflasyon beklentilerini aynı düzeyde etkilememiş ve buna bağlı olarak reel faizlerde yaşanan hızlı düşüşün yurtiçi talepte yarattığı patlama, dünya enerji fiyatlarındaki yükseliş ve küresel ekonomik yavaşlama gibi faktörlerle birleşerek dış ticaret dengesini olumsuz etkilemiştir (IMF WEO, 2001). Uygulanan istikrar programı ile 1980'lerden başlayarak kesintisiz bir yükselme eğilimi içinde olan enflasyonu düşürme konusunda önemli bir başarı elde edilmiş ancak 2000 ve 2001 yılı için yüzde 40 düzeyinde gerçekleşen enflasyon, hedeflenen devalüasyon oranlarının çok üzerinde kalmaya devam etmiştir. Bunun sonucunda Türkiye ekonomisi gözardı edilemeyecek bir rekabet gücü kaybına uğramıştır. International Institute for Management Development (IIMD) tarafından oluşturulan ve ülkelerin rekabet gücünü birden çok kriter açısından değerlendiren Dünya Rekabet Gücü Endeksi sıralamasında da Türkiye 2000 yılında, bu kırılganlığı doğrular şeklinde, 50 ülke arasında 46. sırada yer almaktadır (Özkan, 2003).

Euronun A.B.D. doları karşısındaki değer kaybının, Türk lirasındaki (özellikle de euroya karşı olan) reel değerlenmenin ve enerji fiyatlarındaki artışın bu dengesizlikle bağlantısı kabul edilmekle birlikte, cari açıkta bu ölçüde bir bozulmayı tam olarak açıklamadıkları düşünülmektedir (Alper, 2001; Celasun 2002). İç talepte sözü edilen artış ithalatla karşılanmış, ihracattaki artış sınırlı kalmıştır. 2000 yılında ara malı ithalatında yüzde 46, tüketim malı ithalatında ise yüzde 42'ye varan bir artış yaşanmıştır. Uygur (2001), bu noktada iç talepteki (özellikle de dayanıklı tüketim malı talebindeki) büyümenin, bu büyümenin ithalata yönelmesinin ve ithalatın ihracattan çok hızlı bir biçimde büyüyerek cari işlemler dengesini önemli bir

---

<sup>42</sup> Cari işlemler dengesi 1998 yılında GSYİH'nın yüzde 1'i oranında fazla vermiştir.



risk unsuru oluşturacak kadar bozmasının en önemli nedenini faizlerdeki hızlı düşüş olarak göstermektedir (Ek 1.9.).

Program çerçevesinde 2.8 milyar A.B.D. doları olarak belirlenen cari açık hedefi 5 milyar olarak revize edilmiş, ancak bu miktarı da büyük oranda aşarak 9.7 milyar A.B.D. doları olarak gerçekleşmiştir. Cari açığın sürdürülebilirliği ve dış kırılganlığın derecesi tartışmalarında cari açığın boyutu kadar, ülkenin dış borçluluğu ve cari açığın nasıl finanse edildiği önemli rol oynamaktadır. Türkiye gibi dış borcun GSYİH'ya ve rezervlere oranının yüksek olduğu ve cari açığın dışsal ve içsel şoklara karşı duyarlı sermaye girişleri ile finanse edildiği ekonomilerde dış pozisyondaki bozulmalar yabancı yatırımcılar için daha ciddi bir kriz uyarısı niteliği taşıyabilmektedir. Bu noktada Uygur (2001), Deutsche Bank'ın 2000 yılında yazmış olduğu bir raporla Türkiye'nin büyüyen cari işlemler açığını işaret ederek yaptığı kriz uyarısına dikkati çekmektedir. Cari işlemler dengesizliğinin var olduğu ülkelerde genellikle dış borç da bir sorun olarak varılmakta ve dış borç faiz ödemelerinin miktarında meydana gelen artış ülkeyi borç servisini sürdürebilmesi için ekonominin kaynaklarından giderek daha büyük bir kısmını yurtdışına transfer etmek zorunda bırakmaktadır (Özkan, 2003). Türkiye'nin 1971 yılında 3 milyar A.B.D. doları olarak kaydedilen dış borcu 2000 yılında 100 milyar A.B.D. doları seviyesine, toplam dış borçluluğu ise GSYİH'nın yüzde 60'ına ulaşmıştır.

#### **4.4. Borç Yükü/Mali Dengesizlik**

**Meksika:** 1994 Meksika krizinin kamunun mali disiplinsizliğinden kaynaklandığını söylemek yanlış olur. Aslında, Meksika'nın kamu borcunun OECD ülkeleri ortalamasının altında olduğunu söylemek mümkündür (Ek 1.10.). 1989 yılında yüzde 67 olan kamu borcunun GSYİH'ya oranı 1993 yılında GSYİH'nın yüzde 30'una çekilmiştir. GSYİH'nın yüzde 19'unu 1989'da yeniden yapılandırılmış olan uzun vadeli dış borç, geri kalan yüzde 11'ini ise ortalama vadesi 200 gün civarında olan iç borç oluşturmaktaydı (Sachs ve diğerleri, 1995).

Meksika krizi, bir ülkenin ödemelerini yerine getirme gücüne sahip olup olmadığının kamu borcunun büyüklüğü kadar yapısına da bağlı olduğunu göstermiştir (Ek 1.11.). Borcun vadesi, döviz cinsi ve ne tip ekonomik birimlerin elinde olduğu önem taşımaktadır. Olumsuz beklentilerin kendi-kendini besleme olasılığı borcun çevrilebilme zorluğu ve maliyeti arttıkça büyümektedir. 1994 yılında Meksika'nın A.B.D. doları cinsinden borç stoğu (Tesobonos) bunun bir örneğidir. Kısa vadeli borç kendi-kendini besleyen bir ödemeler dengesi krizine yol açma olasılığı nedeniyle daha risklidir. Fiyat istikrarını sağlamak üzere koydukları hedeflere bir an önce ulaşmak isteyen ülkeler faizlerin seviyesini aşağı çekmek için, ya da kalıcı olmadığını düşündükleri olumlu şartları değerlendirmek<sup>43</sup> için kısa vadeli borçlanmayı tercih edebilmektedir. Ancak sabit döviz kuru rejimi uygulayan bir ülkenin özellikle de uluslararası rezervlerinin miktarını aşan bir şekilde kısa vadeli yükümlülük edinmesi ülke ekonomisini spekülasyon ataklara açık hale getirmektedir. Meksika örneğinde, döviz cinsinden kısa vadeli yükümlülüklerin faiz oranlarındaki değişimlere karşı aşırı duyarlı yabancı yatırımcıların elinde bulunması durumu daha da kötüleştirmiştir (Calvo, 1996).

Yapılan çalışmaların çoğunluğu Meksika krizinde özel sektör borçluluğunun payının altını çizmiştir. 1980'ler ve 1990'ların başında özel sektör borçluluğunun ekonomik dengesizliklere ya da krizlere yol açmayacağına dair bir görüş hakimdi. Bu görüş özel nitelik taşıyan ekonomik birimlerin borç verme ve alma işlemlerinde riski değerlendirme konusunda daha akılcı davrandıkları ve olası ödeme problemlerinin ekonomiye yayılma riskinin düşük olduğuna dayanmakta ve Lawson doktrini olarak adlandırılmaktadır.<sup>44</sup> Meksikalı yetkililer de 1994 krizi öncesinde bu teoriye atıfta bulunmuşlardır. Ancak akılda tutulması gereken önemli bir nokta döviz cinsinden mevduatın devlet tarafından teminat altına alındığı ekonomilerde bankalarda bulunan döviz mevduatının sistemik bir kriz durumunda devletin fiili yükümlülüğü sayıldığıdır. Bu nedenle, özel sektörün döviz borcunun

---

<sup>43</sup> Burada kısa vadeli sermaye hareketlerinden faydalanma isteği kastedilmiştir.

<sup>44</sup> Lawson 1988'de İngiltere'nin cari işlemler açığının kamu borcundan kaynaklı olmadığını ve bu nedenle endişe konusu olmaması gerektiğini savunmuştur.

yüksek olması ekonomiyi şoklara karşı daha kırılgan hale getirmektedir. Özel sektörün döviz cinsinden kısa vadeli yükümlülüklerin Merkez Bankası rezervlerine oranının büyüklüğü yatırımcı beklentilerini olumsuz etkileyerek geçici bir likidite darlığının, bir ödemeler dengesi krizine dönüşmesi olasılığını artırmıştır (Ortiz, 2002).

**Arjantin:** Bir çok çalışma Arjantin krizinin sorumlusu olarak mali disiplinsizliği göstermektedir (Eichengreen, 2001; Krueger, 2004; Mussa, 2002). Arjantin para kurulu sistemini sürdürmek için gerekli olan mali disiplini sağlayamamıştır. Diğer yandan başka çalışmalar Arjantin'in "Borç/GSYİH" oranının gerek bölge gerekse diğer yükselen piyasa ekonomileri ile karşılaştırıldığında çok yüksek olmadığını ve mali durumdaki bozulmanın yaşanan durgunluğun bir sonucu olduğunu belirtmekte ve sosyal güvenlik reformunun getirdiği ek yüklerle dikkati çekmektedirler (Hausmann ve Velasco, 2002; Kiguel, 2001).

Ek 1.12. incelendiğinde, 1993 yılında yüzde 28 düzeyinde olan toplam dış borcun GSYİH'ya oranının 2001 yılında yüzde 53'e tırmandığı görülmektedir. Bu dönem içinde özel sektörün dış yükümlülükleri yüzde 6'dan yüzde 17'ye yükselmiştir. Bu da özel sektörün dış yükümlülükler yaratmada kamu sektörü kadar payı olduğunu göstermektedir. Ancak bu noktada, kamu sektörünün bir yandan yurtdışından finansman sağlarken, bir yandan da özel sektörden borçlandığı gözardı edilmemelidir. 1993-2001 döneminde GSYİH'nın yüzde 20'si oranında büyüyen bir kamu iç borç stoğu, özel sektörün aslında kamu sektörü adına da yurtdışından borçlandığı anlamına gelmektedir. Büyümede patlamanın yaşandığı 1997-1998 yıllarında özel sektörün dış borçlanması en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Kamu sektörünün de bu yıllarda oluşan borç stoğunu azaltma fırsatını değerlendiremediği anlaşılmaktadır. 1998'den sonra Arjantin'in dış borcunda yaşanan hızlı ve tehlikeli yükseliş ise büyük ölçüde kamu sektörünün tasarruf-yatırım dengesizliğinin bir sonucudur.

Arjantin'in bütçe dengesinin federal hükümet ve bölge hükümetleri dengesini de gösterecek biçimde zaman içindeki gelişimi incelendiğinde, 1995 yılında başlayan ve 1999 yılından itibaren daha da belirginleşen bir mali

bozulma dikkati çekmektedir. 1990'ların ilk yarısında Arjantin'in mali dengesinin daha iyi bir tablo çizmesinin altında gerek federal gerekse bölge hükümet bütçelerinde bulunan sosyal güvenlik sistemi ile ilgili birtakım büyük yükümlülüklerin özelleştirme gelirleri ile örtülmesi yatmaktadır. 1993 yılına kadar kamu borcu Brady anlaşması ve büyük özelleştirme gelirlerinin de etkisiyle düşüş göstermiş, 1994 yılı ile birlikte kamu bütçe açığı (gizlenen yükümlülüklerin sayılmaya başlanmasının da etkisiyle) yükseliş eğilimine girmiştir. Ek 2.8.'de gösterilen federal hükümet faiz dışı dengesi ise 1995'in sonundan 1998'in ortalarına kadar olan dönemde gözle görülür ölçüde bozulmuştur. Hızlı büyüme yılları olan bu dönemde hükümetin genişletici bir maliye politikası izlediği anlaşılmaktadır. 1998'in ortalarından itibaren ise, 1999'un sonundaki seçimlere kadar süren, bir mali uyum çabası dikkati çekmektedir. Latin Amerika ülkelerinde görülen bu davranış biçimi maliye politikasının dönemselliği "procyclicality of fiscal policy" olarak nitelendirilmektedir ve Arjantin de bu geleneğe uymuş görünmektedir.<sup>45</sup> 1998'de yaşanan Rusya krizi ve 1999-2001 döneminde Arjantin'in risk algılamalarında meydana gelen kötüleşme faiz yükündeki artışı hızlandırmış, bu nedenle Arjantin'in 1998'den itibaren izlediği faiz dışı fazla vermeye dayanan mali uyum politikası yeterli çözüm olamamıştır.

Mali disiplinsizlik Arjantin için her zaman önemli bir sorun teşkil etse de, Konvertibilite sonrasında borcun sürdürülebilirliği ilk defa 2000 ve 2001 yıllarında sorgulanmaya başlanmıştır. Seçim yılı olan 1999'da ciddi bir mali ayarlamamanın gerekliliği ekonomistlerce vurgulanmış ve 1999 yılı ortasında Mali Sorumluluk Yasası yürürlüğe girmiştir. Ancak bu yasa çerçevesinde konulan hedeflere sadık kalınmaması ülkenin borcunu ödeme yetisine ilişkin şüpheleri daha da kuvvetlendirmiştir (Perry ve Serven, 2003).

1998 ve sonrasında yaşanan dış şokların katı sabit kur nedeniyle gerekli kıldığı tarzdaki deflasyonist ayarlamalar bir taraftan büyüme beklentilerini bozarak, diğer taraftan (gelirlerin GSYİH'ya oranında yarattığı

---

<sup>45</sup> Mali disiplinsizlik problemleri çoğunlukla ülkenin mali durumunun faiz dışı fazla vermeyi zorunlu kılmadığı büyüme dönemlerinde ortaya çıkmaktadır. Büyüme dönemlerinde izlenen gevşek politikalar mali dengeyi bozarak, arkasından gelen durgunluk veya sosyal kriz dönemlerinde krizi ya da durgunluğu daha da derinleştiren sıkı maliye politikalarının uygulanmasını zorunlu kılmaktadır. Bu konuda Bkz. Garvin ve diğerleri (1996), Perry (2003).

azalma ile) mali uyumu daha zor hale getirerek borcun sürdürülebilirliğine ilişkin algılamaları olumsuz bir şekilde etkilemektedir. Örneğin, 2000 yılında Impuestazo paketi çerçevesinde yapılan vergi artırımları ve 2001 yılının ikinci yarısında harcamaların kısılması yönünde alınan tedbirler bir yandan durgunluğu beslerken, diğer yandan sosyal ve politik gerginliğe yol açmıştır. Borcun sürdürülebilirliği algılamalarını etkileyen bir başka unsur da kurdaki aşırı reel değerlenmedir. Arjantin hükümeti vergiler yoluyla ülke parası cinsinden gelir elde edebilmesine karşın, borçlanmasının büyük bir kısmını A.B.D. doları üzerinden gerçekleştirmiştir. Bu da ülke parasının reel olarak değer kaybetmesi durumunda kamu borcunda GSYİH'nın yüzde 20-30'u oranında bir artış anlamına gelmektedir.<sup>46</sup> Roubini (2001) ve De La Torre ve diğerleri (2003) buna dayanarak, reel değerlenmenin büyüyen mali dengesizliğin bir sorun olarak tespitini geciktirerek zamanında ve etkili bir düzeltmeye engel olduğu üzerinde durmaktadır.

**Türkiye:** Arjantin'de olduğu gibi Türkiye için de yetersiz bütçe disiplini krizin nedenlerinden birini oluşturmaktadır. Hükümetin faiz dışı giderleri 1998-2000 döneminde GSMH'nın yüzde 3.5'u oranında büyümüş, sadece kamu sektörü ücretleri 1999 ve 2000 yıllarında yüzde 40'lık bir artış göstermiştir. Krizden 1 yıl önce 1999 yılında konsolide merkezi hükümet bütçe açığı GSMH'nın yüzde 12'si düzeyinde gerçekleşmiştir. Kamu bankalarının görev zararlarını da içeren tüm kamu sektörü açığının ise GSMH'nın yüzde 23'ü düzeyinde olduğu görülmektedir.

Türkiye'de 1990'larda kamunun (hükümet, bütçe dışı fonlar, belediyeler, sosyal güvenlik kurumları ve mali-mali olmayan KİT'lerin) borçlanma gereğinde yaşanan artış ve bu ihtiyacın monetizasyon yoluyla ve giderek artan enflasyon oranlarıyla finanse edilmesi borcun GSYİH'ya oranının tehlikeli boyutlara ulaşmasına sebep olmuştur. Büyük bütçe açıkları faiz dışı dengenin verdiği ciddi açıklar kadar yüksek ve yükselme eğilimindeki reel faizlerin bir sonucudur. Yüksek reel faizler ile yüksek-kronik enflasyon<sup>47</sup>

---

<sup>46</sup> Calvo ve diğerleri, (2002) reel efektif döviz kurunda olası bir değer kaybı durumunda borcun sürdürülebilirliğinin ne ölçüde etkileneceğini araştırmıştır.

<sup>47</sup> Türkiye'deki enflasyon için kronik, yüksek enflasyon ifadesi kullanılmaktadır çünkü çalışmanın konusu olan örneklerin aksine, giderek artan enflasyon hiperenflasyona dönüşmemiştir.

arasında ise bir döngü biçiminde işleyen çift taraflı bir ilişki mevcuttur. Bu ilişki, zayıf mali durumun enflasyonun altındaki temel neden olduğu gerçeğini ve mali problemler çözülmeden ekonomik istikrarı sağlamanın mümkün olmadığı sonucunu aydınlatmaktadır (IMF, 2000). 1998 yılının Temmuz ayında mali dengeyi sağlamak ve enflasyonu kalıcı bir şekilde düşürmek amacıyla IMF'le bir Yakın İzleme Anlaşması (Staff Monitored Program) yapılmış ancak genel seçimlerin yarattığı politik belirsizlik ortamının ve iki depremin de etkisiyle kamu harcamaları artmaya ve mali denge bozulmaya devam etmiş, büyüyen bütçe finansman ihtiyacı yurtiçi finansal piyasalar üzerinde baskı yaratarak faizleri yukarı çekmiş ve programla hedeflenen mali kazanımlar sınırlı kalmıştır (Yeldan, 2001, s.2). 1999 yılının sonunda imzalanan niyet mektubu ile detayları ortaya konan yeni istikrar programı da kamu finansmanını sürdürülebilir bir çizgiye getirmeyi amaçlamaktadır (Ek 1.13.). Bu program çerçevesinde, Türkiye vergi tabanını genişletmiş, bütçe dışı fonların kullanımını ortadan kaldırmaya çalışmış, KİT'lerin mali dengelerini iyileştirmeye ve özelleştirme gelirlerini artırarak iyi bir bütçe performansını yakalamaya çalışmıştır. Ancak, piyasalara mali disiplinin ve yapısal reformların devamlılığının sağlandığı konusunda yeterli güveni verememiş görünmektedir (Eichengreen, 2001).

Diğer taraftan Deutsche Bank Ekim 2000'de krizden bir ay önce yazdığı raporunda Türkiye'nin mali alanda mükemmel performans gösterdiği yorumunu yapmış, konulan faiz dışı fazla hedefinin gerçekleşmesine dair güçlü beklentilerini, özelleştirme sürecinde elde edilen başarıya dair olumlu görüşlerini ve Hazine'nin borçlanma şartlarında sağlanan iyileşmenin faiz oranlarındaki düşüşle birlikte devam edeceğine dair öngörülerini ortaya koymuştur.

Türkiye 2000-2001 krizi, ekonomik istikrarı sağlamada sürdürülebilir bir mali dengenin sağlanmış olmasının önemi kadar kısa vadeli dış yükümlülüklerin riskini ve borcun vade yapısının iyi yönetilmesi gerekliliğini de bir kez daha vurgulamıştır (Eichengreen,2001).

Önemli dış kırılmalık göstergelerinden<sup>48</sup> biri olarak kabul edilen kısa vadeli dış borcun uluslararası rezervlere oranı için yüzde 60 kritik bir sınır olarak görülmektedir. Türkiye için bu oran rezervlerin artış gösterdiği ve mali disiplini sağlama konusunda önemli adımlar atıldığı kabul edilen 2000 yılında da geçmiş yıllarda olduğu gibi yüzde 100'ün üzerinde gerçekleşmiştir (Ek 1.14.).

Kısa vadeli dış borcun fazlalığı yanında TL cinsinden borçlarının vade yapısı da kriz öncesinde Türkiye için bir risk oluşturur nitelikteydi; ülke parası cinsinden borçların yüzde 40'ı gibi büyük bir oranının vadesi Haziran 2001 ile Ağustos 2002 arasında dolmaktaydı. Bu durum ülkeyi daha yüksek faiz oranlarıyla borcu döndürme riskiyle karşı karşıya bırakmıştır. Borcu çevirmek için yüksek faiz oranları önerme zorunluluğu ise borcun çevrilebilirliğini şüphe konusu yaparak kriz ortamını hazırlamıştır (Eichengreen, 2001).

#### 4.5. Sermaye Hareketleri

Yükselen piyasa ekonomilerinin büyük miktarda uluslararası sermayeyi çekme konusunda gösterdikleri başarı sermaye girişlerine bağımlılığı da beraberinde getirmiş ve ekonomiler yatırımcı beklentilerindeki değişimlere aşırı hassas hale gelmişlerdir.

**Meksika:** Ek 1.15., Meksika'ya giren sermayenin gelişimini göstermektedir. 1989 yılında sermaye hareketlerini serbest hale getiren Meksika'ya 1992 yılı itibariyle giren sermayenin miktarı 22 milyar A.B.D. dolarını bulmuş ve 1993 yılında GSYİH'nın yüzde 8'ini aşmıştır (Dornbusch ve Werner, 1994).

Edwards ve diğerleri (1996) çalışmalarında bu sermayenin çoğunlukla kısa vadeli olduğuna, hisse senetleri piyasası, özel sektör enstrümanları ve devlet kağıdına yönlendiğine işaret etmiştir. Edwards

---

<sup>48</sup> Kısa vadeli dış borcun döviz rezervlerine oranı güçlü bir kriz göstergesi olarak kabul edilmekte, ülkelerin dış kırılmalığını ölçmede cari işlemler açığı/GSYİH ve borç/GSYİH oranları ile birlikte yaygın olarak kullanılmaktadır. Rodrik ve Velasco (1999) yüksek kısa vadeli dış borç/rezerv oranlarına sahip ülkelerin ani ve büyük sermaye çıkışları yaşama olasılığının daha yüksek olduğunu ve sermaye çıkışları sonucunda daha derin bir kriz yaşadıklarını ampirik olarak ortaya koymuştur.

(1997)'a göre bu kompozisyon Meksika ekonomisinin kırılğanlığını artıran bir faktördür. Büyük miktarlı sermaye girişleri özel harcamalarda artışa yol açmakta ve kurdaki reel değerlenmeyi derinleştirerek büyük bir cari açığa sebep olmaktadır. Diğer bir olumsuz gelişme ise özel tasarruflarda yaşanan ciddi azalmadır.

İstikrar sağlanmadan sermaye hesabını serbestleştirmek, uygulanan politikalar ne olursa olsun Meksika ekonomisini istikrarı bozucu dış şokların etkisine açık hale getirmiştir (World Bank, 1992, s.359).

**Arjantin:** Konvertibilite döneminde makroekonomik istikrarın ve finansal piyasalarda güvenin sağlanmasıyla Arjantin ekonomisine yoğun biçimde yabancı sermaye girişi yaşanmıştır. Yurtdışından sermaye girişleri, yurtiçi tasarruflar tarafından karşılanamayan yatırımlara kaynak sağlamış, aynı zamanda pezonun reel olarak değerlendirilmesine sebep olmuştur. Arjantin ekonomisinin büyüme potansiyeli yabancı sermaye girişlerine ve bu şekilde erişim sağlanan yurtdışı tasarruflara bağımlı kalmış ve bu kaynağın hassas dengeler üzerinde sürdürülebilir olması ekonomiyi sermaye hareketlerindeki dönüşümlere karşı kırılğan hale getirmiştir. Arjantin sermaye hareketlerindeki yön değiştirmenin ilk etkisini Meksika'nın krize girmesi ve A.B.D. faiz oranlarının yükselmesiyle yaşamıştır (Yeldan, 2002). Ancak bu etki nispeten geçici olmuş, 1997-1998 yıllarında sermaye geri dönmüş ve ekonomi yeniden büyümeye başlamıştır.

Ek 2.9., yoğun sermaye girişlerinin yaşandığı 1991-94 ile 96-97 dönemlerinde Arjantin ekonomisinin büyüdüğünü, sermayenin ülkeyi terk ettiği ya da sermaye girişi yaşanmadığı yıllarda ise ekonominin yavaşladığını ortaya koymaktadır. Ek 2.10.'un ortaya koyduğu şekilde EMBI-AR ile ölçülen Arjantin'in ülke riskinin sermaye akımlarında yön değiştirmenin başlangıcı olan 1998'den itibaren gösterdiği yükseliş de sermaye hareketleri-büyüme-kırılğanlık arasındaki ilişkiyi desteklemiştir (Kiguel, 2001).

Yatırımcı beklentilerindeki olası değişimlerin etkisiyle yükselen piyasa ekonomilerine sermaye girişinin ani bir şekilde kesilmesi literatürde "ani durma etkisi" (sudden stop phenomenon) olarak yerini almıştır. Calvo ve



diğerleri (2002)'ne göre sermaye girişlerinin beklenmedik ve geçici olmayan bir şekilde kesilmesi özellikle Arjantin gibi yüksek borç oranlarına sahip dolarize olmuş ve dışa kapalı sayılabilecek yükselen piyasa ekonomilerinde borcun sürdürülebilirliğini tehlikeye düşürebilecek ve politika değişimlerini zorunlu kılacak reel kur düzeltmelerine yol açabilmektedir. Arjantin örneğinde beklenmedik ve kalıcı kesilme 1998 Rusya krizi ve sonrasındaki sermaye piyasaları hareketlerini ifade etmektedir.

**Türkiye:** IMF desteğiyle uygulanmakta olan istikrar programının sağladığı güven ortamı, uygulanan döviz kuru politikasının etkisiyle kurlara ilişkin belirsizliğin ortadan kalkmış olması ve düşme eğiliminde olan faiz oranlarına rağmen Türkiye piyasasının yatırımcılara önerdiği pozitif getiri olanakları<sup>49</sup> nedeniyle 2000 yılının Ocak-Ekim döneminde ülkeye 15.2 milyar A.B.D. dolarlık net yabancı sermaye girişi yaşanmıştır.

Bu girişler istikrar programının net iç varlıklara tavan koyan yapısı gereği Merkez Bankası tarafından sterilize edilmemektedir. Yabancı sermaye girişleri Merkez Bankası'nın önceden açıkladığı fiyatlarla getirilecek tüm döviz satın alması yoluyla net dış varlıkları artırmakta ve yurtiçi piyasaya döviz karşılığı Türk lirası likidite vermesi yoluyla da NDV'daki artış kadar para arzı artışı sağlamaktadır (IMF Niyet Mektubu, 1999).

Sermaye girişlerinin yukarıda açıklandığı şekilde işleyen para politikasının etkisiyle reel faizleri aşağı çektiği reel değerlenmenin de katkısıyla özellikle ithalata dönük iç talebi genişlettiği; bunun sonucunda da enflasyondaki düşüşü yavaşlattığı ve bir dış kırılma göstergesi olan cari işlemler açığını büyüttüğü düşünülmektedir (Boratav, 2001; Uygur, 2001). Boratav ve Yeldan (2001), Şubat-Kasım 2000 döneminde yaşanan sermaye girişlerinin Merkez Bankası bilançosuna yansımalarını net dış varlıklarda yüzde 53, para tabanında yüzde 46 oranında bir artış olarak açıklamaktadır. Diğer taraftan toptan eşya fiyatları yüzde 22 oranında artmış, 1999 yılında

---

<sup>49</sup> Pozitif getiriyi Boratav, "2000-2001 krizinde sermaye hareketleri" isimli çalışmasında şöyle açıklamaktadır: Devlet iç borçlanmasında 2000 yılı ortalama faizi yüzde 36'dır. Yıl sonu kur artış hedefinin yüzde 20 olduğu düşünülür ve bu hedef risksiz görülürse yurtdışından döviz cinsinden borçlanıp bu faizle Hazine'ye borç veren bankaların dolar cinsinden getirileri yüzde 13 olacaktır. Bu beklenen getiri ile dövizle borçlanma maliyeti arasındaki fark pozitif oldukça bankaların yurtdışından borçlanması devam edecektir.

yüzde 33 düzeyinde olan DiBS reel faizleri ortalaması 2000 yılında pratikte sifıra gerilemiş ve cari açık 2000 yılı sonu itibariyle 9.5 milyar A.B.D. doları olarak gerçekleşmiştir.

Yabancı sermaye girişlerinin kompozisyonunda büyük çoğunluğu 5.7 milyar A.B.D. dolarıyla Hazine'nin tahvil ihracı, yurtiçi bankaların yurtdışından temin ettiği kısa vadeli kredilerde meydana gelen 3.6 milyar A.B.D. dolarlık artış ve 3.2 milyar A.B.D dolarlık uzun vadeli borçlanma oluşturmaktadır (Ek 1.16.). Boratav (2001), çalışmasında sermaye hesabında yabancı sermaye girişlerinin yaşandığı dönemde yurtiçi yerleşiklerin büyük bir bölümü kayıt dışı olmak üzere 3.4 milyar A.B.D. dolarlık sermayeyi yurtdışına aktardıklarına özellikle dikkati çekmektedir.

Sermaye hareketleri Eylül 2000'de net sermaye çıkışına dönüşmüş, ilk krizin yaşandığı Kasım 2000'den 2001 Haziran'ına kadar olan dönemde 10.4 milyar A.B.D. doları yabancı sermaye olmak üzere 11 milyar A.B.D. dolarının üzerinde sermaye çıkışı yaşanmıştır. Sermaye çıkışlarında ilk sırayı portföy yatırımları ikinci sırayı ise yenilenemeyen kısa vadeli banka kredilerinin geri ödemeleri almaktadır. Türkiye'nin 2000-2001 döneminde sermaye hareketleri nedeniyle maruz kaldığı toplam şok ise yaklaşık 23 milyar A.B.D. doları, başka bir ifadeyle GSMH'nin yüzde 12'si düzeyinde bir yön değiştirmedir.

#### **4.6. Finansal Sistemin Kırılganlıkları**

**Meksika:** 1994 yılında yaşanan krizin sadece döviz kuruna bir saldırı olarak kalmayıp, bankacılık sektörünü de içine alan büyük boyutlu bir krize dönüşmesinin altında finansal sistemdeki önemli kırılganlıklar yatmaktadır. Özatay ve Sak (2001) Meksika'nın ikinci en önemli sorunu olarak bankacılık sektörünü göstermektedir; yüksek miktarda yabancı sermaye girişi banka kredilerinde hızlı bir artışa ve 1994 yılı itibariyle geri dönmeyen kredilerin toplam kredi hacmi içindeki payının yüzde 8.5'a yükselmesine sebep olmuştur. Ancak bu sorunun temelinde zaman içinde oluşmuş yapısal faktörler yatmaktadır.

1982 yılında Meksika bankaları kamulaştırılmış ve büyük ölçüde kamu sektörünü kredilendirme fonksiyonunu üstlenmişlerdir. 1990 yılının başında özelleştirildiklerinde bu bankaların özel sektöre ve bireylere kredi kullandırmada oluşacak riskleri değerlendirme konusundaki bilgi ve tecrübeleri sınırlı kalmıştır. Buna karşın yeni fonların bankacılık sistemine akması ve bankaların kredi kullandırımında özel sektöre ayırdıkları payın büyümesi sonucu özel sektöre verilen banka kredileri çok hızlı bir artış göstermiş; 1988'de GSYİH'nin sadece yüzde 10'unu oluştururken, 1994 yılında GSYİH'nin yüzde 40'ına ulaşmıştır (Ek 2.11.). Düzenleyeci otorite olan Uluslararası Bankacılık Komisyonu da bankaların kredi portföylerini ve yönetim uygulamalarını denetlemek konusunda yetersiz kalmış, kredi hacminin hızla genişlemesi ve bankaların riskli yatırımlara kredi vermesi, geri dönmeyen kredilerin artmasına yol açmıştır (Ek 2.12.).

Finansal kırılganlığı belirgin hale getiren faktörlerden biri de yurtdışı faiz oranlarındaki artıştır. Artan faiz yükü kurumsal ve bireysel borçluların nakit akımlarını etkileyerek bilançolarını bozmuştur. 1994 yılı içinde yaşanan politik şoklar, büyük sermaye çıkışları, borsanın çöküşü, borcu çevirmekte zorlanan hükümetin cetes-tesobonos değişimi ile A.B.D. doları cinsinden yükümlülüğünü artırması gibi piyasalardaki belirsizliği artıran gelişmeler ve son olarak da devalüasyon Meksika'nın bir finansal krize girmesine yol açmıştır.

Üzerinde önemle durulması gereken bir nokta, kriz öncesinde Meksika bankalarının yabancı para cinsinden çok kısa vadeli yükümlülüklerle sahip olmasıdır (Ek 1.17.). Bu yükümlülüklerin değerindeki artış bankalar için likidite problemleri yaratmıştır. Diğer taraftan bankaların bilançolarında yabancı para aktif-pasif dengesizliği sorunu bulunmamaktadır. Ancak yine de devalüasyon Meksika bankacılık sistemine büyük zarar vermiştir. Bunun nedeni bankaların yabancı para geliri bulunmayan ekonomik birimlere kullandırdıkları kısa vadeli yabancı para kredilerdir. Bu birimlerin ödeme yetileri ülke parasındaki büyük değer kaybı ile tamamen yok olmuş ve banka borçlularının aldığı döviz kuru riski bankalar için kredi riski haline dönüşmüştür (Mishkin,1996). Ayrıca bankalarca kullanılan pezo cinsinden

kredilerin çoğunun değişken faizli olması sonucu 1995 yılında faizlerin yüzde 80'e yükselmesiyle birlikte, bir çok kredinin geri ödemesi durmuştur.

Meksika gibi yeterli düzenlemelere sahip olmayan ve sistemin etkin bir şekilde denetlenmediği bir ülkede finansal serbestleştirme sürecine girilmesi bankacılık sistemi kırılğanlıkları yaratacak bir kredi patlamasına yol açabilmektedir. Yurtiçi kredi hacminin hızlı bir biçimde genişlemesi, bankaların kredi portföy kalitelerini bozmakta ve olumsuz bir iç ya da dış şok yaşanması durumunda karşılıksız hale gelen krediler bankacılık ve ödemeler dengesi krizlerini beraberinde getirebilmektedir (Krueger ve Tornell,1999).

Parasal göstergelerin gelişimi de Meksika'nın finansal kırılğanlıklarına işaret etmektedir. Ek 1.18., Meksika'nın girdiği finansal derinleşme sürecinde parasal büyüklüklerin gerek GSYİH'ya gerekse uluslararası rezervlere oranla ciddi miktarda arttığını göstermektedir. Bankaların yükümlülükleri için Merkez Bankası nezdinde karşılık ayırmadıkları 1994 Meksika örneğinde kısa vadeli, özellikle de yabancı para cinsinden kısa vadeli yükümlülülerde meydana gelen hızlı artış ülkenin ödeme yetisi konusundaki yatırımcı beklentilerini olumsuz etkileyen unsurlardan biridir. Özellikle 1994 yılında hızla büyüyen yabancı para M3'ün ve toplam M3'ün Merkez Bankası rezervlerine oranının finansal sistem için bir tehlike sinyali niteliği taşımaya başladığı görölmektedir.

**Arjantin:** 1980'lerde yaşanan hiperenflasyon ve mevduatlara el konulmasının pezo ve ülke finansal sistemine olan güveni yok etmesi nedeniyle, Konvertibilite sonrasında A.B.D. doları cinsinden mevduat ve kredilere dayalı güçlü bir finansal sistemin oluşturulması yönünde bir politika izlenmiştir. 1995 yılında Meksika krizi nedeniyle mevduatlarda yüzde 18 oranında bir çekiliş yaşanmış ve son borç verme merciinin bulunmaması nedeniyle bankacılık ve ödeme sistemlerinin çöküşünü önlemek için uluslararası finansal kuruluşların desteğine ihtiyaç duyulmuştur. Arjantin Tekila etkisiyle yaşanan bu likidite krizine tepki olarak, dayanıklı bir bankacılık sistemi oluşturmak için ciddi reformlar gerçekleştirmiştir. 1998 yılı itibariyle Arjantin, Dünya Bankası tarafından oluşturulan Camelot derecelendirme sistemine göre dünyanın ikinci en iyi bankacılık sistemine

sahiptir (Ek 1.19.). Arjantin bankacılık sistemi Brezilya devalüasyonunun yaşandığı 1999 yılı ve hatta 2000 yılı sonuna kadar sermaye yeterliliği ve karşılıklar açısından değerlendirildiğinde finansal açıdan sağlıklı ve likit bir yapıya sahip olmaya devam etmiştir, ancak 1998'den itibaren geri dönmeyen kredilerin yüküyle sistem zarar etmeye başlamıştır (Ek 1.20.). Bankacılık sistemi düzenlemeleri mevduatların üçte birinin çekildiği ya da kredi portföylerinin yüzde 10'unun eridiği büyük likidite krizlerine karşı koruma sağlayacak tedbirleri içermektedir. Ayrıca yurtiçi finansal sistemde güçlü yabancı bankaların varlığı sistemin dayanıklılığına ilişkin olumlu algılamaları destekler niteliktedir. Herhangi bir kriz anında yurtdışında yerleşik bu bankaların Arjantin'de bulunan bağlı bankalarına sermaye ve likidite desteği sağlaması beklenmektedir.

Konvertibilite'nin temel amacına rağmen, para kurulu uygulaması boyunca pezo için döviz kuru riski algılaması devam etmiş ve olumsuz ekonomik şartlar bu algılamaları artırmıştır. Katı sabit kur ve bankacılık düzenlemelerinin de etkisiyle A.B.D. doları cinsinden mevduat ve kredilerin sistem içindeki payı giderek artmıştır. Ek 2.13., devalüasyon algılamalarının dış şoklar nedeniyle yükseldiği 1998 ve 1999 yılları ve özellikle de 2001 yılı ortasından itibaren yabancı para mevduatın toplam mevduata oranının dikkat çekici bir biçimde yükseldiğini göstermektedir.

Bu ortamda bankacılık sisteminin üç temel kırılganlığının altı çizilmektedir:

1. Borçluların ödeme kapasitesi ile reel kurda düzeltmeyi de beraberinde getirecek deflasyonist uyum süreci arasındaki ilişki: Konvertibilite rejimi çerçevesinde reel kurda yaşanan düzeltme dış ticarete konu olmayan sektörlerden gelir elde eden borçluların ödeme kapasitelerini yitirmelerine sebep olan zorlu bir deflasyon ve durgunluk sürecini de beraberinde getirmiştir. Düzenlemelerde ticarete konu olmayan sektörlerle verilen kredilere ilişkin özel bir risk sınıflandırmasının bulunmaması bankaları bu yolla oluşan kredi riskine maruz bırakmıştır.

2. Devletin ödeme yetisini kaybetmesi durumunda bankacılık sisteminin portföyündeki devlet iç borçlanma araçları nedeniyle maruz kaldığı

risk: 2000 yılı itibariyle yüzde 20 düzeyinde olan kamu borcunun bankacılık sistemi varlıkları içindeki payı, 2001 yılında hükümetin artan dış borçlanma gereğini bankacılık sistemi kaynaklarından karşılamaya başlaması ile yüzde 30'lara yaklaşmıştır (Ek 2.14.).

3. Mevcut likidite tedbirlerinin bankacılık sisteminden büyük mevduat çekilişlerine karşı duracak ölçüde olmaması: Güvenilir bir son borç verme mercii bulunmadığı sürece likidite için ayrılan karşılıklar ne kadar yüksek olursa olsun bankacılık sistemi için mevduat çekilişlerine karşı tam bir koruma sağlayamazlar (De La Torre ve diğerleri, 2002).

**Türkiye:** Türkiye 2000-2001 krizini konu alan çalışmaların büyük bir çoğunluğu temel faktör ya da faktörlerden biri olarak finansal sistem kırılmalıklarının üzerinde durmuştur (Akyüz ve Boratav, 2002; Alper, 2001; Eichengreen, 2001; IMF WEO, 2001; Özatay ve Sak, 2002; Uygur, 2001; Yeldan, 2002).

Türkiye'de 1990'larda başlayan finansal liberalizasyon süreci sonucunda finansal sektör derinleşmesinde üç temel özellik göze çarpmaktaydı: bankacılık sistemi toplam mevduatının toplam finansal sistem varlıklarını domine etmesi (ve GSMH) içindeki payı (bankacılık sisteminin finansal sistem içindeki en önemli öge olduğunu göstermektedir), döviz tevdiat hesaplarının (DTH) payının giderek artıyor olması (para ikamesi) ve kamunun süregelen mali problemlerine bağlı olarak DİBS'lerin finansal varlıklar içindeki payının sürekli büyümesi. İlk unsur, Türkiye'de istikrarlı bir büyüme ve sağlıklı bir finansal sistem yaratmanın yolunun doğrudan bankacılık sisteminden geçtiğini, diğer iki unsur ise bankacılık sistemi kırılmalıklarının temelinde yatan iki temel noktayı ortaya koymaktadır. 2000-2002 istikrar programı öncesinde Türk bankacılık sistemi volatil büyüme ve reel faiz oranları, kronik enflasyon, uzun süreli mali dengesizlikler ve ödemeler dengesi krizleri ile tanımlanan bir makroekonomik istikrarsızlık ortamında, kısa vadelerde, yüksek kredi, ülke ve döviz kuru riskleri ile çalışmaktaydı. Kronik enflasyon aktif-pasif yönetimlerini olumsuz etkilemiş ve bankacılık gelirlerinin yerini kısa vadeli mevduattan elde edilen getiriler (float income) ile arbitraj gelirlerinin almasına sebep olmuştur. Makroekonomik

ortamın istikrarsızlığı (vergi ve düzenlemelerin de etkisiyle) repo piyasasının hızla büyümesine ve bankaların vade uyumsuzluğu riskinin artmasına yol açmıştır<sup>50</sup>. Kamu bankalarının teşvik edilen sektörlere piyasa-dışı faizlerden kullandıkları krediler sonucu oluşan büyük görev zararları ise bankacılık sisteminin geçmişten gelen başka bir önemli kırılganlığını oluşturmaktaydı (Alper ve diğerleri, 2001; IMF Staff Country Report, 2000).

Akyüz ve Boratav (2002) ise bankacılık sisteminin yapısal zayıflıklarının etkili bir denetim ve düzenleme mekanizması olmaksızın gerçekleştirilen finansal liberalizasyonun ve mevduat sigortası düzenlemesinin bir sonucu olduğunu ileri sürmektedir. Bankalar devlet kağıtlarına yaptıkları yatırımı yurtdışından yaptıkları döviz borçlanmaları ve nezdlerinde açılan yerleşiklere ait döviz tevdiat hesaplarıyla finanse etmekte ve bu nedenle büyük miktarda yabancı para açık pozisyon taşımaktaydılar.

Özatat ve Sak (2002), bazı temel kırılganlık göstergelerinin Türk bankacılık sisteminde krize giden süreçte nasıl bir gelişim izlediğini incelemiştir. Ek 1.21.'den de görüleceği üzere kriz öncesi dönemde bankacılık sistemini sermaye akımlarında olası bir yön değişimi karşısında son derece kırılgan kılan ciddi bir risk birikiminden söz etmek mümkündür. İlk olarak, toplam emisyon, TL ve YP mevduatlar ve reponun toplamından oluşan M2YR'nin Merkez Bankası rezervlerine ve toplam rezervlere oranına bakılmaktadır. Bu iki oran basit anlamda Merkez Bankası ve sistem rezervlerinin kısa vadeli yükümlülüklerin ne kadarını karşılayacak düzeyde, bir başka deyişle finansal sistemin olası bir likidite krizine karşı ne derece dayanıklı olduğunu göstermektedir. Söz konusu göstergelerin ilk kriz sonrasında bir miktar bozulduğu görülmekle birlikte Türk finansal sistemi için (hızlı ve kontrolsüz bir finansal derinleşme sergileyen 1995 öncesi Meksika örneğiyle karşılaştırıldığında) bir tehlike sinyali niteliği taşımadığını söylemek mümkündür. Genel anlamda, kredi hacmi genişleme hızının yüksekliği bankaların gerek yönetim zaafiyetleri gerekse denetim yetersizlikleri nedeniyle (Meksika 1994'de bu iki faktörün de etkili olduğu kabul

---

<sup>50</sup> Repoların büyük bir çoğunluğu gecelik olarak gerçekleşirken, bankaların aktifinde önemli bir yer (yüzde 25) teşkil eden ve repolarla fonlanan devlet iç borçlanma senetlerinin ortalama vadesi yaklaşık 15 aydır (Alper ve diğerleri, 2001).

edilmekteydi) daha riskli kredilere yönelmiş olabileceğine dair ipucu sağlamakta ve geri dönmeyen kredilerin toplam kredilere oranında olası bir artış da bu düşünceyi desteklemektedir. Ek 1.21'deki veriler kriz öncesinde bankaların kullandığı kredilerde hızlı bir artış (aynı zamanda toplam kredilerin içinde YP kredilerin payı da artmaktadır) ile krizle birlikte (TMSF bünyesine alınan bankaların sayısı arttıkça) geri dönmeyen kredilerin oranında ciddi bir büyüme ortaya koymaktadır. Yabancı para açık pozisyonların krize giden süreçte Türk bankacılık sektörünün önemli zayıf noktalarından birini oluşturduğu düşünülmektedir. Bankalar 2000 yılında uygulanmaya başlayan ve ilk 18 ay için döviz kuru artışlarını önceden ilan edilen bir takvime bağlayan istikrar programıyla birlikte ve artan yurtdışı finansman olanaklarının da etkisiyle daha fazla döviz kuru riski almaya başlamışlardır. Son olarak, özellikle 2000 yılının ilk yarısında bankacılık sistemi bilançoları aktif-pasif dengesinde gözle görülür bir bozulma sergilemekte, likit varlıkların kısa vadeli yükümlülükleri karşılama oranı giderek düşmektedir. Kısa vadeli yükümlülüklerin önemli bir kısmını oluşturan ancak 2002 yılına kadar bilanço dışında izlenen (bankaların aktiflerinde taşıdıkları DİBS portföylerini finanse etmek için kullandıkları) repo kalemi de gözönüne alındığında sektörün maruz kaldığı faiz riskinin büyüklüğü ortaya çıkmaktadır.

Enflasyonu düşürerek sürdürülebilir bir makroekonomik istikrarı sağlamayı hedefleyen 2000-2002 programı 9 Aralık 1999 tarihli niyet mektubuyla bankacılık sektörünün güçlendirilmesi gereğine işaret etmiş ve önemli yapısal düzenlemeleri de içeren bir bankacılık reformu stratejisi sunmuştur ancak döviz kuru rejiminden kademeli çıkışın başlayacağı Temmuz 2001 tarihine kadar bankacılık sistemini sağlam temellere oturtmak için verilen 18 aylık süre diğer faktörlerin de varlığı altında yeterli olmamış ve ülke finansal sistem kırılmalıklarının ateşleyici rolü gördüğü bir krize sürüklenmiştir. Sözü edilen diğer faktörlerin Türkiye krizine etkisi takip eden üç başlık altında açıklanmaya çalışılacaktır.



#### 4.7. İçsel Şoklar

**Meksika:** Meksika 1993 yılını ekonomik dengesizlikler ve düşük verimlilik artışına rağmen, finansal piyasaların olumlu beklentileri ile kapamış ancak 1994 yılı beklendiği gibi olmamıştır. Meksika'nın NAFTA'ya Ocak 1994 itibarıyla resmi olarak katılmasına tepki olarak, Zapatistas gerillalarının Chiapas'da gerçekleştirdiği ayaklanmalar modernleşme yolunda gerçekleştirilen reformlara ve sosyal problemleri çözmeyi amaçlayan Solidaridad programına rağmen Meksika'da hala ciddi bir sosyal eşitsizlik problemi var olduğunu göstermiş ve yabancı yatırımcıların Meksika'nın potansiyel politik risklerine dikkatlerini çeken bir alarm görevi görmüştür. Şubat 1994'de politik istikrarsızlığın artması döviz kurunu bandın üst sınırına yaklaştırmış ancak pezo cinsinden Hazine kağıtlarının (28 günlük Cetes) faizlerinde önemli bir yükseliş ya da uluslararası rezervlerin seviyesinde bir azalma yaşanmamıştır. Şubat ayında Federal Reserve Bank'in para politikasını sıkılaştırma yolunda aldığı karar sonrasında dahi rezervlerde ve yurt içi faiz oranlarında değişiklik olmamıştır. Ancak 23 Mart tarihinde iktidar partisinin başkan adayı Donaldo Colosio'nun öldürülmesiyle finansal piyasalarda panik başlamış gerek yerli gerekse yabancı yatırımcıların pezo cinsinden kıymetlere olan talebi düşmüştür. Uluslararası rezervlerde yaklaşık 10 milyar A.B.D. dolarlık bir azalış meydana gelmiş ve Şubat ayında yüzde 10 seviyesinde olan Cetes faiz oranları yüzde 16'ya yükselmiştir. Ağustos ayında Mr. Zedillo'nun başkan seçilmesinin ardından Eylül ayında PRI Genel Sekreteri Mr. Ruiz Massieu'nun da bir suikastle öldürülmesi sonucu politik istikrarla ilgili endişeler daha da artmıştır. Ekim ayında borsa çökmüş, pezo değer kaybederek bandın tavanına dayanmış, Kasım'da yönetimle ilgili belirsizliklerin de etkisiyle yatırımcılar Meksika'daki pozisyonlarını küçültme kararı almışlar, bunun sonucunda rezervler 5 milyar A.B.D. doları daha azalarak, Kasım sonu itibarıyla 12.5 milyar A.B.D. dolarına gerilemiştir. 1 Aralık'ta yeni yönetim görev almış ancak rezerv kaybı durmamıştır. 20 Aralık'ta bant yüzde 15'lik bir değer kaybını içerecek biçimde genişletilmiş ancak sonunda pezo dalgalanmaya bırakılmak durumunda kalmıştır (Edwards, 1997, s.16-17) .

**Arjantin:** Arjantin'in yaşadığı içsel şokları politik istikrarsızlık olarak tanımlamak daha doğru olacaktır. Politik istikrarsızlıkla ekonomik kriz arasında çift yönlü bir ilişki mevcuttur. Zayıf ekonomik performans ve bütçe açıkları sıkı maliye politikası gibi politik açıdan daha maliyetli bir uyumu gerektirmekte ve bu yolla politik istikrarsızlığı çağırarak, bozulan politik istikrar ise ülke riskini artırarak, büyümeye zarar vererek ülkeyi krizle son bulan çıkılmaz bir döngüye taşımaktadır.

1999 yılındaki seçimler, Ekim 2000'de Başkan Yardımcısı Alvarez'in istifası, Mart 2001'de Ekonomi Bakanı Machinea'nın ve yine aynı ay içinde yerine atanan Lopez-Murphy'nin tasarruf önlemleri konusunda fikirbirliğinin sağlanmaması nedeniyle istifa etmeleri, Mart ayı sonuna doğru Ekonomi Bakanlığına atanan Cavallo'nun (gevşek para politikası uygulanması, kur rejiminin euro'yu da içerecek şekilde esnekleştirilmesi yönünde) heterodoks yöntemlerin uygulanması konusunda Merkez Bankası Başkanı Pou ile yaşadığı anlaşmazlıklar ve Nisan 2001'de Merkez Başkanı Pou'nun Merkez Bankası'nın bağımsızlığını zedeleyecek ve yönetimin saygınlığını bozacak bir şekilde görevinden alınması, Aralık ayı içindeki genel grev ve yağmalamalar, Devlet Başkanı De La Rúa'nın Aralık 2001'de istifa etmesinin ardından atanan 3 kişinin de başkanlık görevini sürdürememesi gibi politik şoklar istikrarı doğrudan etkileyerek ekonomik ve mali kırılganlıkların artmasına, sonuç olarak da, Arjantin'in borç ödeme yetisini tamamen kaybetmesine sebep olmuşlardır (Powell 2002).

**Türkiye:** Celasun (2002), enflasyon dinamiği ile döviz kuru bağlantılarının güçlü olduğu ortamlarda döviz kuruna dayalı programların başarısı için kredibilitenin ön koşul olduğunu ve Türkiye'nin istikrar programında başarılı olması için gereken kredibilitenin IMF'in desteği, sıkı maliye politikası ve yapısal reformlara bağlı olduğunu vurgulamaktadır. Türkiye maliye politikası cephesinde özellikle faiz dışı harcamaları kısma konusunda başarılı olarak nitelendirilirken, IMF tarafından da son derece önemli görülen ve bir takvime bağlanan yapısal reformların gerçekleştirilmesindeki aksamalar gözden kaçmamaktaydı.

Eichengreen (2001), üç partili bir koalisyon hükümeti<sup>51</sup> ile mali konsolidasyon gerçekleştirmenin zorluğuna işaret etmiştir. 1999 sonrası Türkiye’de yapısal reformlar için de aynı zorluk mevcuttu. Koalisyonu oluşturan taraflardan birinin herhangi bir nedenle hükümet dışı kalması veya taraflararası bir anlaşmazlık hükümeti düşürebilirdi. Bu olasılık reform sürecini aksatmakla kalmayıp, programın sürdürülebilirliğini ciddi bir biçimde tehdit etmekteydi. Programdaki uygulama aksaklıkları kadar programın politik olarak tam anlamıyla bir sahiplenmeden yoksun olması da belirsizliği artıran bir faktördü. Hükümet 2000 yılında, bütçenin fiili kapsamını genişletmek amacıyla 2001 yılı Haziran ayına kadar kapatmaya söz verdiği 61 bütçe dışı fonun<sup>52</sup> sadece 27’sini kapatabilmiştir. Programın ilk yılında 7.6 milyar A.B.D. doları özelleştirme geliri elde edilmesi hedeflenirken, özellikle piyasalar tarafından da büyük önem verilen Türk Telekom özelleştirmesi ciddi politik gerginliklere sebep olmuştur. Türk Telekom’un ve Türk Hava Yolları’nın hisse satışlarını öngören özelleştirmeler ertelenmiş, hedeflenen gelirin yarısından az bir miktarı (3.5 milyar A.B.D. doları) elde edilebilmiştir.

IMF ile yapılan Stand-by Anlaşması uyarınca 2000 yılının Mart ayında üyeleri belirlenmesi ve daha önce Hazine Müsteşarlığı ile TCMB tarafından paylaşılan düzenleme, denetim ve gözetleme yetkisini devralması gereken özerk otoritenin kuruluşunun gecikmesi, kamu bankalarının yeniden yapılandırılması ve nihai özelleştirilmesine yönelik çalışmaların yetersiz kalması programın kredibilitésine gölge düşürmüştür<sup>53</sup>. Türkiye’nin Kasım 2000’de yaşadığı krizde başta bankacılık sektörü problemlerinin öncülük ettiği birden çok içsel şokun etkisi kabul edilirken, 2001 yılının Şubat ayında gerçekleşen ve kurun dalgalanmaya bırakılması ile son bulan döviz kuru krizinin ateşleyicisi olarak tek bir içsel şok gösterilmektedir. İkinci kriz finansal piyasalardaki tedirginliğin tam anlamıyla atlatılmadığı (Hazine borçlanma faizleri bunun bir göstergesidir) ve volatilitenin var olmaya devam ettiği üç ay

---

<sup>51</sup> Demokratik Sol Parti, Milliyetçi Hareket Partisi ve Anavatan Partisi’nin birleşiminden oluşan Koalisyon Hükümeti Meclis’in önemli bir çoğunluğunu oluşturmaktaydı.

<sup>52</sup> 9.12.1999 tarihli niyet mektubuyla bütçe dışı fonların 20’sinin Şubat 2000 ve 25’inin Ağustos 2000 tarihine kadar kapatılması öngörülmüştür.

<sup>53</sup> Bu son aksaklık Dünya Bankası ve Japonya’dan alınması beklenen Mali Sektör Uyum Kredilerinin ertelenmesine sebep olmuş ve öngörülen kaynak girişi sağlanamamıştır. Ancak çalışmada tekrar olmaması açısından yurtdışı kredilerin ertelenmesi dışsal şoklardan biri olarak alınmıştır.

sonrasında gelmiştir. 19 Şubat 2001 tarihinde Başbakan Ecevit ile Cumhurbaşkanı Sezer arasında yaşanan ve basına “kriz var” açıklamalarıyla yansıyan gerginlik, sebep olduğu rezerv kayıpları ve gecelik basit faiz oranlarında yüzde 5000’e varan yükselişle programa son noktayı koymuş ve 22 Şubat 2001 tarihinde Türk lirası dalgalanmaya bırakılmıştır (IMF Staff Country Report, 2001; Standard & Poor’s, 2001).

#### 4.8. Dışsal Şoklar

**Meksika:** A.B.D.’de güçlü bir ekonomik büyüme dönemine girilmesi ve diğer endüstrileşmiş ülke ekonomilerinin de eş zamanlı olarak ısınması yatırım fonlarına olan global talebi artırmış ve başta A.B.D. olmak üzere genişletici para politikası izleyen bir çok gelişmiş ülke sıkı para politikalarına kaymaya başlamıştır. Bu gelişmeler uluslararası yatırımcıların Meksika’nın da içinde bulunduğu yükselen piyasa ekonomilerine ayırdıkları portföy paylarını yeniden gözden geçirmelerine neden olmuştur (Savastano ve diğerleri, 1995). 1994 yılı süresince yükselen A.B.D. faiz oranları Meksika için gerek servisi yapılacak borç yükünü gerekse yeni borçlanmaların maliyetini ağırlaştırmıştır (Krueger ve Tornell, 1999).

**Arjantin:** Arjantin 1990-1997 döneminde büyüme açısından bölge ülkelerinin çoğundan daha iyi bir performans sergilerken, 1995 yılından başlayarak birden çok dışsal şokun etkisinde kalmıştır:

1. A.B.D. faiz oranlarındaki artış ve Meksika krizi,
2. 1998 Rusya krizi ve yükselen piyasa ekonomilerinden sermaye çıkışları,
3. 1997-98 yıllarında Brezilya realini hedef alan spekülasyon saldırıları ve 1999 yılında realin devalüe olması,
4. 1999 yılında yaşanan bölgesel durgunluk,
5. 2000 yılında başlayan global durgunluk,

Arjantin bölge ülkeleriyle aynı dış şoklara maruz kaldığı halde, 2000 yılından başlayarak bu ülkelerden daha kötü bir ekonomik performans göstermiş ve daha büyük sermaye çıkışları yaşamıştır. Bunun için iki açıklama bulunmaktadır; ya Arjantin ekonomisinin dışsal şoklarla

karşılaştığında söz konusu ülkelerden daha büyük yapısal kırılma riskleri mevcuttu ya da yaşadığı şoklara uyum için uyguladığı politikalar daha yetersiz<sup>54</sup> kaldı (Perry ve Serven, 2003).

Calvo ve diğerleri (2002) sayılan bir çok kırılma riskinin yanında Arjantin'in dışsal şoklardan daha ciddi ve uzun süreli olarak etkilenmesinin sorumlusu olarak üç yapısal kırılma riskinin altını çizmektedir:

1. Dış ticarete konu mal üretiminin bu mallara olan yurtiçi talebe kıyasla çok düşük kalmasının reel döviz kurlarında yarattığı dengesizlik.

2. Ticarete konu olmayan sektörlerdeki yükümlülükler dolarizasyonunun, bu sektörleri kurda bir reel değer kaybı yaşanması durumunda bilanço risklerine açık hale getirmiş olması.

3. Zaten yüksek olan yabancı para cinsinden kamu borcunun uygulanan ekonomik politikaların da etkisiyle reel değer kaybı sonrasında çevrilemez hale gelmiş olması.

**Türkiye:** 2000 yılında yaşanan bazı dışsal gelişmelerin krizin temelinde yatan kırılma riskleri artırarak uygulanmakta olan istikrar programının başarısını olumsuz etkilediği düşünülmektedir. Federal Reserve Bank'ın A.B.D. ekonomisini soğutmak amacıyla yaptığı ve toplamı 100 baz puanı bulan faiz artırımları<sup>55</sup> bu gelişmelerden ilkinin oluşturmaktadır. Yapılan çalışmalar da endüstrileşmiş ülke faiz oranlarındaki artışlarla yükselen piyasa ekonomilerinde yaşanan krizler arasında önemli bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır (Eichengreen ve Rose, 1997).

Diğer yandan, 2000 yılında petrol fiyatlarında da ciddi bir yükseliş yaşanmıştır. 2000 yılının Ocak ayında varil başına 17.8 A.B.D. doları düzeyinde olan ham petrol fiyatları Aralık ayı sonu itibarıyla varil başına 28.5 A.B.D. dolarına ulaşmıştır. Petrolün üretimde önemli bir girdi olması nedeniyle petrol fiyat artışları maliyet ve fiyatlara yansyarak enflasyon

---

<sup>54</sup> Uygulanan makroekonomik ve mali politikaların yeterliliği ise bir sonraki başlık altında tartışılacaktır.

<sup>55</sup> Artırımlar sonucunda "Federal Funds Rate" yüzde 5.5 seviyesinden yüzde 6.5'a yükselmiştir.

hedefine ulaşımı daha zor hale getirmekte ve cari açık problemini büyütmektedir<sup>56</sup>.

Cari işlemler dengesindeki bozulmanın sorumlusu olduğu düşünülen bir başka faktör de, doların euroya karşı değer kazanmasıdır. 2000 yılının başında 1.01 olan euro/A.B.D. doları paritesi 0.84'e kadar gerilemiş ve yılı 0.94'den kapatmıştır. Türkiye'nin hammadde ve ara mal ithalatını A.B.D. doları üzerinden gerçekleştirdiği buna karşılık ihracatının önemli bir bölümünü euro bölgesine yaptığı gerçeğine dayanarak paritedeki A.B.D. doları lehine gelişme dış ticareti olumsuz etkileyerek, cari açık sorununu daha belirgin hale getirdiği söylenebilir.

Bunlara ek olarak 2000 yılında AB ilişkilerindeki bozulma, bir başka yükselen piyasa ekonomisi ve istikrar programı uygulayıcısı olan Arjantin'in yaşadığı mali zorluklar dış şartları daha da olumsuzlaştırırken, (bütçe dışı fonların tasfiyesi ve bankacılık reformuyla ilgili bazı düzenlemelerin gecikmesi sonucunda) IMF'in stand-by anlaşması çerçevesinde Türkiye'ye kullandığı kredinin 3. dilimini ertelemesi, Dünya Bankası ve Japon Hükümeti'nin Mali Sektör Uyum kredilerini askıya alması, kredi derecelendirme kuruluşu Standard and Poors'un Türkiye'nin ve 7 Türk bankasının görünümünü olumludan durağana çevirmesi ve bir bankanın notunu düşürmesi (Standard & Poor's, 2000), ülkenin kredibilitesine zarar vererek, programın sürdürülebilirliğine dair şüpheleri kuvvetlendirmiştir.

#### **4.9. Uygulanan Makroekonomik ve Mali Politikalar**

**Meksika:** 1994 Meksika krizini konu alan çalışmaların birçoğu diğer faktörlerin yanında, uygulanan kısa vadeli ekonomik ve mali politikaların yarattığı zayıflığın üzerinde durmuştur (Calvo, 1996; Edwards,1997; Ötke ve Pazarbaşıoğlu,1996; Özatay ve Sak, 2001; Sachs ve diğerleri 1995). Yaşanan krizin iç ve dış şoklar sonucu yaşanan sermaye çıkışları kadar yapılan yanlış ya da yetersiz politika seçimlerinin de bir sonucu olduğu öne sürülmüştür.

---

<sup>56</sup> Petrol fiyatlarının Türkiye ekonomisine etkisi için bkz. Kibritçiöğlü (2000).

Colosio suikastinin ardından pezo değer kaybetmeye ve sermaye çıkışları sonucu faizler hızla yükselmeye başladığında yetkililer bunun geçici bir durum olduğunu düşünerek, döviz kuru politikasına sadık kalma ve yurtiçi faiz oranlarındaki yükselişi genişletici para politikası uygulayarak kontrol altına alma kararı almışlardır. Merkez Bankası rezerv çıkışlarının etkisini sterilize etmek amacıyla özel sektöre yönelik kredi hacmini artırmış, döviz kuru bandında herhangi bir değişiklik yapmamıştır. Özellikle kalkınma bankaları aktif bir şekilde kredi vermeye başlamış, 12 aylık (1993-1994 Haziran) dönemde bu bankaların aktifindeki krediler yüzde 35'lik bir artış göstermiştir. 1995 Para Programında Bank of Mexico bu politika seçimini şöyle açıklamıştır:

Eğer sistemden çekilen likidite, para politikası uygulamalarıyla sisteme yeniden sağlanmasaydı, faiz oranları, borçluları ve finansal kuruluşları çok kötü duruma düşürecek düzeylere ulaşabilirdi. Özel sektör ve finansal sistemdeki bu bozulma daha fazla sermayenin ülkeyi terk etmesine yol açardı (Edwards, 1997).

Mart 1994 itibariyle zaten finansal açıdan kırılgan olan (geri dönmeyen kredilerin bankacılık kredilerinin içindeki payının yüzde 8.5 olduğu) bankacılık sisteminin varlığı düşünüldüğünde bu gerekçe haklı görülmektedir. Bu noktada, Sachs ve diğerleri (1995) döviz kurunun değer kaybetmesine izin verilerek, yurtiçi kredi hacminde orta düzeyde bir genişleme sağlanmasının daha doğru bir tercih olduğunu ileri sürmektedir<sup>57</sup>. Ek 1.22., Meksika'nın önündeki politika alternatiflerini göstermektedir. Bilindiği gibi, kredi hacminde genişlemeye giderek, sabit kuru sürdürmek yıl sonuna kadar rezervlerin tükenmesiyle sonuçlanmıştır.

Yetkililerin diğer politika seçimi ise borcun çevrilebilmesiyle ilgilidir. 1990 yılından başlayarak yabancılar pezo cinsinden borçlanma araçlarına yatırım yapma hakkı elde etmişlerdir. Uygulanan istikrar programı ile birlikte ülkeye çoğunluğu kısa vadeli olan büyük miktarda yabancı sermaye akımı

---

<sup>57</sup> Yazarlar 1992-1993 yıllarında Avrupa'da yaşanan krizi örnek göstermiş, İngiltere, İsveç, Finlandiya ve Norveç'in kurlarının Alman markı karşısında değer kaybetmesine izin vererek, rezervleri tükenmeden ve bankacılık sektörlerini likidite sıkışıklığına sokmadan krizden çıkışlarını belirtmiştir.

olmuştur. Merkez Bankası bu sermaye girişlerini kısa vadeli pezo cinsinden kıymetlerle (Cetes) sterilize etmiş ve 1993 yıl sonu itibariyle net uluslararası rezervlerin tamamına yakın miktarda bir Cetes stoğu oluşmuştur. (Tesobonos'ları da içeren toplam M3 ise çok daha büyüktür) 1994 Mart'ında yaşanan suikast sonrasında devalüasyon riski algılamalarında meydana gelen artış ve borçlanma faizlerindeki yükseliş kısa vadeli olan bu borcun çevrilebilirliğini zorlaştırmıştır. Hükümet faizlerde seçim yılında resesyon yaşanmasına sebep olabilecek ve bankaları zor durumda bırakacak bir yükseliş göze almak yerine vadesi gelen pezo borçlarını A.B.D. doları cinsinden daha düşük faizli bir enstrüman olan Tesobonos ile değiştirmeyi tercih etmiştir. Bu yolla çıkan sermayenin yerine yurtdışı yatırımcılardan döviz finansmanı sağlanmış, diğer taraftan olası bir devalüasyon daha maliyetli hale getirilerek döviz kuru rejimine bağlılığın gösterilmesi ve kredibilite sağlanması amaçlanmıştır. Ancak geçici olmadığı görülen politik istikrarsızlık ortamında Tesobonos stoğunun (rezervlere oranla) büyüklüğü kadar vade yapısı<sup>58</sup> da tedirginlik yaratmıştır. Tesobonos'ları elinde bulunduran büyük kurumsal yatırımcılar döviz kuru riskine maruz olmadıkları halde, Meksika hükümetinin borcunu kısmi olarak ödememe kararı alması, sermaye çıkışlarına kontrol gelmesi ya da zorunlu bir borç öteleme olması endişeleriyle bir an önce piyasadan çekilmek istemişlerdir. Analistler Aralık 1994'e gelinmesinde Tesobonos borcunun önemli bir rolü olduğuna inanmaktadırlar (Altınkemer, 1996)

Eleştirilerin odağı olan bu iki uygulamanın yanısıra, 1994 yılında yürütülen seçim kampanyası nedeniyle gevşek bir maliye politikası izlenmeye başlanmış, kamu disiplini de borç sorununu büyütecek biçimde sekteye uğramıştır (Edwards, 1997).

**Arjantin:** Arjantin'in ortaya konan mali ve ekonomik problemlerinin dış ve iç şoklarla birleşerek bir kriz haline dönüşmesinde, bu krizin derinleşmesinde ve bankacılık sistemini de içine alacak kadar genişlemesinde Aralık 1999-Aralık 2001 döneminde uygulanan mali ve ekonomik politikaların da rolü olduğuna inanılmaktadır.

---

<sup>58</sup> 1995 yılının ilk yarısında vadesi dolan yükümlülükler döviz rezervlerinin miktarını aşmaktaydı.



De La Rúa Hükümeti 1999 yılında görev aldığı anda durgun bir ekonomi ve büyüyen bir kamu borcunu da birlikte devralmıştır. Hükümetin ilk önlemi “Impuestazo” ismi verilen vergi paketi ile vergi gelirlerini artırarak mali dengesizlik sorunlarını çözmek yönünde olmuştur. Ekonomi ağır vergi yükünün altında küçülmeye devam ederken, hükümet de borcunu fonlamada daha fazla zorlanır hale gelmiştir. Güveni tesis ederek büyümeyi yeniden canlandırmayı amaçlayan bu uygulama durgunluğun derinleşmesine, buna bağlı olarak da borcun çevrilebilirliğinin sorgulanmaya başlanmasına sebep olmuştur (Schuler, 2002).

2000 yılının sonunda Arjantin’in geçici likidite problemleriyle karşı karşıya kaldığı düşünülerek uluslararası finansal kuruluşların da desteğiyle 40 milyar A.B.D. dolarlık “Blindaje” isimli yardım paketi gündeme gelmiştir. Bu adım da yönetimin Arjantin’in mali problemlerine gösterdiği yetersiz ve yanlış yaklaşımın bir göstergesidir (Calvo ve diğerleri, 2002).

2001 Mart ayında ekonomi bakanı olarak görev alan Cavallo yönetimi ilk olarak gelir yaratmak amacıyla düzenlenen finansal işlemler vergisini<sup>59</sup> ve ardından da heterodoks yöntemleri içeren büyüme odaklı bir stratejiyi uygulamaya koymuştur. Bu strateji ithalatın vergilendirilmesi, ihracatın teşvikinin yanında para ve döviz kuru politikasında Para Kurulu rejiminin temelleriyle çelişen önemli değişiklikleri içermektedir. Konvertibilite Kanunu çerçevesinde A.B.D. doları ile Arjantin pezosu arasında kurulan 1:1 sabitleme bozularak, pezo önce sadece ticari işlemleri kapsayacak şekilde, A.B.D. doları euro paritesi 1’e ulaştığında da tüm işlemler için geçerli olmak üzere eşit ağırlıkta A.B.D. doları ve euro’dan oluşan bir döviz kuru sepetine sabitlenmiştir. Dönüşüm faktörü (convergence factor) denilen bu düzenleme ile ikili bir döviz kuru sistemi (dual exchange rate) uygulamaya geçirilmiş ve ticari işlemler için döviz kuru fiilen yüzde 8 oranında devalüe edilmiştir. Ülke riski ile ilgili faktörleri gözardı eden, reel döviz kurundaki dengesizliğin tamamen Brezilya realinin ve euro’nun değer kaybından kaynaklandığı görüşüne dayanarak yapılan ve Arjantin’in dış ticaretteki rekabet gücünü

---

<sup>59</sup> Nisan 2001’de yürürlüğe giren ve Ağustos ayında yükseltilen finansal işlemler vergisi katma değer yerine brüt değer üzerinden vergilendiren katlı yapısı nedeniyle ürünü üretimin her aşamasında yeniden vergilendirmekte ve üretimi aşırı maliyetli hale getirmektedir (Schuler, 2002).

artıracağı düşünölen bu devalöasyon mevcut reel kur dengesizliğini gidermek konusunda yeterli olamamıştır.<sup>60</sup> Bu politika amaçlanan büyümeyi sağlayamadığı gibi, borcun sürdürülebilirliği ve döviz kuru politikasının devamlılığının şüphe konusu olmaya başlamasına sebep olmuştur. Konvertibilite'nin bozulması hükümetin her an para kurulunu bozup devalöasyon gerçekleştirebileceğine dair olumsuz algılamaları artırırken, devalöasyonun bankacılık sistemi üzerindeki etkilerinden dolayı duyulan endişeler nedeniyle bankacılık sisteminden sessiz bir mevduat çekilişi başlamıştır. Bekleyişleri oldukça olumsuz bir şekilde etkileyen bu politikanın 2001 yılına kadar sağlamlığını koruduğu düşünölen Arjantin bankacılık sisteminin krize girmesinde önemli bir rolü olduğu, hatta yaşanan büyük mevduat çekilişlerinin ve uluslararası rezervlerdeki kaybın da bu uygulama ile bağlantısı olduğu düşünölmektedir.

Yönetim aynı zamanda genişletici bir para politikası uygulama kararı almış, ancak bu politika Merkez Bankası Başkanı Pou, Bankanın bağımsızlığını zedeleyecek ve mevcut ekonomi yönetimine gölge düşürecek bir şekilde görevden alındıktan sonra uygulanabilmiştir. Konvertibilite Kanunu para tabanının karşılığında yabancı para varlıklardan oluşan uluslararası rezerv tutma şartı getirmiş, ancak belli bir oran dahilinde yabancı para cinsinden Arjantin devlet kağıdı tutulmasına izin vermiştir. Bu madde yeni yönetime genişletici para politikası izlemesi için olanak yaratmıştır. Zorunlu karşılıklar politikası kredi hacmini artıracak şekilde gevşetilmiş, ticari bankalara Merkez Bankası tarafından kredi sağlanmışır. Genişletici para politikası sinyallerinin verilmesinin hemen ardından banka mevduatlarında 2001 yılı Nisan'ından Aralık ayına kadar sürecekl hızlı bir çekiliş yaşanmıştır. Nisan-Aralık 2001 döneminde uluslararası rezervlerde yaşanan kaybın da büyük ölçüde Merkez Bankası'nın kredi hacminde yarattığı artıştan kaynaklandığı düşünölmektedir. Kriz derinleştikçe, sistemden çıkmayan mevduatlar (mevduat sahiplerinin yurtdışında yerleşik merkezlerin ya da kuruluşların Arjantin'deki bağılı bankalarını mali açıdan destekleyeceğine olan

---

<sup>60</sup> Calvo ve diğerleri (2002), Arjantin için dış ticaret açısından euro kadar önemli olan Brezilya realinin kur sepetine dahil edilmemiş olmasını gerçekteki temel amacın rekabet gücünü artırmak olmadığı şeklinde açıklamaktadır.

inançları nedeniyle) yabancı kökenli bankalara kaymaya başlamıştır. Arjantin Merkez Bankası bu aşamada sisteme sağlanan krediyi sterilize etme söylemiyle mevduat toplamaya devam eden bankaların ayırmak zorunda oldukları karşılık oranlarını artırmıştır. Bu adım yabancı bankalara yönetim tarafından farklı davranıldıkları izlenimini vermiş ve hükümetin nezdlerinde bulunan mevduata her an el koyabileceği yönünde bir endişe uyandırmıştır. 30 Kasım'da yaşanan büyük çekiliş sonucunda 1 Aralık 2001 tarihinde mevduat çekilişi ve yurtdışına kaynak transferine kısıtlamalar getirilmiştir (Calvo ve diğerleri, 2002).

Diğer yandan hükümet 2001 yılının Haziran ayında vadesi gelen kısa vadeli borçları için büyük bir borç takası düzenlemiştir. Bu yöntem hükümete vadesi gelen borçların yerine yeniden borçlanabilmek için piyasa erişimi sağlamış, borçların çevrilebilirliği ve faiz oranları konusundaki belirsizliği ortadan kaldırmış, borcun vade yapısını uzatıp, faiz ödemelerini ileri atarak nakit akım dengesini iyileştirme imkanı tanımıştır. Arjantin, borç takasıyla kamu borcunun ortalama vadesini 7.5 yıldan 8.2 yıla uzatmış ve kısa dönem faiz yükünde 1.7 milyar A.B.D. dolarlık bir azalış sağlamıştır. Ancak, aşırı yüksek faiz oranlarından<sup>61</sup> yapılan bu değişim borcun geri ödenmemesi riskini daha da artırmış, acil fonlama ihtiyacını ortadan kaldırırken, gerekli ekonomik büyümenin sağlanamaması durumunda gelecek yıllar için taşınması imkansız bir borç yükü yaratmıştır. İhtiyaç duyulan büyümenin gecikmesi halinde yatırımcılar tahvilleri portföylerinden çıkarmak isteyecek, bu durum kıymetleri ellerinde tutan bankaları ve emeklilik fonlarının mali durumunu bozarak hükümet için yeni bir mali yük yaratabilecektir (Eichengreen,2001)<sup>62</sup>.

**Türkiye:** Türkiye'nin uyguladığı IMF destekli 2000-2002 istikrar programının başarısızlığında da diğer ülkelerde olduğu gibi kriz öncesinde ve krizde izlenen politikaların rolü irdelenmiştir. Bazı kaynaklar Türkiye'nin söz konusu dönemde kura dayalı bir istikrar programıyla başarıyı sağlamak için

---

<sup>61</sup> Yatırımcılar ellerinde bulunan kıymetlerin vadesini uzatma karşılığında yüksek primler talep ettikleri için, yeni Arjantin tahvilleri yüzde 14-16 arasında değişen faiz oranlarından ihraç edilmiştir (Eichengreen, 2001, s.15).

<sup>62</sup> Sabit kuru savunmak için yapılan dış borçlanma döviz rezervlerini artırmakta ancak ekonominin büyüme hızı üzerindeki faiz oranlarıyla alınan borç, krizi ertelemek yerine daha da öne alabilmektedir (Buiter, 1987). Döviz kuru krizleri ile ilgili literatürde yer alan bu bulgu borç takasının riskine ilişkin yapılan açıklamayı destekler niteliktedir (Eichengreen, 2001).

yeterli politik irade ve disipline sahip olmadığını vurgular (NBER, 2001) ve geçmişte izlenen politikalar sonucu oluşan kırılmalıklar ile reform sürecine ilişkin olarak program uygulamasından kaynaklı aksaklıklara dikkat çekerken (Özatay ve Sak, 2002), diğer çalışmalar IMF programının içerdiği tutarsızlıklar ve hatalı politikalar nedeniyle krizin kaçınılmaz olduğunu savunmaktadırlar (Yeldan, 2001).

Fischer, (2001, s.13) Kasım krizi sonrasında yaptığı bir konuşmada Türkiye'nin yaşadığı krizin uygulanmakta olan programın düzenleniş biçiminden çok bankacılık sektöründe yaşanan problemlerden ve cari açığın büyümesini önleyecek mali tedbirlerin alınmamasından kaynaklandığını ileri sürmüştür. Aslında altı çizilmek istenen nokta politika uygulamalarındaki zayıflıktır.

Diğer taraftan 2000-2002 istikrar programı, bilinen risklerine ve finansal sistemdeki kırılmalıkların varlığına rağmen döviz kuruna dayalı bir enflasyonu düşürme biçimi benimsemesi, sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ülkede ahlaki bozulma yaratarak bankalarca alınan döviz kuru riskini artıran 18 aylık geçiş stratejisi nedeniyle eleştiri konusu olmuştur (Eichengreen, 2001, s.12).

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### SONUÇ VE ÖNERİLER

1990'lar ve 2000'li yılların başı para ve döviz kuru politikası uygulayıcıları için zorlu bir dönem olmuştur. Krizlerin finansal piyasaların kuruluşundan bu yana varolduğu bilinmekle birlikte, 1990'larda yükselen piyasa ekonomilerinde yaşanan krizlerin geçmişte yaşanan krizlerle karşılaştırıldığında daha global bir nitelik taşıdığı ve ekonomik ve politik istikrar için daha büyük bir tehlike oluşturduğu düşünülmektedir (Edwards, 2000a; Feldstein, 2002b).

Meksika, Arjantin ve Türkiye'nin de içinde bulunduğu bir çok yükselen piyasa ekonomisi yaşadıkları krizler sonucunda uyguladıkları istikrar programlarını ve döviz kuru rejimlerini sona erdirmek ve döviz kurlarını dalgalanmaya bırakmak durumunda kalmışlardır. Ülkelerin bankacılık ve finansal sistemlerinin yapısal özellikleri döviz kuru krizlerini finansal krizlerle birleştirmiş, ülke hükümetleri ve merkez bankaları için kriz yönetimi dahilindeki politika seçimlerini zorlaştırmının yanında krizlerin ülke ekonomilerine verdiği zararı derinleştirmiştir.

Meksika 1987, Arjantin 1991 ve Türkiye 1999 yılında enflasyonu düşürmek ve makroekonomik istikrarı sağlamak amacıyla döviz kuruna dayalı kapsamlı istikrar programları uygulamaya koymuşlardır. Başlangıçta üç ülke de benimsedikleri programları uygulamada gösterdikleri kararlılık, gerçekleştirdikleri reformlar ve attıkları adımlar nedeniyle diğer gelişmekte olan ülkelere örnek olarak gösterilmiş; sermaye hareketlerinin tamamen serbest olduğu ülke piyasalarına, söz konusu dönemde, önerdikleri yüksek getiriler, sabit döviz kuru rejimlerinin sunduğu döviz kuru istikrarı ve ekonomik istikrarın sağlanacağına dair oluşan güvenin etkisiyle büyük miktarda yabancı portföy yatırımı akmıştır.

Yaşanan deneyimlerin, ülkesel özelliklerin varlığına rağmen, gösterdiği benzerlik ve bu deneyimlerin gözardı edilemeyecek sonuçları bu krizlerin arkasında yatan faktörlerin anlaşılmasını son derece önemli kılmaktadır. Buna dayanarak bu çalışmada, Meksika'nın 1994 ve Arjantin'in 2001 yılında yaşadığı krizlerin gelişimi incelenmiş ve bu krizlerde rol oynayan temel faktörler belirlenmeye çalışılmıştır. Çalışma krizlerin kaynağını oluşturduğu düşünülen 9 temel ögeye işaret etmektedir:

1. Sabit Döviz Kuru Politikası
2. Reel Döviz Kuru Değerlenmesi
3. Cari İşlemler Açığı
4. Borç Yüğü / Mali Dengesizlik
5. Sermaye Hareketleri
6. Finansal Sistemin Kırılganlıkları
7. İçsel Şoklar
8. Dışsal Şoklar
9. Uygulanan Makroekonomik ve Mali Politikalar

Meksika ve Arjantin krizlerinin temelinde yattığı düşünülen bu faktörlerin Türkiye 2000-01 krizlerinde de kırılganlıkların kaynağını oluşturduğu görülmüştür. Bu faktörlerin gelişimi ve krizlere etkisi üzerindeki tartışmaların bir fikirbirliğine ulaşmadığı kabul edilmekle birlikte, gelecekte yaşanabilecek krizleri önlemenin yaşanan krizlerden doğru derslerin çıkartılmasına bağlı olduğu düşünülmektedir. Bu çalışmanın amacı üç yükselen piyasa ekonomisinin yaşadığı krizlerden dersler çıkartılmasını mümkün kılacak ortak unsurları ortaya koymaktır.

Son on yıllık dönem içinde sermaye hesabı krizi yaşayan yükselen piyasa ekonomilerinin (Meksika, Asya ülkeleri, Rusya, Brezilya, Türkiye ve Arjantin) ortak noktası tüm bu ülkelerin<sup>63</sup> söz konusu krizler öncesinde bir çeşit sabit kur politikası uygulamakta olmalarıdır. Sabit döviz kuru üstlendiği nominal çapa fonksiyonu nedeniyle fiyat istikrarını sağlamayı amaçlayan

---

<sup>63</sup> Fischer, (2002) 1998-99 Ekvador krizini bu genellemenin dışında tutmaktadır.

lkeler tarafından tercih edilmektedir. Sabit döviz kuru sistemleri döviz kuru dalgalanmalarını ortadan kaldırarak yabancı sermaye girişlerini ülkeye çekmektedir. Ancak kurun sabitlenmesi yurtiçi fiyat artışlarının yurtdışı fiyat artışlarının üzerinde kalması veya kurun bağlandığı para biriminin ülkenin rekabet gücünü bozacak şekilde diğer para birimlerine karşı nominal olarak değer kazanması sonucu ülke parasının reel olarak aşırı değerlendirilmesine sebep olmaktadır. Yaşanan krizlerin ortaya koyduğu sonuç, sermaye hareketlerinin serbest olduğu ortamda, sabit döviz kuru sistemlerinin ülke ekonomisini olası bir spekülâtif saldırıya karşı kırılgan hale getirdiği ve sürdürülebilir olmadığı yönündedir. İmkansız Üçleme adıyla anılan bu görüş “soft peg” olarak nitelendirilen yarı-sabit bir döviz kuru politikasının bağımsız bir para politikası ve sermaye hesabı serbestisi ile birarada bulunamayacağı düşüncesine dayanmaktadır.

1994’de patlak veren Meksika krizi sabit döviz kuru politikalarının tutarlı maliye politikalarıyla desteklense dahi uygulandığı süreç içinde ülkeleri krizlere karşı ne derece kırılgan hale getirdiğini açık biçimde ortaya koymuştur. Buna karşın, sabit ve yarı-sabit kur politikaları yüksek veya kronik enflasyonu ortadan kaldırarak fiyat istikrarını sağlamayı hedefleyen yükselen piyasa ülkeleri tarafından tercih edilmeye devam etmiştir. Meksika krizi, kırılganlıkların zaman içinde oluştuğu ve ekonominin güçlü olduğu durumda fiyat istikrarı sağlanır sağlanmaz sabit kurdan çıkılması gerektiği görüşünü ön plana çıkarmıştır. Meksika krizinden alınan derslerle oluşturulan Türkiye programının özgün yapısı ise, sabit kurdan önceden tanımlı bir çıkış mekanizmasını barındırmasına karşın, planlanan kademeli çıkışın yerini ekonomiye büyük zararlar veren bir krizin almasını engelleyememiştir. Türkiye krizi döviz kuru çapasının, içinde bir çıkış mekanizması barındırorsa dahi, riskli bir politika olduğunu teyit eder niteliktedir.

Yarı-sabit döviz kuru politikaları ile enflasyondaki katılığı yenmeyi seçen Meksika ve Türkiye’nin aksine, Arjantin 1991 yılında Konvertibilite Kanunu ile parasını birebir olarak A.B.D. dolarına bağlayarak, 10 yıla yakın bir süre boyunca para kurulu sisteminin başarısına örnek olarak gösterilmiştir. Geçmişine aşırı parasal istikrarsızlığın hakim olduğu bu ülke

için para kurulu ekonomiye hızlı bir biçimde güvenin sağlanabileceği bir çıkış yolu olmuştur. Ancak para kurulunun, katı yapısı ile kredibilitiyi artırma konusunda avantaj sunarken, ekonominin içsel ve dışsal şoklara uyumu önünde ciddi bir engel oluşturduğu düşünülmektedir. Aşağı yönlü fiyat esnekliği 1990'lar boyunca ekonominin maruz kaldığı reel şokların ters etkisini karşılamak konusunda yetersiz kalmış, düzeltilemeyen reel efektif döviz kuru dengesizliği özellikle 1996 yılından sonra dış pozisyonun kırılganlığını artırıcı bir rol oynamıştır. Arjantin'in para kurulunun çöküşü ile birlikte yaşadığı ekonomik kriz, sadece tam-katı sabit kur rejimleri ile esnek kur rejimlerinin sürdürülebilir olduğunu savunan uçlar görüşünün kredibilitisini tartışmaya açmıştır. Çalışmada, para kurulu rejimini Arjantin krizinin arkasındaki tek neden olarak kabul eden görüş tam anlamıyla benimsenirse de, Arjantin deneyimine dayanarak Konvertibilite programı çerçevesinde uygulanan para kurulunun aşırı katı yapısıyla kırılganlıklara zemin hazırladığı ve mali dengesizlik, yüksek borçluluk ile dışsal şokların varlığı altında uzun süre sürdürülebilir olmadığı sonucunu çıkarmak mümkündür.

Başka bir ülke ya da bölgenin para biriminin tek taraflı olarak benimsenmesi ya da karşılıklı anlaşmalar çerçevesinde bir para birliğine katılma seçeneği bir tarafa bırakılırsa, sabit kur rejimlerine alternatif seçenek, döviz kurunun dalgalanmaya bırakılmasıdır. Kurun serbestçe dalgalandığı bir döviz kuru politikası, sürdürülmesi güç cari denge problemlerinin büyüyen ve bekleyişleri etkileyerek, ekonomiyi iyi dengeden ikinci-nesil kriz modellerinde sözü edilen biçimde kötü dengeye taşınması ve bir döviz kuru krizi ile sonuçlanması gibi riskleri beraberinde getiren sabit kur sistemlerinin aksine, büyüyen bir cari işlemler açığının bir döviz kuru krizi yaşanmaksızın düzeltmesini mümkün kılmaktadır.

1990'larda yaşanan gelişmekte olan ülke krizleri reel kurda aşırı değerlenmenin önüne geçilmesi gereken bir süreç olduğuna işaret etmektedir. Daha açık bir ifadeyle, reel olarak aşırı değerli döviz kurları dış pozisyonun sürdürülebilirliğiyle çelişir niteliktedir. Meksika örneği bu unsura ışık tutarken, Arjantin ve Türkiye krizleri de 2000'lerin başında nominal döviz



kurunun ya da döviz kuru artış oranının sabitlenmesi halinde olası reel kur değerlenmelerinin, görelî fiyatları ihracat aleyhine bozarak, ülkelerin dış pozisyonunu zayıflattığını bir kez daha ortaya koymuştur. Türkiye örneğinin diğer iki Latin Amerika ülkesinin deneyiminden farklılığı Türk parasının, kriz öncesinde Meksika ve Arjantin pezosuna göre daha kısa süreli bir reel değerlenme süreci geçirmiş olmasıdır. Bu özellik, aşırı reel değerlenmenin döviz kurunun uzun dönemli denge seviyesinden kalıcı biçimde uzaklaşması olarak ifade edilen tanımına tam anlamıyla uymamaktadır. Ancak, enflasyon gerçekleştirmelerinin hedeflerin ve önceden belirlenen döviz kuru artış oranlarının çok üzerinde kalması bir yandan programın kredibilitesine zarar verirken, diğer yandan ülkenin dış ticaretteki rekabet gücünü zayıflatmıştır. Söz konusu dönem içinde dış ticaret ve cari işlemler dengelerindeki bozulma gözardı edilemeyecek düzeydedir.

Burada altı çizilmesi gereken nokta, kurda reel değerlenmenin sadece sabit kur rejimlerine özgü olmadığını hatırlamak gerektiğidir. Serbest dalgalanan kur politikasının farkı, bu sistemde olası bir reel döviz kuru dengesizliğinin bir nominal döviz kuru düzeltmesi ile giderilebilmesidir. Örneğin, geçici bir tüketim patlamasının reel döviz kurunu denge seviyesinin üzerine taşımasına ve cari işlemler dengesinin bozulmasına, (piyasa oyuncularının ülke parasını satarak döviz almaları sonucunda) ülke parası nominal olarak değer kaybederek karşılık vermekte ve kurda aşırı reel değerlenme ile büyüyen bir cari işlemler açığının yaratabileceği riskler bu şekilde önlenmektedir. Bu nedenle, Goldfajn ve Valdes (1999)'in de belirttiği gibi, ülke ekonomileri için önemli bir kırılma kaynağı oluşturan kalıcı ve büyük reel kur dengesizliklerinin dalgalı kur sisteminde sabit kur sistemlerine göre daha az sıklıkla gözlemlendiği düşünülmektedir.

Ancak, hiç bir döviz kuru sisteminin tek başına temel ekonomik zayıflıkları dengeleyebilecek ve döviz kuru krizlerine karşı tam koruma sağlayacak bir nitelik taşımadığı da unutulmamalıdır. Örneğin dalgalı döviz kuru rejimi, yukarıda açıklanan nedenlerle çıkabilecek bir krize karşı, sabit döviz kuru rejimlerine göre daha güvenli olmakla birlikte, dış finansman krizlerine karşı herhangi bir koruma sağlamamaktadır. Daha açık bir ifadeyle,

piyasalarda bir ülkenin borçlarını çevirme gücünden yoksun olduğuna dair oluşabilecek bir inanın, ülke ekonomisini bir dış finansman krizinin eşiğine taşıması dalgalı kur politikasını benimsemiş bir ülke için de mümkündür. Bu da mali dengenin önemine işaret etmektedir.

Arjantin ve Türkiye krizleri, mali disiplini oluşturmaksızın döviz kurunu yönetmenin istikrarı sağlama konusunda başarı getirmeyeceğini göstermiştir. Mali disiplin eksikliği Arjantin'in yaşadığı kriz deneyiminin temel nedenlerinden biri olarak gösterilmekte ve ekonominin büyüme eğiliminde olduğu dönemlerde bütçe fazlalarının bir rezerv oluşturmak için kullanılmasının gerekliliğine işaret etmektedir. Arjantin'in ekonominin gelir elde etme kapasitesinin yüksek olduğu yıllarda mali disiplini sağlama konusunda yeterli çabayı göstermemesi, takip eden yıllarda ekonominin dış şokların da etkisiyle derin ve kalıcı bir resesyona girmesine sebep olmuştur. 2001 krizi sonucunda Türkiye mali açıdan Arjantin'in içinde bulunduğu duruma düşmemiş olsa da, borcun sürdürülebilirliği tartışmalarının dışında kalmış değildir. Sürdürülebilirliği sağlamak gerek yerli, gerekse yabancı yatırımcılara güvenilir bir maliye politikası ile "Borç/GSYİH" oranının düşmeye başlayacağına dair sinyalin verilmesiyle mümkündür.

Yüksek borçluluğun gelişmekte olan ülkeler için bir yandan kriz riskini artırırken, diğer yandan yaşanan krizlerin derinleşmesine katkıda bulunduğu düşünülmektedir. Optimal "Kamu Borcu/GSYİH" oranı ile ilgili olarak üst sınırı yüzde 60 olarak belirleyen Maastricht kriteri yerleşik bir kural olarak kabul edilse de, ülke riskleri nedeniyle endüstrileşmiş ülkelere göre daha yüksek ve dalgalı faiz oranlarıyla borçlanmak zorunda olan, borçlanma şartları kadar imkanları da dalgalanma gösteren ve bütçeleri faiz şoklarına karşı daha duyarlı olan yükselen piyasa ekonomileri için söz konusu oran yüksek kalmakta, dahası uluslararası sermaye piyasalarına aşırı bağımlılık bu ülkeler için daha büyük bir tehlike arzedeabilmektedir.

Gerek dış gerekse iç borcun sürdürülebilirliği, borç yükü-borcun yapısı ile ülke ekonomisinin borcun servisini ve geri ödemesini yapma kapasitesi arasında yapılan karşılaştırma sonucunda değerlendirilmektedir. Başka bir temel ekonomik göstergenin zayıflığı ülkenin borcu taşıma gücünü

azaltmaktadır. Cari işlemler hesabının açık veriyor olması, bankacılık sisteminde varolan kırılganlıklar, krizden korunmak isteyen bir yükselen piyasa ekonomisinin mali disiplini sağlama ve borç yönetimi konusunda daha hassas davranmasını gerektirmektedir.

Meksika 1994 ve Türkiye 2000-01 krizleri sermaye hesabının serbest olduğu sabit döviz kuru rejimi uygulayan ülkelerde kriz öncesi dönemde edinilen döviz cinsinden kısa vadeli yükümlülüklerin yüksekliğinin ve bu yükümlülükleri karşılamak için gerekli olan uluslararası rezervlerin yetersizliğinin yarattığı kırılganlıklara dikkati çekmiştir. Kısa vadeli borcun merkez bankası rezervlerine oranı en önemli kırılganlık göstergelerinden biri olarak nitelendirilmekte ve piyasa oyuncularının ülke borcunu taşımak istememeleri halinde oluşacak baskıya ekonominin dayanma gücünü göstermektedir. Söz konusu kriz örneklerinde de finansal ve finansal olmayan kuruluşlar ülkenin döviz rezervlerini aşan miktarda döviz kuru riski üstlenmiş ve ülke ekonomileri global sermaye akımlarındaki büyük dalgalanmalara karşı kırılgan hale gelmiştir. Bu deneyimlere dayanarak olası döviz kuru krizlerinden korunmak için ülkelerin yeterli miktarda döviz rezervi tutması ve kısa vadeli döviz cinsinden borçlanmalarını sınırlı tutmalarının yararlı olacağına inanılmaktadır.

Cari işlemler açığının ise tek başına ne derece etkili bir öncü kriz göstergesi olduğu krizleri önceden tahmin etmeye yönelik çalışmaların üzerinde mutabık kalamadığı bir nokta olarak gösterilmektedir. Bu konuya ilişkin bazı görüşler cari işlemler açıkları önemlidir ya da önemli değildir sorusu üzerinde yoğunlaşırken, diğerleri dengesizliğin kaynağının kritik olduğuna işaret etmekte, yüksek cari açığın yeni yatırım fırsatlarını yansıtması halinde veya kamu bütçe dengesi mevcut olduğu taktirde, cari açığın bir kriz nedeni olamayacağını öne sürmektedir. Daha yeni modeller ise GSYİH'nın yüzde 4-5'i gibi genel anlamda geçerli bir tehlike sınırının varlığını ileri süren çalışmaların aksine dış ticaret dengesi ile dış borç yükünü birlikte ele alan ülke bazında bir sürdürülebilirlik kavramı üzerine odaklanmış görünmektedir.

Çalışmanın konu aldığı kriz deneyimleri incelendiğinde, cari işlemler dengesizliğinin özellikle Meksika ve Türkiye’de krizin patlak vermesinde önemli bir rol oynadığı görülmektedir. Uygulanan istikrar programları süresince büyüyen cari işlemler açıkları söz konusu ülkelerin döviz geliri yaratma imkanını sınırlamış ve ülkelerin gelecekteki dış borç ödemelerini yerine getirme yetisinin ciddi biçimde sorgulanmasına sebep olmuştur. Özel sektörün yatırım-tasarruf dengesizliğinin de önemli olduğuna işaret eden 1994 Meksika deneyiminin cari açık tartışmalarının yönünü kalıcı biçimde değiştirdiği ve yükselen piyasa ülkeleri için önemli bir ders içerdiği düşünülmektedir. Lawson doktrini adıyla anılan ve yüksek bir cari işlemler açığının çifte-açık oluşturacak şekilde kamu açığı ile birlikte olmadığı taktirde, bir kriz göstergesi sayılamayacağını savunan görüş Meksika kriziyle beraber tamamen geçersiz kalmıştır<sup>64</sup>. Cari işlemler dengesinde 2000 yılının başından itibaren yoğun biçimde görülen bozulma, Kasım 2000 Türkiye krizi öncesinde de makroekonomik tansiyonun<sup>65</sup> yükselmesinin en önemli nedenlerinden birini oluşturmaktadır.

Politik şoklar veya diğer bir ifadeyle içsel şoklar, kırılgan ekonomileri yatırımcı bekleyişleri yoluyla etkilemektedirler. Sermaye piyasalarının kendine özgün davranış biçimlerinin varlığı altında, piyasalarda bir ülkenin dış borcunu ödeme yetisi ya da isteğine dair oluşabilecek şüpheler kendi-kendini besleyen bekleyişler yoluyla ekonomiyi iyi dengeden kötü dengeye taşıyabilmektedir. Meksika’da NAFTA karşıtı ayaklanmalar ve Colosio suikastı, Arjantin’de başkan yardımcısı ve ekonomi bakanlarının üstüste gelen istifaları, Merkez Bankası’nın bağımsızlığına yapılan müdahaleler ve 1999 yılından başlayarak tüm kriz öncesi döneme yayılan politik istikrarsızlık ve Türkiye’de koalisyon hükümeti içindeki gerginlikler ile Cumhurbaşkanı ve Başbakan arasında meydana gelen politik kriz birer içsel şok etkisi yaratarak çalışmanın konusu olan üç krizde de ateşleyici görevi görmüştür. Arjantin deneyimi ise kriz yönetiminin önemini vurgulayarak uygulanan başarısız kriz politikalarının yapısal kırılganlıkları bünyesinde taşıyan ekonomiyi ve kriz

---

<sup>64</sup> Bir kriz göstergesi olarak cari işlemler açığının önemi ile ilgili tartışmalar için bkz. Edwards (2001).

<sup>65</sup> Cari işlemler açığının Türkiye krizi öncesinde makroekonomik tansiyonu artırıcı rolü OECD Economic Survey (2001) tarafından da vurgulanmıştır.

öncesinde büyük ölçüde sağlam olarak nitelendirilen bankacılık sistemini içsel ve dışsal şokların olumsuz etkileri karşısında ne derece zayıf bıraktığını gözönüne sermiştir.

Meksika 1994 ve Türkiye 2000-01 krizleri üzerinde yapılan incelemeler kötü işleyen ve yeterli düzenleme-denetime sahip olmayan finansal sistemlerin makroekonomik istikrarsızlığa katkıda bulunduğunu ortaya koymuştur. Meksika bankacılık sisteminin problemleri denetimsiz bir finansal serbestleşme ve yoğun sermaye girişleri ile birlikte gelen hızlı finansal derinleşmenin bir sonucudur. Merkez bankası rezervleri ile karşılanamayacak düzeyde kısa vadeli yabancı para cinsinden borçlanma, özel sektöre yönelik aşırı kredilendirme ve riskli sektörlere kredi kullandırımı Meksika bankacılık sisteminin belirgin problemlerini oluşturmuştur. Türk finansal sisteminin kırılganlıklarının büyük ölçüde mali disiplinsizlik ve enflasyon döngüsünün bir sonucu olduğu ve 2000-2002 istikrar programının öncesinde var olduğu düşünülmekle birlikte, program sırasında bankacılık sistemi bilançolarının kırılganlığı gözle görülür biçimde artmıştır. Finansal sektördeki zayıflıklar Kasım 2000'deki likidite krizinin zeminini hazırlamakla kalmayıp, Şubat 2001'deki döviz kuru krizine giden süreçte de istikrarsızlığı besleyici bir rol oynamıştır.

İstikrar programının uygulamaya konması ile birlikte görülen sermaye akımları ekonomiye tahvil ve menkul kıymet piyasalarının yeterince gelişmemiş olması nedeniyle bankacılık sektörü aracılığıyla girmiştir. Dış finansman olanaklarındaki iyileşme ve yıllık kur artışının bir takvime bağlı olması bankaları yurtdışından yoğun biçimde borçlanmaya teşvik etmiştir. Çoğunlukla kısa vadeli olan bu borçlanmalar bankacılık sektörü bilançolarında aktif ve pasifler arası vade uyumsuzluğu yaratmış, faiz oranlarında yaşanan düşüş bankaları vade uyumsuzluğunu artıracak şekilde tüketici kredilerine yönlendirmiştir. Bankaların faiz ve döviz kuru riski yönetimi konusundaki yetersizlikleri, çoğunluğu portföy yatırımı şeklinde ülkeye giren yabancı sermayenin ani çıkışına karşı sistemi daha da kırılgan hale getirmiştir.

Meksika, Arjantin ve Türkiye krizlerinin de içinde bulunduğu yükselen piyasa krizleri sermaye akımlarında meydana gelen yön değiştirmelerin bir sonucudur. Gelişmekte olan ülkeler sermaye hesaplarını liberalize ederek global sermaye piyasalarıyla entegre olma yolunu seçmişlerdir. Serbestleşme yönünde atılan bu adım, uluslararası piyasalarla sağlanan başarılı bir entegrasyonla finansal sektörü yabancı rekabetine açık hale getirmenin yaratacağı faydanın maliyetten fazla olduğu görüşüne dayanmaktadır. Ancak yüksek sermaye hareketliliğinin olduğu bir ortamda, çeşitli nedenlerle uluslararası portföylerde yükselen piyasalara ayrılan payda gerçekleşen en ufak bir düzeltme, söz konusu ülkelere giren sermayede büyük dalgalanmalar yaratmakta ve sermaye çıkışları ülke ekonomilerine krizlerle açığa çıkan büyük zararlar vermektedir.

Spekülatif ve büyük ölçüde dalgalı olarak nitelendirilen kısa vadeli sermaye girişlerinin özellikle ülke finansal sistemlerinde yarattığı kırılganlıklar sermaye hareketlerine uygulanacak kontrolleri tartışmaya açmıştır. Şili örneğinde olduğu gibi, sermaye girişlerini kısa vadeli girişleri caydıracak şekilde kontrol etmenin belli bir süre için para politikasına bağımsızlık sağlama konusunda faydası görülmekle birlikte, uzun vadede etkililiği ve etkinliği sorgulanmaktadır.

Sonuç olarak, Türkiye'nin de aralarında yer aldığı gelişmekte olan ülkeler için büyük önem taşıyan uluslararası sermayenin çekilmesi ve sermaye girişlerinin gelecekte yaşanacak krizlerin kaynağını oluşturmak yerine istikrarlı büyümeye temel teşkil etmesi,

- ❖ Güvenilir bir maliye politikası ile desteklenen, birbirleriyle uyumlu para ve döviz kuru politikalarının çerçevelediği sağlam bir makroekonomik ortamın yaratılması,

- ❖ İyi denetlenen sağlıklı bir finansal sistem ile gerek ulusal gerekse sektörel bazda güçlü bilançoların varlığı ve

- ❖ Ülke bazında etkin bir kurumsal çerçevenin oluşturulması ile mümkün görünmektedir.

## KAYNAKÇA

- Ades, A. ve Kaune, F. (1997). GS-SCAD: A New Measure of Current Account Sustainability for Developing Countries. New York: Goldman-Sachs Emerging Markets Economic Research.
- Akyüz, Y. ve Boratav, K. (Nisan 2002). The Making of Turkish Financial Crisis. UNCTAD, Discussion Papers, No. 158.
- Alberola, E., Lopes, H. ve Serven, L. (Haziran 2004). Tango with the Gringo: The Hard Peg and Real Misalignment in Argentina. World Bank Policy Research Working Paper No. 3322.
- Alesina, A., Barro, R. ve Tenreyro, S. (Temmuz 2002). *Optimal Currency Areas*. Erişim: Temmuz 2004, Harvard University Institute of Economic Research Discussion Paper No. 1958, <http://www.post.economics.harvard.edu/hier/2002paper/2002list.htm>.
- Alper, E. C. (2001). *The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong...* Erişim: Ekim 2004, Boğaziçi University Department of Economics Working Papers No. 01-11, <http://econ.boun.edu.tr/papers/papers.php>
- Alper, E.C. ve Öniş, Z. (2002). *Emerging Market Crises and the IMF: Rethinking the Role of the IMF in the Light of Turkey's 2000-2001 Financial Crises*. Erişim: Ekim 2004, Boğaziçi University Department of Economics Working Papers No. 02-03.
- Alper, E., Berument, H. ve Malatyali, K. (2001). The Impact of the Disinflation Program on the Structure of the Turkish Banking Sector. Russian and Erişim: Ekim 2004, Boğaziçi University Department of Economics Working Papers No. 01-13.
- Altinkemer, M. (Temmuz 1996). Problems with Issuing Foreign Currency and Foreign Indexed Bonds in the Light of Mexican Experience. TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No. 9617.
- Banerjee, A. (1992). A Simple Model of Herd Behavior. *Quarterly Journal of Economics*, CVII, 797-817.
- Blanco, H. ve Garber, P. M. (Şubat 1986). Recurrent Devaluation and Speculative Attacks on the Mexican Peso. *Journal of Political Economy*, 94, 148-166.

- Boratav, K. (2001). 2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri. *İktisat, İşletme ve Finans*, 186, 7-18.
- Boratav, K. ve Yeldan, E. (Aralık 2001). *Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)-Stability, and Patterns of Distribution*. Erişim: Eylül 2004, Bilkent Üniversitesi, <http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/B&YCEPA2002.pdf>
- Bouzas, R. (1996). The Mexican Peso Crisis and Argentina's Convertibility Plan: Monetary Virtue or Monetary Impotence?. The Mexican Peso Crisis: International Perspectives. (Editör: R. Roett). Boulder: Lynne Rienner, 71-92.
- Buiter, W. (1987). Borrowing to Defend the Exchange Rate and the Timing and Magnitude of Speculative Attacks, *Journal of International Economics*, 23, 221-240.
- Calomiris, C. ve Powell, A. (Mayıs 2000). Can Emerging Market Bank Regulators Establish Credible Discipline? The Case of Argentina: 1992-1999. NBER Working Paper No. 7715.
- Calvo, A. G. ve Mendoza, E. (Kasım 1995). Reflections on Mexico's Balance of Payments Crisis: A Chronicle of Death Foretold. *Journal of International Economics*, 41, 3/4, 235-264.
- Calvo, A. G. (1996). Capital flows and Macroeconomic Management: Tequila Lessons. *International Journal of Finance and Economics*, 1, 207-223.
- Calvo, A. G. (Kasım 1998). Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops. *Journal of Applied Economics*, 35-54.
- Calvo, A. G. (Mayıs 1999). *Contagion in Emerging Markets: When Wall Street is a Career*. Erişim: Mayıs 2003, University of Maryland, <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecpp.htm>.
- Calvo, A. G. ve Reinhart, C. (Haziran 1999). *When Capital Flows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options*. Erişim: Mayıs 2003, University of Maryland, <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecpp6.pdf>.
- Calvo, A. G., Izquierdo, A. ve Talvi, E. (2002). Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons., Paper presented at the Annual Meeting of the Interamerican Development Bank.
- Camdessus, M. (Mayıs 1995). *Drawing Lessons from the Mexican Crisis: Preventing and Resolving Financial Crises - the Role of the IMF*. <http://www.imf.org/external/country/np/sec/mds/1995/mds9508.htm>.



- Celasun, M. (2002). *2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme*. Erişim: Kasım 2004, <http://www.econ.utah.edu/ehrbar/erc2002.pdf/i053.pdf>
- Chang, R. ve Velasco, A. (Haziran 1998). Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model. NBER Working Paper No. 6606.
- Choueiri, Nada ve Kaminsky, G. (Kasım 1999). Has the Nature of Crises Changed? A Quarter Century of Currency Crises in Argentina. IMF Working Paper No. 99/152.
- Corsetti, G., Pesenti, P. ve Roubini, N. (Kasım 1998). Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis. NBER Working Paper No. 6783.
- Corsetti, G., Pesenti, P. ve Roubini, N. (Aralık 1998). What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: A Macroeconomic Overview. NBER Working Paper 6833.
- De La Torre, A., Yeyati, E. L. ve Schmukler, S. (Haziran 2002). *Argentina's Financial Crisis: Floating Money, Sinking Banking*. Erişim: Ocak 2004, NBER Conference on Exchange Rate Crises in Emerging Markets: The Argentina Crisis, [http://www.nber.org/crisis/argentina\\_bg.html](http://www.nber.org/crisis/argentina_bg.html).
- De La Torre, A., Yeyati, E. L. ve Schmukler, S. (Mart 2003). Living and Dying with Hard Pegs: The Rise and Fall of Argentina's Currency Board. World Bank Policy Research Working Paper No. 2980.
- Deutsche Bank. (Ekim 2000). Emerging Europe Outlook. Global Markets Research.
- Dornbusch, R. ve Werner, A. (1994). Mexico: Stabilization, Reform and No Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 253-315.
- Dornbusch, R., Goldfajn, I. ve Valdes, R. (1995). Currency Crises and Collapses. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.
- Edwards, S. (1989). Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- Edwards, S., Steiner, R. ve Losada, F. (1996). Capital Flows, the Real Exchange Rate and the Mexican Crisis of 1994. Stabilization and Reforms in Latin America: Where Do We Stand?. (Editör: H. Sautter ve R. Schinke). Madrid: Iberoamericana, 69-118.
- Edwards, S. (Aralık 1997). The Mexican Peso Crisis: How Much Did We Know? When Did We Know It?. NBER Working Paper 6334.

- Edwards, S. (Ekim 2000). Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention. NBER Working Paper No. 8529, October 2000.
- Edwards, S. (Ocak 2001). Does the Current Account Matter?. December 2000. *NBER Conference on Crisis Prevention*, Florida.
- Eichengreen, B., Rose, A. ve Wyplosz, C. (Ekim 1995). Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks. *Economic Policy*, 251-296.
- Eichengreen, B., Rose A. (1997). The Emprics of Currency and Banking Crises. Erişim: Haziran 2003, [http: haas.berkeley.edu/arose.edu/~arose](http://haas.berkeley.edu/arose.edu/~arose).
- Eichengreen, B. (Ekim 2001). Crisis Prevention and Management: Any New Lessons from Argentina and Turkey. Background Paper for the World Bank's Global Development Finance 2002, Washington: World Bank.
- Eichengreen, B. ve Masson P. (Temmuz 1998). Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility. IMF Occasional Paper No.168.
- Feldstein, M. (Mart 2002). Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management. NBER Working Paper No. 8837.
- Feldstein, M. (Mart-Nisan 2002). Argentina's Fall: Lessons from the Latest Financial Crisis. *Foreign Affairs*, 81, 2, 8-14.
- Fischer, S. (6 Ocak 2001). *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*. Erişim: Aralık 2004, Distinguished Lecture on Economics in Government, Meetings of American Economic Association, New Orleans, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.htm>.
- Fischer, S. (Ekim 2002). Financial Crises and Reform of the International Financial System. NBER Working Paper No. 9297.
- Flood, P. R. ve Garber, P. (1984). Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples. *Journal of International Economics*, 17, 1-13.
- Flood, P. R., Garber, P. ve Kramer, C. (Kasım 1996). Collapsing Exchange-Rate Regimes: Another Linear Example. *Journal of International Economics*, 41, 3/4, 223-234.
- Flood, P. R. ve Marion, N. P. (Eylül 1998). Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature. IMF Working Paper No. 98/130.

- Garvin, M., Haussmann, R., Perotti, R. ve Talvi E. (1996). Managing Fiscal Policy in Latin America: Volatility, Procyclicality and Limited Creditworthiness, IADB Working Paper No. 326.
- Perry, G. (Temmuz 2003). Can Fiscal Rules Help Reduce Macroeconomic Volatility in Latin America and Caribbean Region?. World Bank Policy Research Working Paper No. 3080.
- Goldfajn, I. ve Valdés, R. (Kasım 1997). *Balance-of-Payments Crises and Capital Flows: the Role of Liquidity*. Erişim: Eylül 2003, Central Bank of Chile Working Paper, <http://www.econ.puc-rio.br/goldfajn>.
- Goldfajn, I. ve Valdés, R. (1999). The Aftermath of Appreciations. *The Quarterly Journal of Economics*, 114, 1, 229-262.
- Hanke, S. H. (2002). On Dollarization and Currency Boards: Error and Deception. *Policy Reform*, 5(4), 203-222.
- Hausman, R. ve Velasco, A. (2002). The Argentine Collapse: Hard Money's Soft Underbelly: Understanding the Argentine Crisis. Brookings Trade Forum 2002 Background Paper.
- Hornbeck, J. F. (January 2002). The Argentine Financial Crisis: A Chronology of Events. CRS Report for Congress. Washington DC.
- IMF Niyet Mektubu. (9 Aralık 1999). Erişim: Eylül 2004, TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/imf/mektup.html>
- IMF. (2000). Annual Report. Washington DC.
- IMF. (Şubat 2000). Staff Country Report, Turkey: Selected Issues and Statistical Appendix. No. 00/14. Washington DC.
- IMF. (2001). World Economic Outlook. Washington DC.
- IMF. (Haziran 2001). Staff Country Report, Turkey: Sixth and Seventh Reviews Under the Stand-By Agreement. No. 01/89. Washington DC.
- IMF. (Temmuz 2003). The Role of the IMF in Argentina, 1991-2002. Erişim: Ekim 2004, IEO, <http://www.imf.org/external/2003/arg/070403.pdf>.
- International Financial Statistics. (2004).
- Kaminsky, G. L., Lizondo, S. ve Reinhart, C. M. (Mart 1998). The Leading Indicators of Currency Crises. IMF Staff Papers No. 45.
- Kaminsky, G L. ve Reinhart, C. M. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *American Economic Review*, 89, 473-500.

- Kaminsky, G. L. (Aralık 2003). Varieties Of Currency Crises. NBER Working Paper No. 10193.
- Kibritçioğlu, A. (2000). Dünya Ham Petrol Fiyat Artışları ve Enflasyonla Mücadele Programının Başarısı. *Petrogas Dergisi*, Mart-Nisan, 16.
- Kiguel, A. M. (Haziran 2001). Structural Reforms in Argentina: Success or Failure. *Current Issues in Emerging Market Economies Seminar*, Croatian National Bank, Dubrovnik.
- Klein, M. ve Marion, N. P. (1994). Explaining the Duration of Exchange Rate Pegs. NBER Working Paper No. 4651.
- Krueger, A. ve Tornell, A. (Mart 1999). The Role of Bank Restructuring in Recovering From Crises: Mexico 1995-98. NBER Working Paper No. 7042.
- Krueger, A. (23 Mart 2004). *Meant Well, Tried Little, Failed Much: Policy Reforms in Emerging Market Countries*. Erişim: Mayıs 2004, IMF, Roundtable Lecture, <http://www.imf.org/external/NP/speeches/2004/032304.htm>.
- Krugman, P. (1979). A Model of Balance-of-Payments Crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, 311-325.
- Krugman, P. (1997). *Currency Crises*. Erişim: Eylül 2004, Ekim 1997 NBER Konferansı, <http://www.mit.edu/krugman/www.crisis.html>.1999.
- Krugman, P. (1998). *What Happened to Asia?* Erişim: Mayıs 2003, MIT, <http://web.mit.edu/krugman/www.DISINTER.html>.
- Krugman, P. (1999). Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises. *International Finance and Financial Crises*. USA: Kluwer Academic Publishers, 31-44.
- Krugman, P. (Mart 2001). *Crises: The Next Generation?*. (Razin Konferansı için hazırlanan taslak). Erişim: Mart 2003, <http://web.Econ.tau.ac.il/research/sapir/Krugman.pdf>.
- Loser, C. ve Kalter, E. (Aralık 1992). Mexico: The Strategy to Achieve Sustained Economic Growth. IMF Occasional Paper No. 99.
- Marion, P. N. (1999). Some Parallels Between Currency and Banking Crises. *International Finance and Financial Crises*. USA: Kluwer Academic Publishers, 1-18.
- McKinnon, R.I. ve Pill, H. (1994). Credible Liberalizations and International Capital Flows: The Overborrowing Syndrome. Stanford University, Stanford.

- Milesi-Ferretti, G. M. ve Razin, A. (1996). Sustainability of Current Account Deficits. NBER Working Paper No. 8275.
- Miskin, S. F. (Mayıs 1996). Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. NBER Working Paper No. 5600.
- Morris, S. ve Shin, H.S. (1995). Informational Events that Trigger Currency Attacks. Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper No. 95-24.
- Mussa, M. (Mart 2002). *Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy*. Erişim: Mart 2003 [http://www.sussex.ac.uk/Units/economics/ma\\_int2/mussa.pdf](http://www.sussex.ac.uk/Units/economics/ma_int2/mussa.pdf).
- NBER Program on Exchange Rate Crises in Emerging Markets. (18 Temmuz 2001). Erişim: Ekim 2004, [http://www.nber.org/crisis/turkey\\_report.html](http://www.nber.org/crisis/turkey_report.html).
- Obstfeld, M. (Şubat 1994). The Logic of Currency Crises. NBER Working Paper No. 4640.
- OECD. (2001). Economic Survey, Turkey.
- Ortiz, G. (1994). Comment on Rudiger Dornbusch: "Stabilization and Reform in Latin America". A Framework for Monetary Stability. Boston: Kluwer Academic Publishers.
- Ortiz, G. (2003). *Recent Emerging Market Crises: What Have We Learned?*. Erişim: Kasım 2003, Basel, 2002, <http://www.perjacobsson.org/lectures/2002-ortiz.pdf>.
- Ötker, İnci ve Pazarbaşıoğlu, C. (1996). Speculative Attacks and Currency Crises: The Mexican Experience". *Open Economies Review*, 7:535-552.
- Özatay, F. ve Sak, G. (Aralık 2001). Ülke, 4 Kriz (4) Meksika. Erişim: Ocak 2004, [http://www.Ekorehber.com/Kriz\\_Dosyası/4 Ülke 4 Kriz \(4\) Meksika](http://www.Ekorehber.com/Kriz_Dosyası/4_Ülke_4_Kriz_(4)_Meksika).
- Özatay, F. ve Sak, G. (2002). Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-01 Financial Crisis. Brookings Trade Forum 2002 Background Paper.
- Özkan, G. F. (2003). *Currency and Financial Crises in Turkey 2000-2001: Bad Fundamentals or Bad Luck?*. Erişim: Ekim 2004, The University of York, <http://www.york.ac.uk/depts/econ/res/indiv/gozkan.htm>.
- Pesenti, P. ve Tille C. (Eylül, 2000). The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction. *FRBNY Economic Policy Review*, 3-14.

- Perry, G. ve Serven, L. (Haziran 2003). The Anatomy of a Multiple Crisis: Why Was Argentina Special and What Can We Learn from It?. World Bank Policy Research Working Paper No. 3081.
- Pou, P. (Temmuz 2002). The Argentine Crisis. *NBER Conference on Argentina*, Cambridge, A.B.D..
- Pou, P. (Mart 2000). Argentina's Structural Reforms of the 1990s. Erişim: Kasım 2003. *Finance and Development*, 37, 1, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/03/pou.htm>.
- Powell, A. (Mayıs 2002). Argentina's Avoidable Crisis: Bad Luck, Bad Economics, Bad Politics, Bad Advice. Erişim: Ağustos 2004, Paper Prepared for Brookings Trade Conference, Washington DC, <http://www.utdt.edu/departamentos/empresarial/cif/cif.htm>.
- Razin, A. ve Sadka, E. (2001). Country Risk and Capital Flow Reversals. *Economic Letters*, 72:1, 73-77.
- Rodrik, D. ve Velasco, A. (Nisan 1999). Short-Term Capital Flows. *ABCDE Conference at the World Bank*, Washington DC, A.B.D..
- Rodrik, D. (2002). *Argentina: Globalization Gone Too Far or Not Far Enough*. Erişim: Aralık 2004, Kennedy School of Government-Harvard University, <http://ksghome.harvard.edu/~drodik>.
- Roubini, N. (2001). Should Argentina Dollarize or Float? The Pros and Cons of Alternative Exchange Rate Regimes and their Implications for Domestic and Foreign Debt Restructuring/Reduction. Stern School of Business, New York University.
- Sachs, J., Tornell, A. ve Velasco, A. (Haziran 1995). The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?. NBER Working Paper No. 5142.
- Sachs, J., Tornell, A. ve Velasco, A. (1996). Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995. *Brookings Papers on Economic Activity*, No:16, 147-215.
- Sachs, J. (2002) Understanding and Responding to Argentina's Economic Crisis, Center for International Development-Harvard University.
- Salant, S. ve Henderson, D. (1978). Market Anticipation of Government Policy and the Price of Gold?. *Journal of Political Economy*, 86, 627-648.
- Savastano, M. A., Roldos, J. ve Santaella, J. (Mayıs 1995). Factors Behind the Financial Crisis in Mexico. *IMF World Economic Outlook*, Annex 1, Washinton DC: IMF, 90-97.

- Schuler, K. (Nisan 2002). *Fixing Argentina*. Erişim: Ocak 2003, Cato Institute Working Paper, <http://www.cato.org/pubs/papers/schuler-04-26-02.pdf>.
- Standard & Poor's. (19 Aralık 2000). *The Aftermath of the Turkish Liquidity Crisis*. Erişim: Aralık 2004, <http://www.Ratingsdirect.com/Apps/RD/Controller/Articleid=249333>.
- Standard & Poor's. (21 şubat 2001). *Turkey's 'B+/B' Ratings Placed on CreditWatch Negative After Political Tension*. Erişim: Aralık 2004, <http://www.Ratingsdirect.com/Apps/RD/Controller/Articleid=183357>.
- TCMB Yıllık Rapor. (2000). Erişim: Temmuz, 2004, <http://www.tcmb.gov.tr>.
- TCMB Yıllık Rapor. (2001). Erişim: Temmuz, 2004, <http://www.tcmb.gov.tr>.
- TCMB Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi İstatistikleri. (2003). Erişim: Aralık, 2003, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <http://www.tcmb.gov.tr>.
- TCMB Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi. (2005). Erişim: Ocak, 2005, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <http://www.tcmb.gov.tr>.
- TCMB Fiyat Endeksleri. (2005). Erişim: şubat, 2005, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <http://www.tcmb.gov.tr>.
- World Bank. (1992). Trends in Developing Economies. Washington D.C.
- World Bank. (Temmuz 1996). Argentina, The Convertibility Plan: Assessment and Potential Prospects. Report No: 15402-AR,1. Washington D.C.
- World Bank Report. (Eylül 1998). Argentina: Financial Sector Review. Report No: 17864-AR, Washington D.C.
- Uygur, E. (2001). 2000 Kasım ve 2001 şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler. *Mülkiye*, Mart-Nisan, 1, XXV, 227
- Yeldan, E. (Eylül 2001). *On The IMF-directed Disinflation Program in Turkey: A Program for Stabilization and Austerity or a Recipe For Impeverishment and Financial Chaos?*. Erişim: Eylül 2004, <http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/TurkCris2001.pdf>.
- Yeldan, E. (Aralık 2002). *Behind the 2000/2001 Turkish Crisis: Stability, Credibility and Governance, for Whom?*. Erişim: Eylül 2004, [http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Chennai\\_Yeldan2002.pdf](http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Chennai_Yeldan2002.pdf).
- Yeldan, E. (Ocak 2002). *Neoliberalizmin Gözde Ekonomisi Arjantin Çökerken*. Erişim: Haziran 2003, NTV-MSNBC, <http://ntv.com.tr/news/130907.asp>.

# **EKLER**



## MEKSİKA: DÖVİZ KURU VE ENFLASYON GELİŞMELERİ (1991-1995)

Yıl	Dönem	Enflasyon (%)	Nominal Döviz Kuru Artışı (%)	Reel Döviz Kuru Endeksi (1980=100)
1991	I	7.32	0.67	127.09
	II	3.61	1.22	124.88
	III	2.74	1.30	124.08
	IV	4.60	0.90	120.61
1992	I	5.40	-0.03	115.15
	II	2.71	0.92	114.11
	III	2.00	0.10	112.82
	IV	2.52	0.73	111.68
1993	I	3.27	-0.42	108.58
	II	1.85	0.19	107.69
	III	1.62	0.10	106.46
	IV	1.66	0.30	105.80
1994	I	1.94	1.34	105.84
	II	1.54	5.51	110.66
	III	1.45	1.56	111.75
	IV	1.85	5.95	116.76
1995	I	8.00	58.09	172.41

Not: Reel Döviz Kuru  $RER=eP^*/P$  formülü kullanılarak hesaplanmıştır, e (Pezo/A.B.D. doları) nominal döviz kurunu,  $P^*$  A.B.D. tüketici fiyatları seviyesini ve P Meksika'daki tüketici fiyatları seviyesini ifade etmektedir.  
Kaynak: Sachs ve diğerleri, 1995

## ARJANTİN: ÜLKELER BAZINDA DIŞ TİCARET (2001)

	İthalat + İhracat Toplamının Bölgesel Dağılımı (%)
Brezilya	25
Diğer Latin Amerika*	17
A.B.D.	14
Avrupa**	20
Diğer Ülkeler	24

(\*): Bolivya, Şili, Kolombiya, Ekvador, Guatemala, Meksika, Peru, Paraguay, Uruguay ve Venezuela.

(\*\*): Avusturya, Belçika, İsviçre, Çek Cumhuriyeti, Almanya, İspanya, Finlandiya, Fransa, İngiltere, Yunanistan, İtalya, Hollanda, Norveç, Polonya, Portekiz, ve İsveç.

Kaynak: Perry ve Serven, 2003

**MEKSİKA: REEL DÖVİZ KURU GELİŞMELERİ**

Yıl	Reel Döviz Kuru Endeksi (1980=100)
1980	100.00
1981	106.71
1982	75.84
1983	67.98
1984	81.08
1985	83.56
1986	67.68
1987	67.17
1988	82.39
1989	84.24
1990	87.68
1991	98.34
1992	108.14
1993	114.82

Not: Meksika – A.B.D. görelî toptan eşya fiyatları seviyeleri  
Kullanılmıştır ve endeksteeki artış, değerenmeyi ifade etmektedir.  
Kaynak: Dornbusch ve Werner, 1994

## ARJANTİN: DÖVİZ KURU VE ENFLASYON GELİŞMELERİ (1991-2002)

Yıl	Enflasyon (TÜFE %)	Nominal Döviz Kuru* (Peso/A.B.D. doları)	Ortalama Reel Döviz Kuru Endeksi* (1990=100)
1991	84	0.9985	140.5
1992	17.5	0.9905	165.5
1993	7.4	0.9985	178.0
1994	3.9	0.9995	169.5
1995	1.6	1.0000	163.2
1996	0.1	0.9995	163.7
1997	0.3	0.9995	176.3
1998	0.7	0.9995	171.2
1999	-1.8	0.9995	178.2
2000	-0.7	0.9995	185.6
2001	-1.5	0.9995	185.7
2002	41	3.3200	72.0

(\*): Yıl sonları itibariyledir.

Kaynak: IMF, 2003

## TÜRKİYE: ENFLASYON VE DÖVİZ KURU GELİŞMELERİ

	Enflasyon (%)		1 A.B.D. Doları ve 0.77 Eurodan Oluşan Döviz Kuru Sepeti
	TÜFE	TEFE	Dönem Sonu Gerçekleşmesi (TL)
1999	68.8	62.9	962,130
2000-I	11.9	13.5	1,025,639
2000-II	5.3	4.4	1,078,842
2000-III	7.7	4.3	1,120,981
2000-IV	9.6	7.3	1,153,593
2000 Yılı Gerçekleşme	39.0	32.7	1,153,593
2000 Yılı Hedef	25.0	20.0	1,153,593

Kaynak: TCMB, 2000

**TÜRKİYE: REEL EFEKTİF DÖVİZ KURU GELİŞMELERİ**

	TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (1995=100)	TEFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (1995=100)
Ara. 1999	127.3	108.8
Oca. 2000	128.6	110.4
Şub. 2000	131.5	113.3
Mar. 2000	132.4	114.3
Nis. 2000	132.9	114.8
May. 2000	135.7	116.2
Haz. 2000	132.3	112.5
Tem. 2000	133.5	112.0
Ağu. 2000	135.9	112.6
Eyl. 2000	139.0	114.1
Eki. 2000	142.4	116.1
Kas. 2000	146.5	118.0
Ara. 2000	147.6	118.3
Oca. 2001	148.1	118.1
Şub. 2001	138.4	111.7
Mar. 2001	113.5	95.4

Not: Endeks değerleri dönem sonları itibariyle değerlendirilmiştir.

Kaynak: TCMB, 2005

**EK 1.7****MEKSİKA: TASARRUF, YATIRIM VE CARI HESAP (GSYİH'YA ORANI)**

	Tasarruf (S)		Yatırım (I)		(S-I)		Cari İşlemler
	Kamu*	Özel***	Kamu	Özel	Kamu	Özel**	Dengesi
1988	1.4	17.6	5	15.4	-3.6	2.2	-1.4
1989	3.1	15.6	4.8	16.5	-1.7	-0.9	-2.6
1990	6.7	12.5	4.9	17	1.8	-4.5	-2.7
1991	7.5	10.3	4.6	17.8	2.9	-7.5	-4.6
1992	7.1	9.5	4.2	19.1	2.9	-9.6	-6.7
1993	6.3	8.9	4.2	17.8	2.1	-8.9	-6.8
1994	5	10.7	4.5	19.1	0.5	-8.4	-7.9

Not:

(\*): Operasyonel Açık ile Kamu Yatırımlarının toplamı olarak tanımlanmıştır.

(\*\*): Cari İşlemler Dengesi ile Kamu (S-I) Tasarruf-Yatırım Dengesinin farkı olarak tanımlanmıştır.

(\*\*\*): Özel (S-I) Tasarruf-Yatırım Dengesi ile Özel Yatırımların toplamı olarak tanımlanmıştır.

Kaynak: Sachs ve diğerleri, 1995

**TÜRKİYE: DIŞ TİCARET VE CARI İŞLEMLER DENGESİ (MİLYON DOLAR)**

Yıl	Dış Ticaret Dengesi	Cari İşlemler Dengesi
1996	-10,582	-2,437
1997	-15,358	-2,638
1998	-14,220	1,984
1999	-10,443	-1,360
2000/1	-3,794	-2,282
2000/2	-5,938	-3,265
2000/3	-6,253	-1,194
2000/4	-6,311	-3,024
2000	-22,341	-9,765

Kaynak: TCMB, 2003



## TÜRKİYE: FAİZ ORANLARI VE ENFLASYON GELİŞMELERİ

Yıl	Ay	Ortalama Hazine Bileşik Faizi	12 Aylık TÜFE	12 Aylık TEFE
1999	7	101.4	65.0	52.4
	8	116.5	65.4	53.7
	9	113.2	64.3	54.4
	10	109.3	64.7	55.2
	11	96.4	64.6	56.3
	12	*	68.8	62.9
2000	1	38.3	68.9	66.4
	2	42.1	69.7	67.5
	3	39.9	67.9	66.1
	4	34.5	63.8	61.5
	5	39.4	62.7	59.2
	6	41.9	58.6	56.8
	7	34.5	56.2	52.3
	8	33.2	53.2	48.9
	9	33.6	49.0	43.9
	10	38.0	44.4	41.4
	11	41.0	43.8	39.1
	12	*	39.0	32.7
2001	1	65.0	35.9	28.3

(\*): 1999 Aralık ayında Hazine ihalesi düzenlenmemiştir.

Kaynak: Uygur, 2001; TCMB, 2005

**EK 1.10****MEKSİKA: KAMU BORCUNUN GSYİH'YA ORANI (%)**

		1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Meksika		74.7	66.6	57.5	46.8	36.3	33.7	50.7
	Dış Borç	46.6	39.5	33.4	28.4	23.2	21.7	36.4
	İç Borç	27.9	27.1	24.1	18.4	13.1	12.0	14.3
OECD Ülkeleri		58.0	57.5	58.3	59.9	64.1	68.1	70.6

Kaynak: Sachs ve diğerleri, 1995

**EK 1.11****MEKSİKA: İÇ BORCUN YAPISI (1989-1994) (MİLYON A.B.D. DOLARI)**

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Cetes <sup>1</sup>	20,437	24,445	23,567	19,047	26,084	7,456
Bondes <sup>2</sup>	21,082	21,903	18,871	11,827	5,485	1,562
Ajustabonos <sup>3</sup>	1,221	4,859	12,696	11,642	10,849	5,371
Tesobonos <sup>4</sup>	75	408	302	296	1,237	17,780
Diğer	3,661	3,193	24	8	7	2
Toplam	46,476	54,808	55,459	42,820	43,662	32,170

Not:

- 1: sabit faizli pezo cinsinden hazine bonusu
  - 2: değişken faizli pezo cinsinden kuponlu devlet tahvili
  - 3: uzun dönemli enflasyona endeksli tahvil
  - 4: kısa vadeli A.B.D. doları cinsinden borçlanma senedi
- Kaynak: Sachs ve diğerleri, 1995; Altınkemer, 1996

**ARJANTİN: KAMU-ÖZEL SEKTÖRÜN BORÇ STOĞUNUN  
GSYİH'YA ORANI (%)**

	Toplam Dış Borç	Konsolide Kamu Borcu			Özel Sektörün Dış Borcu	Özel Sektörün Dış Borcu-Kamu İç Borcu
		Toplam	Dış	İç		
1993	27.7	28.7	22.1	6.6	5.6	-1.0
1994	29.6	30.9	23.5	7.4	6.2	-1.3
1995	39.0	34.8	26.8	7.9	12.2	4.2
1996	41.8	36.6	27.4	9.3	14.4	5.1
1997	44.8	38.1	28.2	9.9	16.6	6.7
1998	48.6	40.9	30.2	10.6	18.3	7.7
1999	52.6	47.6	33.4	14.3	19.2	5.0
2000	52.7	50.9	33.8	17.1	18.9	1.8
2001	52.5	62.2	35.4	26.8	17.0	-9.7

Kaynak: Perry ve Serven, 2003

**EK 1.13****TÜRKİYE: KONSOLİDE BÜTÇE GELİŞMELERİ (SABİT FİYATLAR, TRİLYON TL)**

	2000			2001		
	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme /Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme /Hedef
<b>Gelirler</b>	33,756	32,586	104	51,812	49,300	105
Vergi Gelirleri	26,527	24,000	111	39,768	37,710	106
<b>Giderler</b>	46,603	46,713	100	80,379	78,999	102
Personel Giderleri	9,982	9,900	101	15,203	14,630	104
Yatırım Giderleri	2,472	2,352	105	4,139	3,749	110
Faiz Giderleri	20,440	21,132	97	41,064	41,268	100
KİT'lere Transfer	886	595	149	1,201	1,100	109
Diğer Transferler	9,211	8,895	104	13,605	7,162	112
<b>GSYİH'ya Oranı(%)</b>						
Bütçe Dengesi	-10.3			-15.4		
Faiz Giderleri	16.4			22.2		
Faiz-dışı Bütçe Dengesi	6.1			6.7		
Net Yurtiçi Borçlanma	7.5			12.7		
Yurtiçi Borç Stoğu	29			59.5		

Kaynak: Yeldan, 2002; TCMB, 2001

## TÜRKİYE: DIŞ BORÇLULUK GÖSTERGELERİ

		Kısa Vadeli Dış Borç/ Uluslararası Rezervler	Kısa Vadeli Dış Borç/ İhracat
1999	IV	1.01	0.88
2000	I	1.08	0.92
	II	1.02	0.90
	III	1.10	0.95
	IV	1.47	1.06

Kaynak: Uygur,  
2001

**EK 1.15****MEKSİKA: NET SERMAYE YATIRIMLARI (MİLYAR A.B.D. DOLARI)**

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Portföy Yatırımları	0.354	3.369	12.741	18.041	28.919	8.189
Doğrudan Yatırımlar	2.785	2.549	4.742	4.393	4.389	7.978

Kaynak: International Financial Statistics, 2004

**TÜRKİYE: OCAK 2000-HAZİRAN 2001 DÖNEMİ**  
**SERMAYE HAREKETLERİ (MİLYON A.B.D. DOLARI)**

<b>Net Sermaye Girişi</b>	Ocak-Ekim 2000	Kasım 2000 - Haziran 2001
<b>Yurtdışı Yerleşikler</b>	15,179	-10,432
Doğrudan Yatırımlar	589	2,406
Portföy Yatırımı	6,789	-8,457
Uzun Vadeli Sermaye Yatırımları	3,201	-553
Kısa Vadeli Sermaye Yatırımları	4,600	-3,828
<b>Yurtiçi Yerleşikler</b>	-5,257	-3,033
Doğrudan Yatırımlar	-751	-452
Portföy Yatırımı	-730	949
Kısa Vadeli Sermaye - Kayıtlı	-1,226	-1,847
Kısa Vadeli Sermaye Yatırımları- Kayıt Dışı	-2,550	-1,683
<b>Rezerv Değişimleri</b>	-2,324	15,239
<b>Cari İşlemler Dengesi</b>	-7,589	-1,764

Not: Rezerv Değişimleri ilk dönem için 499 milyon A.B.D. dolarlık IMF kredisi ve rezervlerdeki 2.823 milyon A.B.D. dolarlık artıştan, ikinci dönem için 8.08 milyon A.B.D. dolarlık IMF kredisi ve rezervlerdeki 7.163 milyon A.B.D. dolarlık azalıştan oluşmaktadır.

Kaynak: Boratav, 2001



## MEKSİKA: BANKACILIK SİSTEMİ YABANCI PARA POZİSYONU (MİLYAR PEZO)

	Ara-91	Ara-92	Ara-93	Ara-94	Mar-95	Haz-95	Eyl-95	Ara-95
<b>YP Aktifler (A)</b>								
Tesobonos	0.0	0.0	0.4	3.6	1.4	0.8	0.4	0.0
Diğer Menkul Kıymetler	0.3	0.4	1.5	6.3	6.4	9.1	11.5	22.5
Krediler	18.2	33.9	54.0	99.2	130.5	126.7	124.4	146.3
Şube ve Temsilcilikler	64.7	59.4	67.3	116.8	132.7	123.7	121.9	142.4
Toplam	83.2	93.7	123.2	225.9	271.0	260.3	258.2	311.2
<b>YP Pasifler (B)</b>								
Meksika içi	21.9	36.0	49.1	97.1	136.2	121.2	119.9	154.9
Şube ve Temsilcilikler	64.7	59.4	67.3	116.8	132.7	123.7	121.9	142.4
Toplam	86.6	95.4	116.4	213.9	268.9	244.9	241.8	297.3
<b>YP Pozisyon</b>								
A-B	-3.4	-1.7	6.8	12.0	2.1	15.4	16.4	13.9
A/Toplam Aktifler (%)	10.5	11.9	15.6	28.6	29.7	27.7	27.3	29.9
B/Toplam Pasifler (%)	11.0	12.1	14.7	27.0	29.5	26.0	25.6	28.6
Döviz Kuru	3.0710	3.1154	3.1059	5.3250	6.8175	6.3092	6.4195	7.6425

Kaynak: Miskin,1996

**EK 1.18.****MEKSİKA: PARASAL GÖSTERGELER (MİLYON A.B.D. DOLARI)**

	1989	1990	1991	1992	1993
Parasal Taban	8,415	10,226	12,563	14,114	15,196
Uluslararası Rezervler	6,620	10,168	17,547	18,554	24,537
M1	11,686	17,069	3,578	40,595	47,945
M2	47,342	62,056	87,633	104,031	119,409
M3	69,186	87,604	103,622	120,563	149,358
Yabancı Para	4,075	6,410	9,794	9,745	13,821
Pezo	65,111	81,194	93,828	110,818	135,537
M1/Rezervler	1.8	1.58	2.04	2.19	1.95
M2/Rezervler	7.15	6.1	4.99	5.61	4.87
M3/Rezervler	10.45	8.62	5.91	6.5	6.09
Yabancı Para M3/Rezervler	0.62	0.63	0.56	0.53	0.56
Yabancı Para M3/M3	0.06	0.07	0.09	0.08	0.09
M1/GSYİH	0.06	0.07	0.13	0.12	0.13
M2/GSYİH	0.25	0.27	0.31	0.32	0.33
M3/GSYİH	0.36	0.38	0.37	0.37	0.41

Not:

M1: Dolaşımdaki Para + Vadesiz Hesaplar

M2: M1 + Kısa Vadeli Banka Menkul Değerleri

M3: M2 + Kısa Vadeli Banka-dışı Menkul Değerler

Yabancı Para M3: Yabancı Para M2 + Tesobonos

Kaynak: Sachs ve diğerleri, 1995

**CAMELOT BANKACILIK SİSTEMLERİ DERECELENDİRMESİ**

Ülke	Toplam Not
Singapur	16
<b>Arjantin</b>	21
Şili	25
Brezilya	30
Peru	35
Malezya	41
Kolombiya	44
Kore	45
Filipinler	47
Tayland	52
Endonezya	52

Not: Düşük notlar daha iyi bir dereceyi ifade etmektedir.  
Kaynak: World Bank, 1998

## ARJANTİN: BANKACILIK SİSTEMİ GÖSTERGELERİ

	1997	1998	1999	2000
Net Değer/Varlıklar	12.11	11.44	10.72	10.52
Sermaye/Risk Ağırlıklı Varlıklar	18.13	17.64	18.56	21.18
Geri Dönmeyen Krediler/ Toplam Krediler	8.23	5.98	7.14	10.21
Karşılıklar/ Toplam Krediler	7.7	7.1	7.82	8.65
Karşılıklar/ Geri Dönmeyen Krediler	108.64	140.4	122.25	77.13
Sistemik Merkezi Likidite Rasyosu	42.98	39.58	40.89	38.69
Karşılıklar öncesi Sermaye Getirisi Rasyosu	22.59	10.61	8.43	7.76
Karşılıklar sonrası Sermaye Getirisi Rasyosu	7.41	-2.24	-6.71	-9.42
Karşılıklar öncesi Varlık Getirisi Rasyosu	1.04	-0.27	-0.77	-1.01
Kaldıraç Rasyosu	6.11	7.26	7.74	8.33

Not: Geri-Dönmeyen Krediler; problemlı krediler, yüksek riskli krediler ve ödenmeyen kredilerin toplamından oluşmaktadır. Sistemik Merkezi Likidite Rasyosu Merkez Bankası döviz rezervleri ile bankalar tarafından yurtdışında tutulan döviz cinsinden likit karşılıkların toplam bankacılık mevduatına oranıdır.

Kaynak: De la Torre ve diğerleri, 2003

## TÜRKİYE: BANKACILIK SİSTEMİ GÖSTERGELERİ

	1998	1999	2000-I	2000-II	2000-III	2000-IV
M2YR/ MB Rezervleri <sup>1</sup>	3.64	3.53	-	-	3.69	4.16
M2YR/ Toplam Rezervler <sup>2</sup>	2.52	2.47	-	-	2.52	2.73
Krediler/GSMH (%)	20.8	20.7	-	-	21.0	21.1
Reel Kredi Büyüme Oranı (%)	-14.7	-13.6	-	-	17.4	17.4
Tüketici Kredileri/Toplam Krediler (%)	6.3	6.2	-	-	17.5	17.4
Geri Dönmeyen Krediler/Toplam Krediler (%)	7.2	10.7	9.8	9.7	9.3	11.6
YP Varlıklar/YP Yükümlülükler (%)	84.9	79.4	74.3	73.0	71.6	75.9
Likit YP Varlıklar/YP Yükümlülükler (%)	39.5	40	36.6	35.2	34.4	35.9
Bilanço İçi Açık Pozisyon (milyar dolar)	8.4	13.2	17.2	19.2	20.9	17.4
Net Genel Pozisyon (milyar dolar)	2.9	2.9	5.7	5.6	5.8	5.5
Kısa Vadeli Varlıklar/ Kısa Vadeli Yükümlülükler <sup>3</sup> (%)	45.7	46.3	40.8	41.8	43.9	39.9

Notlar:

(1): M2YR=M2+DTH+repo

(2): Toplam Rezervler=Merkez Bankası Rezervleri+Ticari Banka Rezervleri

(3): 3 ay veya daha kısa vadeli varlık ve yükümlülükleri dikkate almaktadır.

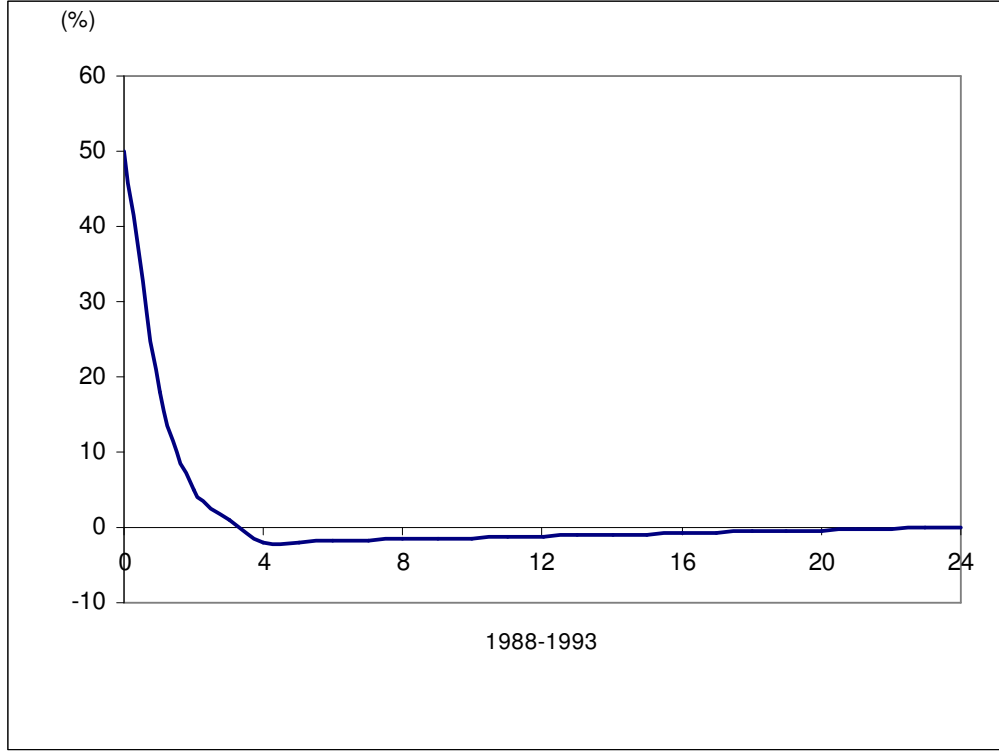
Kaynak: Özatay ve Sak, 2002

## MEKSİKA: POLİTİKA ALTERNATİFLERİ

Döviz Kuru Politikası	Yurtiçi Kredi Politikası	
	Sıkı	Gevşek
Değer Kaybına İzin Ver	Devalüasyonla Uyum Sağlanır	Enflasyon Yükselir
Değer Kaybına İzin Verme	Ekonomik Daralmayla Uyum Sağlanır	Meksika'nın Uyguladığı Politika

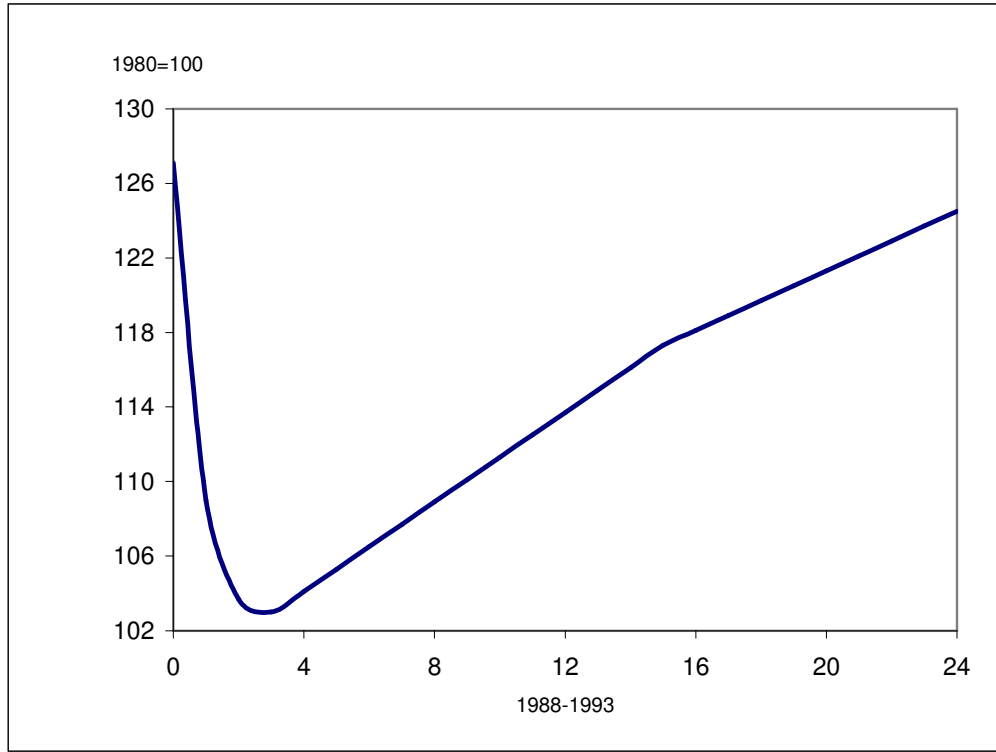
Kaynak: Sachs ve diğerleri, 1995

## EK 2.1



**Meksika - Enflasyonun Zaman İçinde Gelişimi**

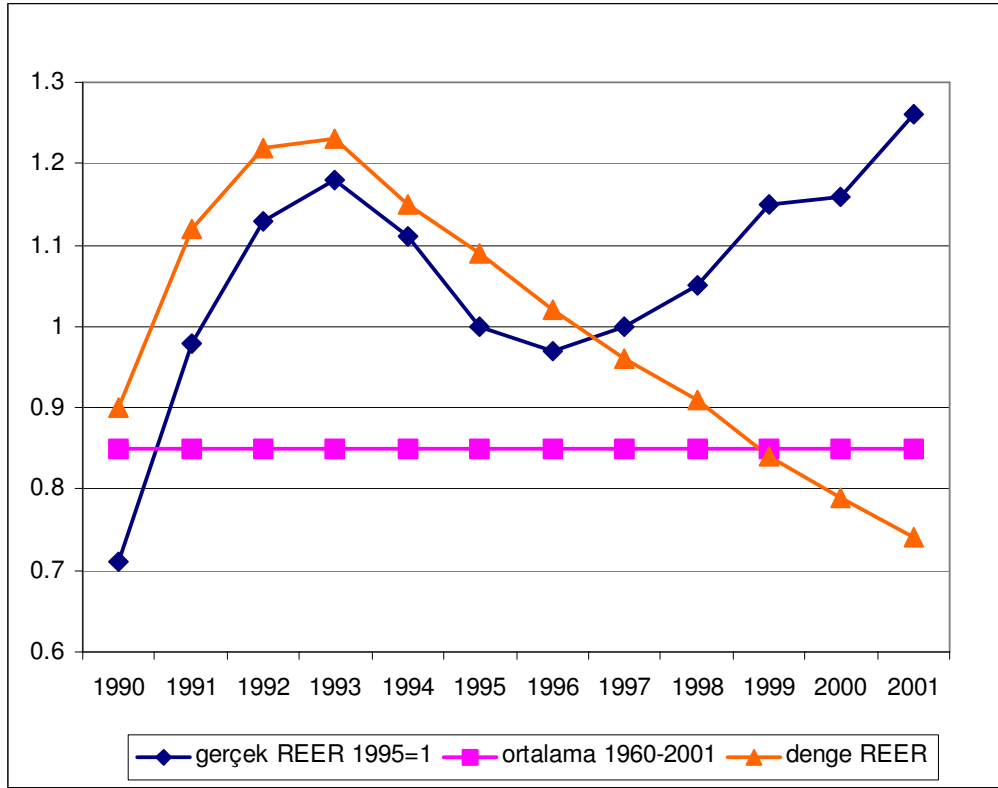
Kaynak: Dornbusch ve Werner, 1994



**Meksika - Reel Döviz Kurunun Zaman İçinde Gelişimi**

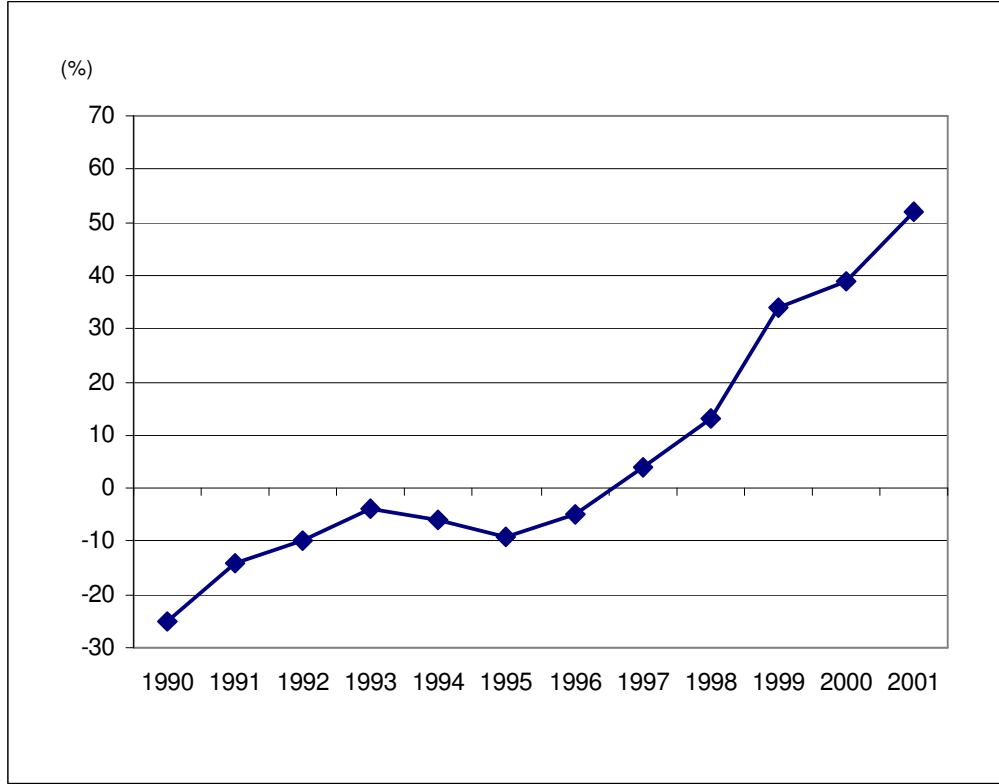
Kaynak: Dornbusch ve Werner, 1994





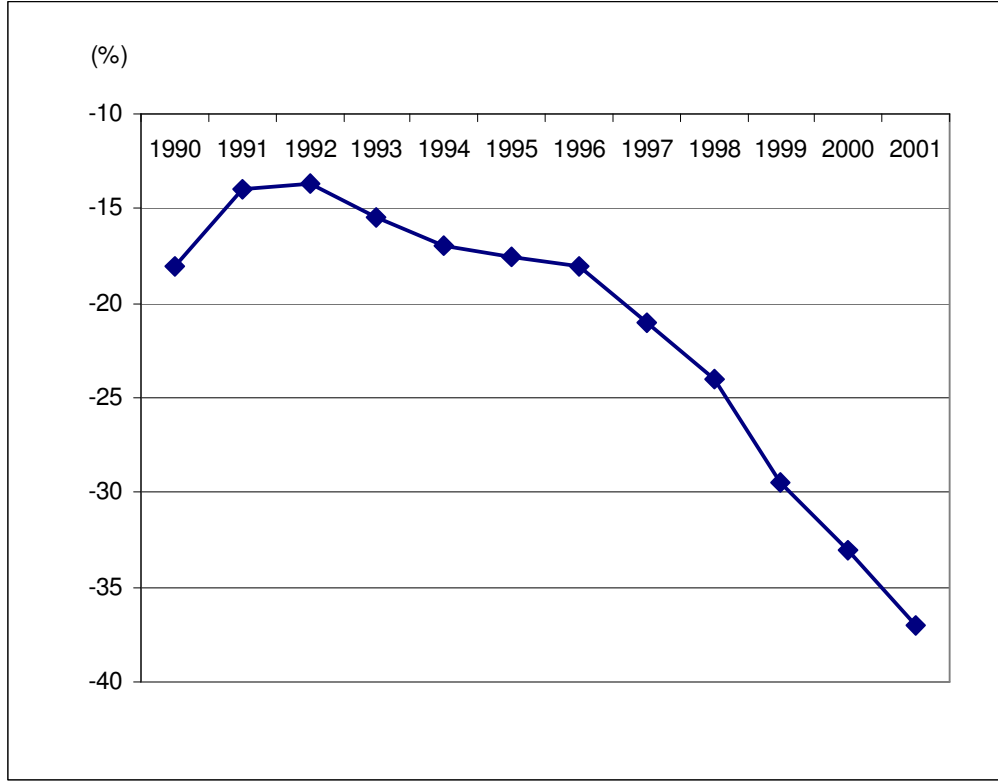
Arjantin - Gerçek ve Denge Reel Efektif Döviz Kuru (REER)

Kaynak: Perry ve Serven, 2003



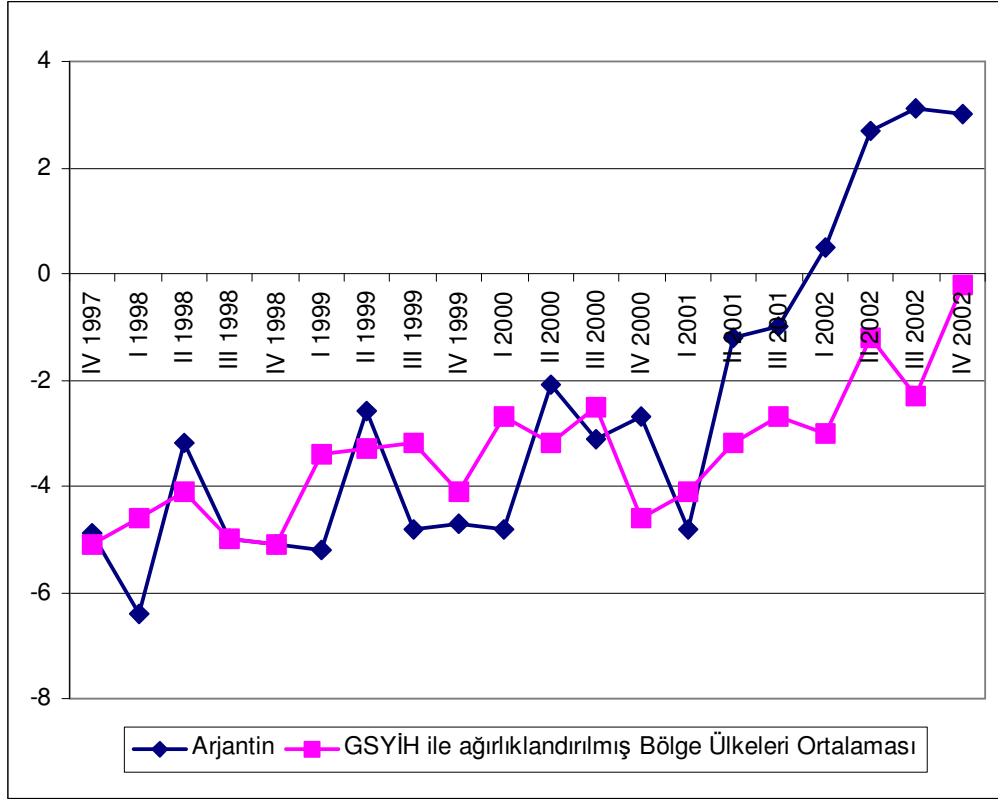
**Arjantin - Reel Kur Değerlenmesi**

Kaynak: Perry ve Serven, 2003



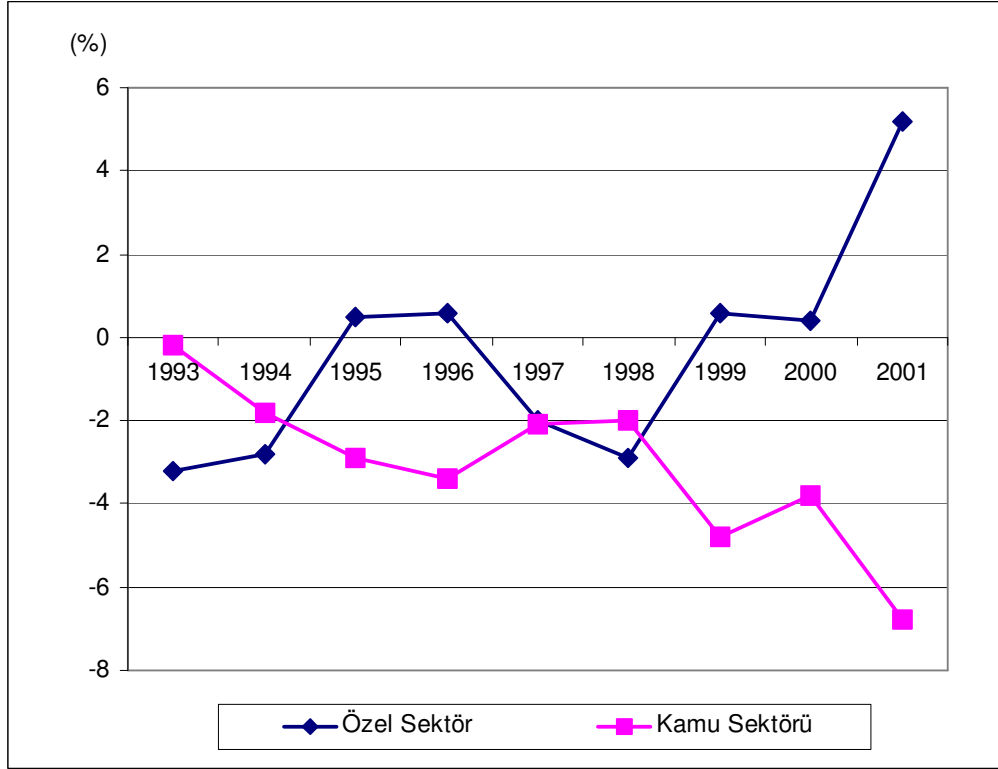
Arjantin - Net Dış Varlıklar / GSYİH

Kaynak: Perry ve Serven, 2003



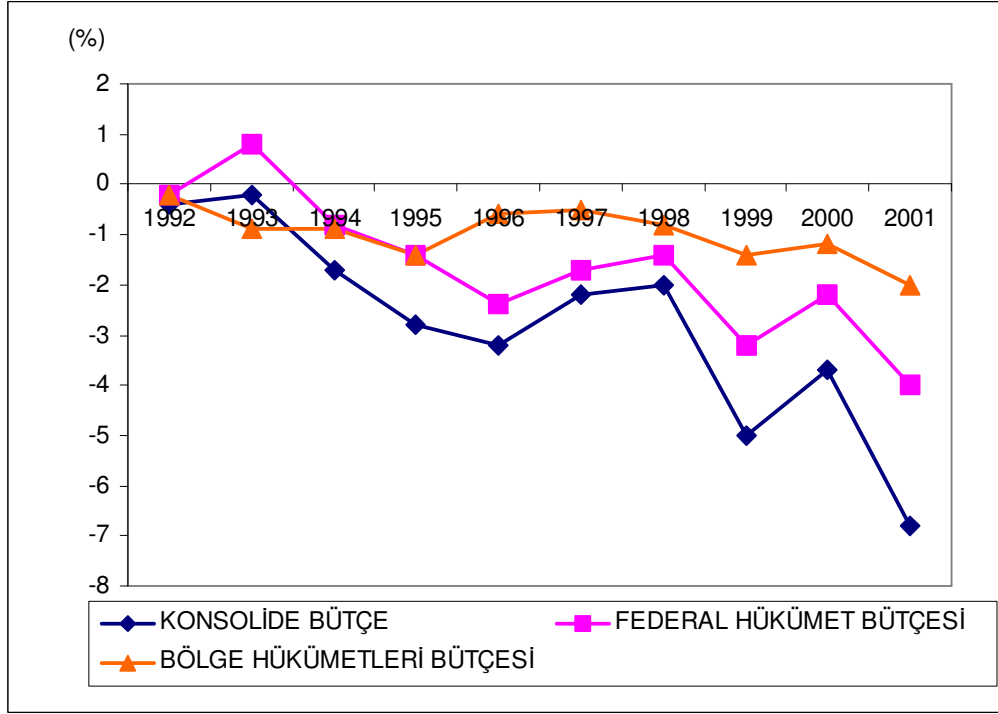
**Arjantin - Cari İşlemler Açığı Bölge Ülkeleri Karşılaştırması**

Kaynak: Perry ve Serven, 2003



**Arjantin - Özel ve Kamu Sektörü Cari İşlemler Açığı /GSYİH**

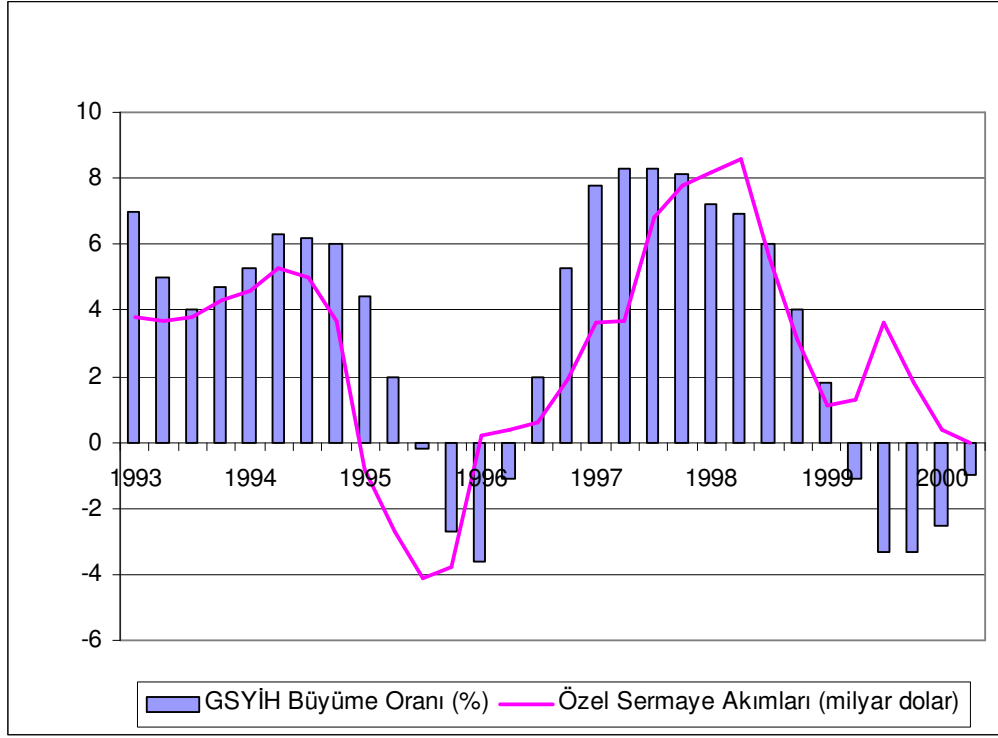
Kaynak: Perry ve Serven, 2003



Arjantin- Bütçe Dengesi / GSYİH

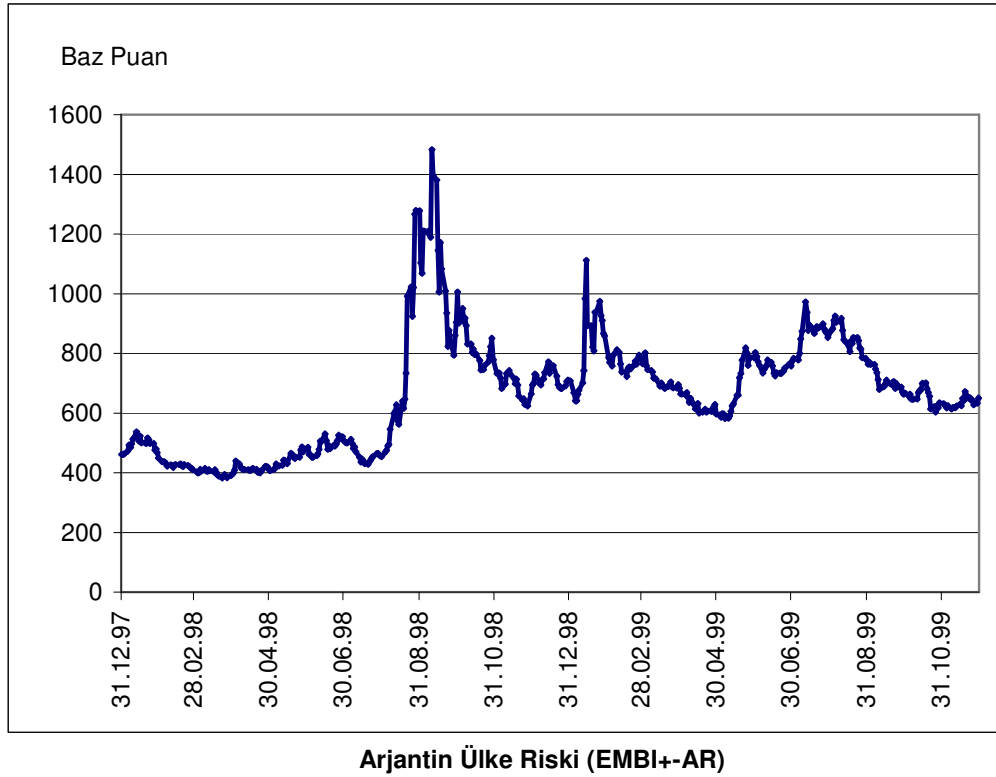
Kaynak: Perry ve Serven, 2003

Not:1994'e kadar olan dönem içinde özelleştirme gelirleri gerek Federal gerekse bölge hükümetleri nezdinde bulunan bazı yükümlülükleri gizlemek için bütçeye dahil edilmiştir. Perry ve Serven, 2003 bu nedenle özelleştirme gelirlerini şekle dahil etmemiştir.



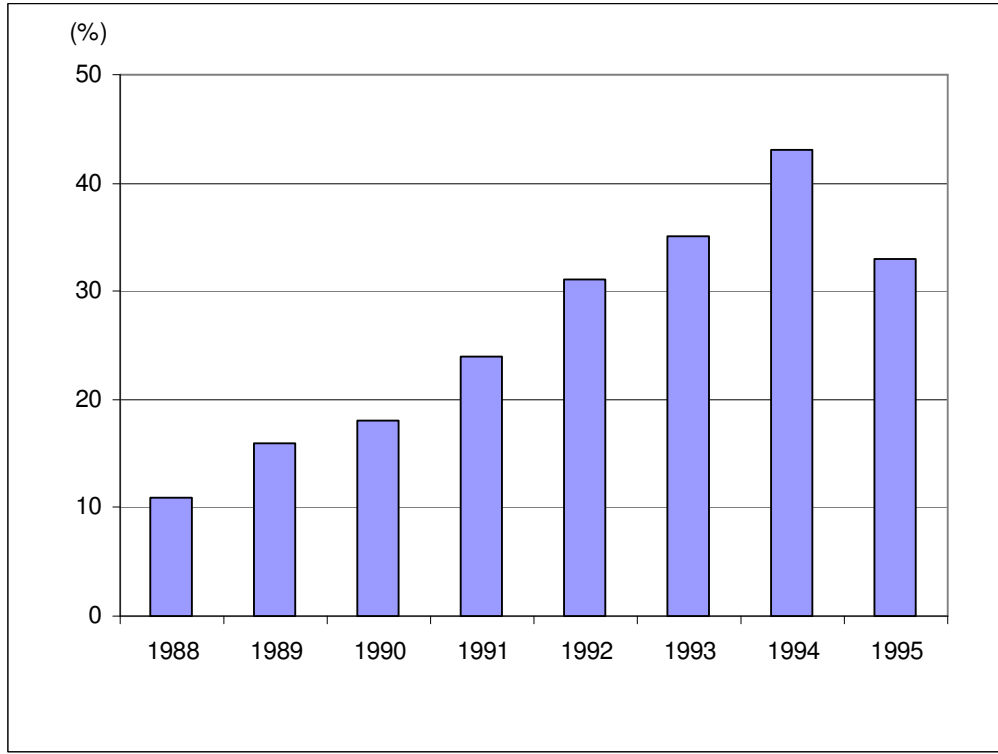
**Arjantin - Sermaye Girişleri ve Büyüme İlişkisi**

Kaynak: Kiguel, 2001



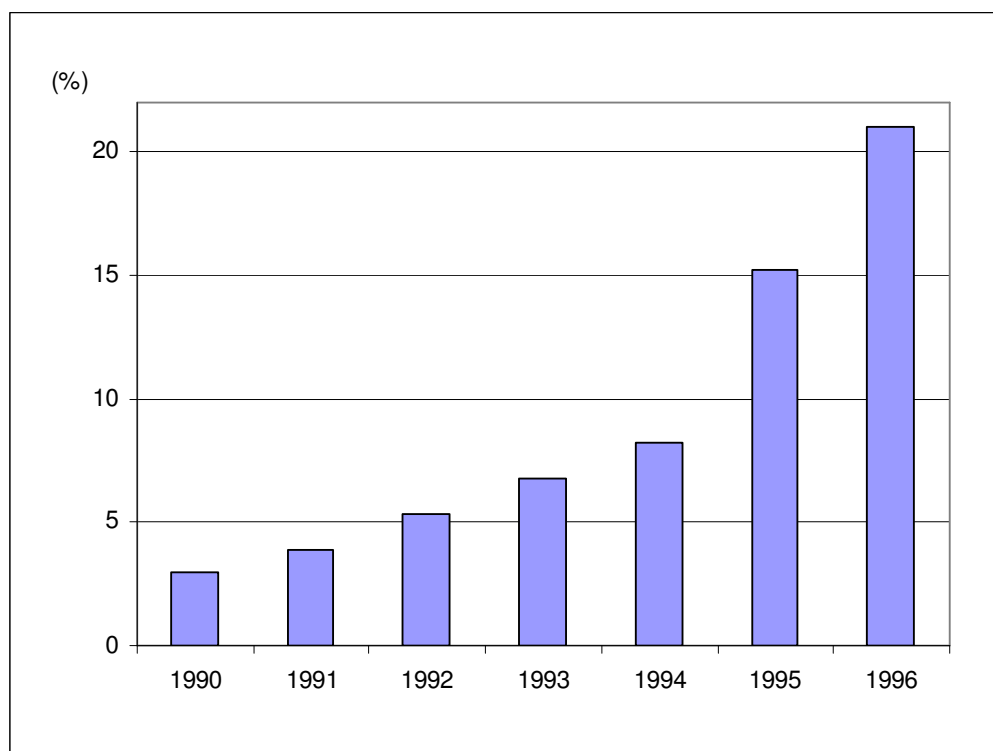
Kaynak: Bloomberg





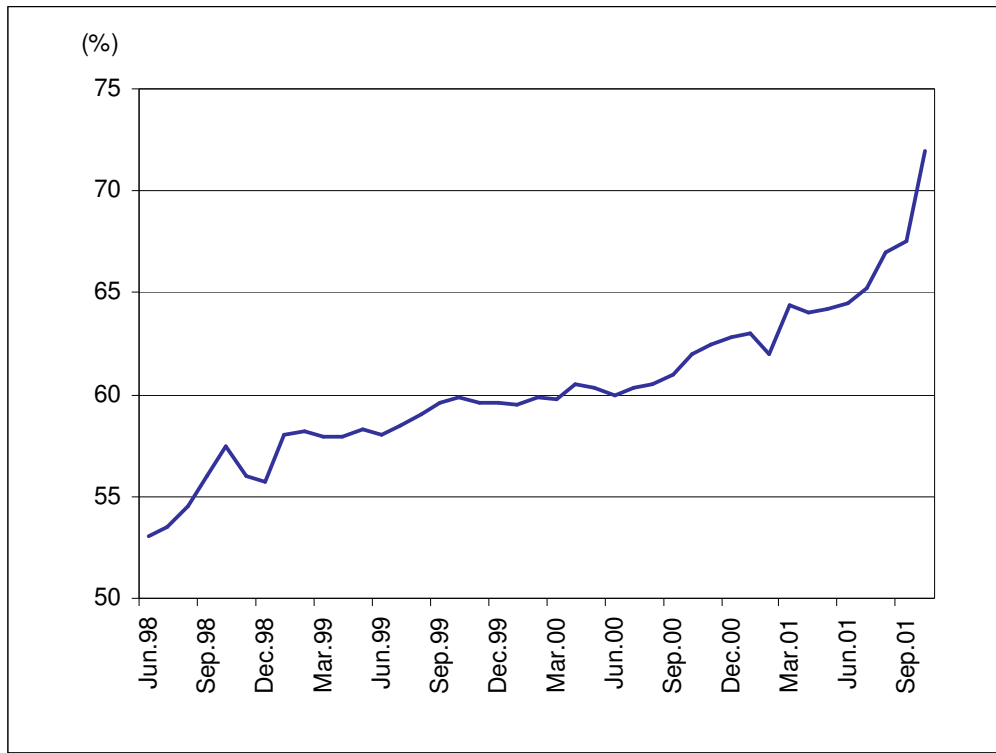
**Meksika - Özel Sektöre Verilen Banka Kredilerinin GSYİH'ya Oranı**

Kaynak: Mishkin, 1996



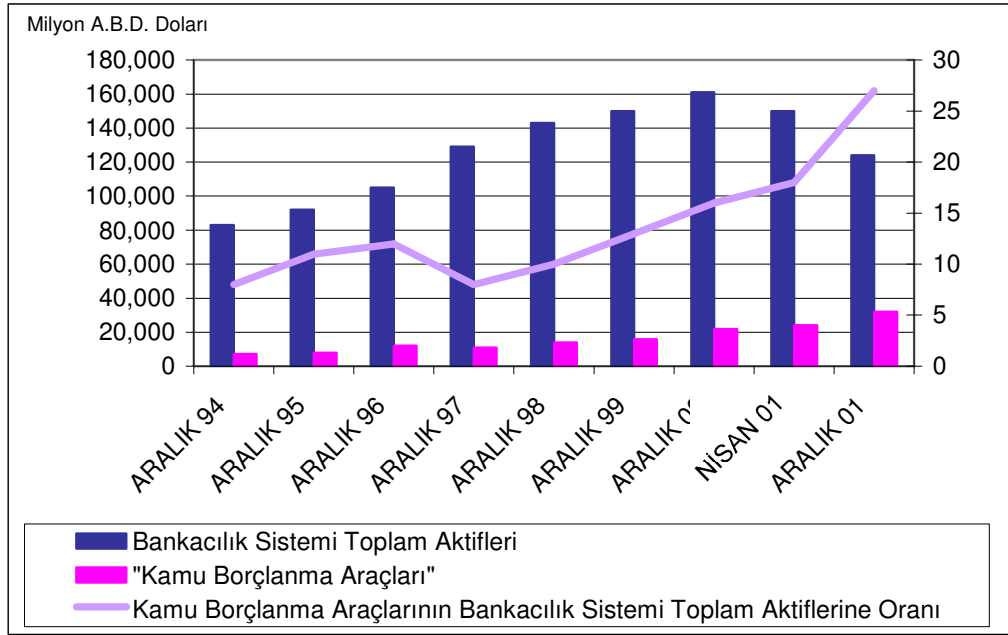
**Meksika - Geri Dönmeyen Krediler / Toplam Banka Kredileri**

Kaynak: Mishkin, 1996



**Arjantin - Yabancı Para Mevduatın Toplam Mevduata Oranı**

Kaynak: De La Torre ve diğerleri, 2002



**Arjantin - Bankacılık Sistemi Aktifleri**

Kaynak: De La Torre ve diğerleri , 2002